

Estructura de propiedad y control en las empresas. La creación de valor para los accionistas y el rol del mercado de capitales

Lanús Ocampo, María Cecilia

Modelos de Propiedad y Control. Reseña: los clásicos y de vanguardia⁽¹⁾

En la sociedad cerrada propiedad y control están en las mismas manos: el capital de la empresa presenta alto grado de concentración. El esquema de propiedad y control responde al modelo "empresario - propietario". La empresa es dirigida por un empresario, generalmente su fundador y su grupo. En este estadio de la sociedad el financiamiento básicamente proviene del aporte de capital inicial, la reinversión de utilidades, financiamiento de proveedores y financiamiento bancario. El accionista en este modelo participa a prorrata en el flujo de fondos remanente.

En la sociedad abierta con capital disperso, el accionista participa en una porción generalmente minoritaria del capital. El esquema de propiedad y control responde al modelo "accionista - inversor". Se caracteriza por un cierto grado de desinterés o indiferencia del accionista por participar en la marcha de los negocios y sus decisiones. El interés se enfoca y manifiesta principalmente en la rentabilidad de su inversión y en la exigencia de un alto grado de liquidez a fin de salir del activo financiero fácilmente y con la menor pérdida posible en el mercado de capitales. El management controla las decisiones financieras de la empresa (qué proyectos llevar a cabo y cómo se financian), con una participación muy minoritaria de los accionistas; a su vez, los accionistas los supervisan mediante el control del órgano directorial y las negociaciones de las participaciones de control.

La sociedad abierta con participación de inversores institucionales es la estructura que en las últimas décadas ha tomado nuevas dimensiones, producto quizá por una parte de la modalidad en el diseño de los portafolios de inversión, de las previsiones reglamentarias en sus estatutos y el deber de responsabilidad ante los beneficiarios de dichas inversiones, además de la manda expresa de crear valor para el portafolio de acciones. Con esos caracteres desarrollan un perfil semejante al del "accionista - propietario".

Los inversores institucionales más importantes son los Fondos de Inversión en general, de Pensión, de Venture Capital y Private Equity. Ellos cumplen un rol elemental en el mercado financiero como consecuencia del volumen de sus inversiones y los plazos mayores de tenencia en los activos financieros, su flujo de recursos constante y creciente y administrado por agentes profesionales. Tal es su importancia que se han constituido en un factor dinamizante de los mercados financieros, además de la disociación entre propiedad y dirección que conlleva.

Importancia liminar del capital

La noción jurídica se refiere en rigor al valor nominal. Aquí nos interesa la función del capital, a los fines de fijar el grado de participación de los accionistas en las ganancias (utilidades) y en las pérdidas (conf. art. 11, inc. 7 de la LS 19.550 y modif.).

Por su parte, la toma de decisiones en la sociedad anónima resulta una función de la tenencia, incluso desde su etapa prefundacional (conf. art. 177 LS). En efecto, la participación que tenga en el capital el accionista establecerá qué grado de incidencia tendrá, a los fines de las resoluciones sociales (v.gr.: arts. 107, 275, 294 LS). Siendo esto así, una primera resolución fundamental es que la única garantía que tendrán los accionistas de que sus derechos no sean vulnerados (en particular el inversor) deviene del hecho de que exista consistencia del capital y se lo aplique al cumplimiento del objeto de la empresa. Aquí tenemos un primer punto de encuentro entre la noción jurídica y el principio de las finanzas de "maximizar el valor para el accionista".

Ello es así, dado que el accionista tiene un derecho residual, cobra después de todos si queda algo, si hay un remanente. Es decir, todos los interesados o quienes tienen alguna acreencia contra la sociedad fueron honrados (acreedores, proveedores, empleados, obligacionistas, etc.). En esta misma línea el Decreto 677/2001 evoca el "interés social" como el "interés común de todos los accionistas", aludido en términos de "creación de valor para los accionistas".

El accionista - El Inversor. La acción como derecho: el status socii

De modo sintético la acción como derecho da a su propietario un status. Hay obligaciones y derechos que vinculan al socio con la empresa emisora de modo continuo. Es lo que la doctrina ⁽²⁾ llamó los

derechos corporativos o de participación (3). Son tales el derecho a: la información, participación en el control o gobierno de la corporación, dividendos, impugnación de las decisiones asamblearias, ejercicio de las acciones de responsabilidad, derechos de receso, suscripción preferente, mantener la integridad de la participación, negociar las participaciones accionarias, a las reservas formadas por primas de emisión, a la cuota de liquidación; derecho a recibir su parte proporcional del producto de la liquidación.

La acción como derecho corporativo confiere, además de los derechos de orden patrimonial, derechos de carácter "participativo", esto es, interesarse e intervenir en la gestión de la empresa o controlarla, por medio de la deliberación y voto dentro de la asamblea. Lugar por excelencia para informarse sobre la situación económico-financiera de la compañía y la gestión realizada por sus administradores.

Tópicos que esbozan la importancia de propiedad y control, creación de valor para los accionistas y el rol del mercado de capitales.

- * La estructura de capital de la empresa está profundamente ligada al grado de avance y desarrollo de los instrumentos del mercado de capitales doméstico.

- * Conflictos entre accionistas externos y accionistas de control.

- * La estructura de capital de la empresa implica normas que incentiven el ahorro colectivo.

- * El grado de ahorro e inversión en las familias impacta en el grado de sofisticación de instrumentos de capital y deuda que demandan los inversores.

- * El grado de seguridad jurídica, protección o garantías al inversor, respeto al derecho de propiedad y cumplimiento de los contratos.

- * Las distintas estructuras de propiedad influyen en el gobierno de la empresa.

- * El tamaño de la empresa y la necesidad de financiamiento en el mercado de capitales esboza el esquema de propiedad y control.

A modo de conclusión

Los modelos de propiedad y control primeramente responden a una etapa de crecimiento o desarrollo en la vida de la empresa. Es razonable que a medida que evolucione recurra al mercado de capitales en busca de financiamiento en consecuencia su estructura de capital muta de sociedad cerrada con un importante nivel de concentración a sociedad abierta con capital diversificado y de acuerdo a las oportunidades de crecimiento observadas, surgen los inversores institucionales.

En nuestro medio, desde antaño la visión acerca de las empresas domésticas era que éstas, si no mostraban una evolución, acorde a un desarrollo lógico deberían desaparecer o ser minoritarias las sociedades cerradas. Sin embargo, con el correr de los años, en nuestro país siguen surgiendo las empresas medianas y pequeñas, de poco volumen de capital y autofinanciadas en su mayoría; y son las empresas de mayor envergadura quienes han experimentado la apertura de su capital en los últimos años.

Bibliografía

APREDA, Rodolfo, "Mercado de capitales, administración de portafolios y corporate governance", Ed. La Ley, Buenos Aires, (2005).

Decreto 677/2001.

MARTORELL, E. E., "Sociedades Anónimas", Ed. Depalma, Buenos Aires (1988).

Régimen de Sociedades Comerciales, Ley 19.550, Ed. Astrea, 7ª ed., Buenos Aires (1988).

VILLEGAS, Carlos M. y VILLEGAS, Carlos G., "Aspectos legales de las finanzas Corporativas", Ed. Dykinson, New York. (2001).

ZALDIVAR, E. y otros; "Cuadernos de derecho Societario", t. 1, Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires (1980).

Especial para La Ley. Derechos reservados (ley 11.723)

(*) Agradezco al Profesor Dr. Edgardo Zablotsky por sus enseñanzas y haberme dado la posibilidad de que, como abogado, incursione en el apasionante mundo de las finanzas. Asimismo, al Profesor Lic. Ernesto Barugel por su consejo.

Las opiniones vertidas en el presente trabajo son exclusiva responsabilidad de la autora y no reflejan la opinión de UCEMA.

(1) La materia ha despertado desde hace tiempo mucho interés, la búsqueda de antecedentes sobre propiedad y control, nos remonta al trabajo titulado "The Modern Corporation and Privierte Property".

Allí se trata la problemática de los conflictos entre accionistas y administradores de las mega empresas de los EUA hacia la década del '30. Ver BERLE, Jr. Adolf A y MEANS, Gardiner C., The Mac Millan Co., 1933.

Dada la extensión del trabajo se deja de lado otras formas de control como los grupos o holdings.

(2) ZALDIVAR, E. y otros, Cuadernos de Derecho Societario, Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires, t. I, p. 264.

(3) Si bien se hace una caracterización general, respecto de las acciones comunes, ha de señalarse que las acciones confieren los mismos derechos, por clase o categoría.

© Thomson Reuters