

Voto del inversor institucional en las asambleas*

Por Felicia Burlando de Acuña

1. Introducción

En la estructuración del mundo globalizado se viene perfilando un sitio especial y destacado para el inversor institucional.

Los mercados financieros se amplían y se uniforman, se globaliza la oferta y la demanda de valores, se mueven masas dinerarias que exceden una capacidad económica y requieren un conocimiento específico que supera al conjunto de inversores individuales.

Estos, por su propia decisión o por normas que regulan sus aportes previsionales, vuelcan ahorros en entidades que los invierten y administran con un alto grado de profesionalidad que demuestran en el rendimiento de los fondos confiados, en términos tanto de seguridad de la inversión como de los beneficios o intereses obtenidos, aplicando criterios de seguridad y rentabilidad (conf. art. 74, ley 24.241).

El logro de esos objetivos, seguridad y alto rendimiento, genera gran competencia entre las operadoras que buscan asegurarse la fidelidad de sus clientes y captar los de sus colegas. Para ello cuentan con especialistas expertos en sofisticados estudios de todo tipo, económico-financieros, políticos y de oportunidad, que no excluye el pálpito.

Las inversiones se harán, conforme la legislación y contratos que rijan los fondos, en valores mobiliarios con oferta pública, divisas, derechos y obligaciones derivadas de operaciones a futuro y opciones, acciones de sociedades anónimas, *commodities*, plazos fijos bancarios, metales preciosos etc., todo ello en las plazas de países desarrollados o emergentes, y en variedad de alternativas que incluyen fondos múltiples con “mix” de todo tipo, con máximos y mínimos de cada componente pautados en los contratos de adhesión en el caso de la incorporación voluntaria al sistema (por ejemplo, fondos comunes de inversión) o por medio de la legislación que regula las inversiones de fondos obligatorios para el aportante (p.ej., la Administradora de Fondos de Pensión –AFJP–).

En nuestro país cada AFJP podrá administrar, aunque alcance un gran volumen, un solo fondo denominado “de jubilaciones y pensiones” (art. 59, inc. *b*, ley 24.241).

Pero hay entes habilitados jurídicamente para operar múltiples fondos simultáneamente administrados por una sola sociedad gerente, que son los fondos comunes de inversión (art. 5º, ley 24.082).

En el ámbito internacional la globalización genera expertos en áreas geográficas y económicas globalizadas. Argentina, hasta su *default* –diciembre 2001/enero 2002– era un apetecido mercado para los inversores en países emergentes (en

* [Bibliografía recomendada.](#)

1998-2000 el 20% de los valores que se negociaban en la plaza de los mercados emergentes eran argentinos, mientras que en 2003 representaba un 2% de ese mercado)¹ y expertos en otros mercados de esta área, como los asiáticos, eran y son también operadores especializados en mercados latinoamericanos. No es extraño encontrar que opinen sobre papeles chilenos, brasileños y argentinos quienes vienen de actuar en Rusia y países del este.

Estos operadores adquirieron creciente gravitación en los 90 y se siguen multiplicando al ritmo de la concentración globalizada, aunque ahora, con la impronta que impone la recesión.

No es ajena a este fenómeno además, la información que generan y se genera alrededor de los inversores institucionales y de las múltiples entidades públicas y privadas que asesoran y promueven inversiones a través de los mismos. Esa información se acelera a su vez por el creciente uso de Internet, con el objetivo inmediato o mediato de captar nuevos clientes.

Las compañías y aún los Estados que deseen captar inversiones deberán adaptarse a los requerimientos de estos nuevos protagonistas.

2. Los inversores institucionales

Nuestro estudio se circunscribe a analizar el rol de los inversores institucionales solamente en su condición de tenedores de acciones de sociedades anónimas y a su conducta y obligaciones, si existen, en el ejercicio del voto en su calidad de titulares fiduciarios de esas tenencias. Dedicaremos alguna atención a antecedentes doctrinarios y legislativos extranjeros y analizaremos la legislación nacional argentina. Dejaremos, pues de lado todo otro aspecto que no conduzca a ese objetivo.

a) Concepto

Es la organización que negocia suficiente volumen de valores como para calificar para recibir un trato preferencial por parte de otros operadores del sistema financiero, preferencias que pueden incluir comisiones más bajas que las corrientes. Ese tratamiento le será dispensado cualquiera sea el volumen de cada orden individual. Se ha considerado que no requiere igual protección legal que el inversor individual pues su habitualidad y profesionalidad en el ejercicio de sus actividades en el mercado financiero y bursátil le concede conocimientos suficientes y mayor protección que el que tiene aquél².

El Código de Valores Mobiliarios de Portugal, decr. ley 486/99 en su art. 30, legisla expresamente sobre los inversores institucionales y considera tales a las instituciones de crédito, sociedades de inversión, fondos comunes de inversión y a sus respectivas administradoras, a las compañías de seguros y sociedades gestoras de fondos de pensión. Dispone que no gozarán de la protección conferida a los inversores no institucionales por su art. 31, de ejercer acciones de protección a sus intereses individuales o colectivos como inversores mobiliarios, y ser indemnizados con el fon-

¹ Losada, Fernando, ABN Amro Bank, CNN, emisión del 28/6/03.

² www.investorama.com/glossary, voz *Institutional investor*, 2/11/04.

do de garantía que crea el art. 35 a fin de resarcir a los inversores no institucionales de los daños sufridos por la actuación de miembros del mercado o participantes del sistema.

Véase que el reconocimiento de la existencia diferenciada del “inversor institucional” genera como consecuencia que se considere a su vez que existe un “inversor no institucional” y se determinen tratamientos diferenciados hacia uno y otro. Respecto del “no institucional” consistirá en cierta protección legal de la que no gozará el institucional, debido a su profesionalidad. Éste a su vez tendrá otros beneficios legales de los que no gozará aquél, como regulaciones sobre minorías accionarias calificadas de las que hablaremos más abajo.

En nuestro medio el decr. 677/01 sobre régimen de transparencia de la oferta pública en sus considerandos destaca la irrupción en los últimos años de los llamados “inversores institucionales” como agentes principales de la canalización del ahorro.

En algunos casos también se lo denomina “inversor calificado”. Esto por estar calificado por su profesionalidad. Esa denominación es la que adopta el decr. 1087/93 referente a la autorización a pequeñas y medianas empresas para hacer oferta pública de títulos valores representativos de deuda, al disponer en su art. 5° que los títulos valores emitidos sólo podrán ser adquiridos por inversores calificados que reúnan condiciones de idoneidad profesional o técnica o de solvencia patrimonial que al respecto fije la Comisión Nacional de Valores. A su vez, la res. gral. de la CNV 344/99 en sus considerandos reconoce que la práctica general y razonable de los mercados de capital otorga tratamientos diferentes en función de los tipos de inversores, considerando tal, a aquel cuya satisfacción técnica o recursos patrimoniales le permiten una adecuada evaluación de los riesgos.

Al inversor institucional o calificado deberá distinguírsele del denominado “inversor estratégico” que es el que busca oportunidades de compra de posiciones accionarias mayoritarias o de control de las compañías, con miras a agregarles valor, a través de diversos procedimientos económico-financieros y jurídicos³ para lucrar con la diferencia entre la compra y la venta de ese paquete accionario. En este caso el inversor estratégico tendrá también en miras la compra de posiciones en sociedades cerradas.

Estas últimas operaciones se han visto con frecuencia en la Argentina en los años 90, donde una hasta ahora indeterminada cantidad de empresas de familia o cerradas fueron vendidas a fondos extranjeros, argentinos o de capitales mixtos, muchos conformados a su vez con inversiones de otros fondos extranjeros.

Dichos fondos (*equities funds*) intentaron con variada suerte agregarle valor a las empresas y luego vender los paquetes accionarios en el corto o mediano plazo a otros inversores, recurriéndose a fusiones, escisiones, endeudamientos de la sociedad e implementación de múltiples variantes de ingeniería financiera en busca de obtener rápidos beneficios y salirse de la inversión, una de las características con que se encaró este tipo de negocio de oportunidad.

³ Mobius, Mark, *Cuestiones de gobierno corporativo desde la perspectiva del inversor institucional*, conferencia convocada por la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía de la República Argentina, 12/1/01.

En cambio, es característica de los inversores institucionales la inversión en sociedades abiertas y tomar posiciones minoritarias. Las diversas normas que los regulan, tanto en la legislación extranjera como en la Argentina, en general impiden que lleguen a la posición de accionista mayoritario de una compañía. Se protegerá así, en defensa del ahorro público del que se nutren, su posición como detentadores de lo que ya se denomina “minorías calificadas”, calidad que concede tratamientos legales diferenciados como veremos.

La tenencia del capital que se requerirá para gozar de ese tratamiento legal diferenciado, lo determinará la ley o en su caso el estatuto de la sociedad. En Estados Unidos, hay quienes sostienen que un 5% del capital, para el caso de las más grandes compañías es muy alto para requerirse como mínimo necesario a los efectos de conceder tratamiento legal diferencial a minorías calificadas, ya que conforme una investigación del CDA Spectrum Data Basis⁴ son contadísimos los inversores que detentan el 1% de los capitales de esas megacompañías.

En 1994 en tenencias concentradas de acciones Exxon, solamente superaban apenas ese porcentaje el College Retirement Equities Fund con el 1,09%, Sigmendal Wells Fargo con el 1,05% y Bankers Trust N y Comp con el 1,01%. En General Electric la mayor inversión institucional era de Wells Fargo con el 1,09% y en General Motors su mayor accionista institucional era Bernstein Stand y Co que tenía el 2,48%. Por lo cual para alcanzar los porcentajes legales que se exigen para gozar de ciertas ventajas como accionistas, los inversores institucionales deberán quizá concertar intereses para actuar en conjunto ante las compañías y hacer valer su fuerza como minorías calificadas a fin de hacer uso del trato preferencial que se les concede.

Obviamente cuanto más sofisticado es el mercado más dispersión hay de tenencias, por lo cual, en nuestro país, y en tantos otros, aún del primer mundo, tal como el español y el británico la concentración es mucho mayor⁵.

b) Clasificación

Podríamos clasificar a estos inversores según diversos parámetros, pero a los efectos de este trabajo quizá debamos distinguir aquellos que se dedican a la administración de fondos privados, entre otros los *mutual funds* y en nuestro país, básicamente los fondos comunes de inversión regulados por la ley 24.083, y los que administran fondos provenientes de inversiones obligatorias, las que deben incorporar con destino a su capitalización individual las personas físicas mayores de 18 años de edad que se desempeñan en actividades en relación de dependencia (art. 2° de la ley 24.241 que crea el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. Su art. 3° también prevé el ahorro de trabajadores no obligados a incorporarse al sistema por el art. 2°.

⁴ Gaforth, Carol, *Proxy reform as means of increasing shareholder participation and corporate governance. Too little but not too late*, “The American University Law Review Winter”, 1994, p. 379.

⁵ Byers, Stephen, *Directors’ remuneration and institutional investor voting. The ABI and NAPF seminar on institutional investors and the competitiveness of U.K. industry*, conferencia del 19/7/99, extraído del sitio: <http://www.dti.gov.uk/ministers/archived/byers190799b.html>, 3/3/05.

En el Mercado de Valores de Buenos Aires operan como inversores institucionales:

1) los bancos para sus clientes y entre éstos con el mayor volumen son las AFJP. El ya citado decr. 677/01 reconoce esta fuerte presencia en el mercado, destacando en sus considerandos la necesidad de asegurar la transparencia en la oferta pública por su gran trascendencia para el interés público desde que, resalta, las mayores inversiones en el mercado local están constituidas por el ahorro previsional de gran parte de la población;

2) las compañías de seguros, que conforme el art. 35 de la ley 20.091 modificado por la ley 23.488 deben hacer inversiones de sus reservas en diversos bienes que enumera, indicando específicamente en su inc. b la posibilidad de hacerlo en acciones de sociedades anónimas constituidas en el país o extranjeras que tengan por principal objeto la prestación de servicios públicos dentro de la Nación, que se coticen en bolsas del país o del extranjero, y

3) los fondos comunes de inversión tanto nacionales como extranjeros. En la Cámara de Fondos Comunes de Inversión de la República Argentina, a mayo de 2005, se encuentran asociados 200 fondos aproximadamente, 140 de ellos operan normalmente y de 50 a 60 fondos operan administrando activos residuales en títulos soberanos alcanzados por el *default*. No es posible establecer cuántos son los fondos extranjeros que operan con papeles de nuestra plaza, ya que lo hacen a través de *brokers* que obviamente no exteriorizan el origen de las órdenes que ejecutan, pero es obvio que los volúmenes han caído drásticamente luego de enero de 2002.

En el marco del tratamiento preferencial que gozan este tipo de inversores la Bolsa de Comercio les destina un lugar con comodidades propias en el “recinto” donde se negocian los valores.

3. Los principios del “corporate governance” y su relación con nuestro tema

Es una materia que también crece a pasos agigantados, paralelo al del inversor institucional con el cual, como veremos, se vincula íntimamente ya que estos principios tienen como fin la transparencia y la estandarización de información veraz, eficiente y oportuna con miras a captar y mantener el favor de sus inversionistas⁶.

Desde la formulación de estos principios alrededor del año 1991 en Inglaterra (informe Cadbury) y en Estados Unidos de América (principios del *governance* del

⁶ Mayor información sobre *corporate governance* podrá encontrarse, entre otros, en Vanasco, Carlos A., *Reglas de buen gobierno (corporate governance)*, “Revista de Derecho Privado y Comunitario 2000-1”, Santa Fe, Rubinzal-Culzoni, y en Burlando de Acuña, María F., *El “interlocking” en el directorio (sobre directores comunes a dos o más sociedades)*, en “El directorio en las sociedades anónimas. Estudios en homenaje al profesor consulto Dr. Carlos S. Odriozola”, Bs. As., Ad-Hoc, 1999, p. 81 y siguientes. Cadbury, Adrian, *Corporate governance and chairmanship. A personal view*, Oxford University Press, 2002. Velasco, Gaudencio E. (coord.), *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Madrid, Marcial Pons, 1999; *vide* especialmente en su apéndice documental, diversos tipos de reglamentos, códigos éticos, directrices y textos legales para el gobierno de las sociedades cotizadas. Ver también, el trabajo elaborado por la Comisión Especial para el Standard & Poor’s Corporate Governance Scores, 2000; Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades, *El gobierno de la sociedades cotizadas*, España, 1998, etcétera.

American Law Institute) mucho se ha trabajado en otros países como España, Portugal y Argentina.

Si en un primer momento se consideraba que estos principios estaban destinados a hacer más transparentes la información al accionista (*shareholder*) de la sociedad involucrada, en la actualidad ya se sostiene que no sólo están destinadas a éste sino que también tiene por objeto la relación con terceros interesados (no accionistas) tales como empleados, proveedores, bancos y gobiernos (*stakeholders*)⁷.

También se busca mejorar el producto (acciones) que se ofrece al mercado, pues al respetar parámetros comunes se logra globalizar los criterios de análisis y apreciación por parte de los inversores. Obviamente dichos inversores serán en su mayoría, por el volumen y magnitud de las operaciones en juego, los institucionales. Hay entonces, un punto de encuentro entre estos principios y el inversor institucional.

En nuestro país, el decr. 677/01 incorporó como normas, principios aconsejados por el *corporate governance* del American Law Institute que es uno de los cuerpos de ética corporativa más seguido por la legislación internacional que se está generando y por las normativas que se dan las compañías públicas.

Este decreto manifiesta en sus considerandos que con su sanción se cumple otro objetivo de estos principios, el compromiso del sector público con el privado y poner en la conciencia mundial la importancia de contar con adecuadas prácticas de gobierno corporativo y con un marco regulatorio que consagre jurídicamente principios tales como los de “información plena”, “transparencia”, “eficiencia”, “protección del público inversor”, “trato igualitario entre inversores” y “protección de la estabilidad de las entidades e intermediarios financieros” y reconocer que desde la perspectiva de los mercados financieros “globalizados”, las buenas prácticas de gobierno es un valor que influye en la tasa de riesgo.

4. Las acciones de las sociedades anónimas como mercadería en el mercado global

Una inversión en acciones, como en cualquier otro activo financiero, se evalúa siguiendo criterios de seguridad y rentabilidad adecuados, y el decreto reconoce que la adopción de normas de *corporate governance* en la esfera privada y la de transparencia del mercado en el ámbito público es un “valor agregado” que se refleja en el precio de la acción.

Desde siempre las expectativas seguridad y rentabilidad en la inversión son la panacea del inversor. Pero se da en la actualidad un cambio en el comportamiento de inversor respecto de cómo lograrlos, cambio significativo para el tema que nos ocupa.

Se decía hasta hace poco que el típico especulador en la bolsa no se veía a sí mismo como “accionista” sino como “inversor”. Así las asambleas (o *meetings* de las

⁷ Conf. Dover, Stephen, *Jornada sobre transparencia en los mercados de capitales y mejores prácticas para el gobierno de las sociedades*, organizada por la Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía de la República Argentina, 1/12/00.

compañías americanas, las “juntas” españolas, etc.) en el común de los casos, eran ámbitos despoblados donde se desarrollaba una rutina en que la voz y la voluntad del *management* se imponía. Las cosas ya no son así, o por lo menos tienden a que no sean así.

En los años 60/70, comenzaron a participar en asambleas de accionistas, especialmente de sociedades americanas, grupos de activistas de derechos humanos y posteriormente ecologistas concurriendo con unas pocas acciones que compraban en la bolsa. Como accionistas exponían críticas hacia las políticas empresarias y si bien no lograban volcar la decisión general, lograban (y logran) movilizar a los medios periodísticos y a la conciencia pública.

Ejemplos históricos son los cuestionamientos en asambleas de Dow Chemical de pacifistas devenidos en accionistas contra la fabricación de Napalm, producto químico incendiario que se utilizaba en la guerra de Vietnam; o el de la congregación de monjas misioneras en África que comprobaron que una fabricante multinacional de leche artificial para niños distribuía gratuitamente como promoción entre las madres africanas leche para sus bebés recién nacidos. Esas madres por no amamentarlos y darle el sustituto industrial, perdían su leche natural y al no estar en condiciones de comprar la artificial cuando cesaba la promoción gratuita, los bebés caían en desnutrición. Las monjas lograron con estas intervenciones como accionistas un cambio de actitud de la empresa respecto de ese conflictivo tema.

En el ámbito institucional se encuentran antecedentes en las exigencias de estudiantes a sus universidades (Harvard, por ejemplo) para que impusieran a los administradores de sus inversiones en acciones que ejercieran un voto responsable en las asambleas de compañías cuestionadas por negocios que consideraban reñidos con la ética. Se abandonaba así el tradicional papel de inversor pasivo.

Los directores de las compañías públicas llegaron a temer tanto la participación de estos “accionistas” que fue frecuente que los asesores legales armaran programas de entrenamiento, con manuales informativos sobre los deberes y derechos de los directores y de los accionistas en el desarrollo de las asambleas.

Se viene diciendo que la dirigencia no disfruta ya y en el futuro disfrutará cada vez menos de la ausencia de sus accionistas, que ahora analizarán y cuestionarán su comportamiento con parámetros estandarizados que les facilitan determinar si su inversión es segura y rentable.

Tampoco podrán los directivos obtener los resultados que esperan de las votaciones sin adecuarse al creciente escudriñamiento de su comportamiento, por parte de los inversores.

La tendencia actual de los mercados es que la masa inversora se va concentrando y por ende la figura del “inversor no institucional” va cediendo paso al “inversor institucional”, que, como veremos analiza, controla y participa.

Así se ha dicho que la disciplina de los Estados está siendo reemplazada, o al menos complementada por otras formas de disciplina.

En el mundo occidental las compañías están comenzando a ser objeto de vigilancia por parte de sus accionistas, a través de los fondos mutuos que comienza a

presionar al *management*, incluso, en ciertos casos, para que al menos consideren cuestiones de responsabilidad social⁸.

5. El inversor institucional y el funcionamiento de las compañías. Vinculación con su participación en asambleas. Minorías calificadas

Cuando los inversores institucionales analizan tanto los países como las compañías o sociedades hacia los cuales dirigirán sus inversiones les interesa estudiar todo aquello que conlleve a reducir el “riesgo de expropiación”⁹ de los accionistas minoritarios, grupo del que los fondos que operan, como ya adelantamos, forman parte.

Así entonces, intentarán generar un tratamiento especial de las compañías hacia los tenedores minoritarios que detenten cierto porcentaje del capital social (por ejemplo un 5% o menos) pues son conscientes y lo harán valer, que manejan minorías no atomizadas, con un cierto grado de concentración, a las que se han dado en llamar “minorías calificadas”.

Hay quienes distinguen a éstos de las minorías con participación significativas, entendiendo por ellas a las que detenten el 25% o más del capital social de una empresa que cotice. La existencia de tales concentraciones estarán vinculadas a la sofisticación del mercado, pues se está viendo que a mayor sofisticación menor concentración.

Por su parte, el decr. 677/01 que legisla sobre el régimen de transparencia en la oferta pública, en sus considerandos –párr. 4º– se inclina por la denominación “inversores institucionales” y destaca el reciente surgimiento de éstos como agentes principales de la canalización del ahorro.

Para entrar en una inversión accionaria al inversor institucional les interesará verificar si la legislación vigente y los estatutos sociales y demás normas relacionadas contemplan¹⁰:

a) Si está bien gerenciada, pretenderá que el grupo de control permanezca inalterable, pues ello asegurará continuidad de una conducción probada y aprobada.

b) Si, en caso de venta del paquete de control, el accionista minoritario puede participar vendiendo sus tenencias junto con el paquete controlante. Mobius y otros expertos sostienen que esto debió haber hecho el gobierno argentino cuando se realizó la venta de sus acciones de YPF a Repsol.

⁸ Strange, Susan, *The retreat of the State. The diffusion of power in the world economy*, Cambridge, University Press, 1996. Relacionado en “The American Journal of International Law”, octubre, 1998.

⁹ Paz-Ares, Cándido, *Los deberes fiduciarios de los administradores*, en Jornadas sobre el Proyecto de Ley de Transparencia y Mejores Prácticas, organizadas por el Ministerio de Economía de la República Argentina, 1/12/00. Mobius, *Cuestiones de gobierno corporativo desde la perspectiva del inversor institucional*.

¹⁰ Mobius, *Cuestiones de gobierno corporativo desde la perspectiva del inversor institucional*, y ver también el trabajo elaborado por la Comisión Especial para el Standard & Poor’s Corporate Governance Scores.

En concordancia con esta expectativa de los inversores institucionales, la legislación argentina sobre transparencia del mercado incorporó respuestas a esas inquietudes. El *decr.* 677/01 regula la cuestión acerca de cuándo una sociedad anónima queda sometida a control casi total en el capítulo VII “Régimen de participaciones residuales” (arts. 25 a 37).

El art. 26 en su inc. *a* considera que se halla bajo control casi total toda sociedad anónima respecto de la cual otra persona física o jurídica, ya sea en forma directa o a través de otra u otras sociedades a su vez controladas por ella, sea titular del 95% o más del capital suscrito, y en su inc. *d* define como accionistas minoritarios a los titulares de acciones de cualquier tipo o clase, así como a los titulares de todos los otros títulos convertibles en acciones que no sean de la persona controlante.

c) Que no haya acciones de voto plural en circulación, para evitar que el peso de los votos de las acciones que administran, se diluya en una desigualdad de fuerza en la decisión, frente a los controlantes, que con baja inversión manejan así altos porcentajes de votos. En nuestro país esta cuestión está resuelta por el art. 216 de la ley de sociedades comerciales –en adelante LSC– que dispone que no pueden emitirse acciones de voto privilegiado después de que la sociedad haya sido autorizada a hacer oferta pública de sus acciones.

d) Que haya representación proporcional de los minoritarios en el directorio. Ese principio no se encuentra en todas las legislaciones y sí en la Argentina, consagrado por el art. 263 de la LSC de elección por voto acumulativo.

e) Respecto de la asamblea societaria, existen políticas de protección de los derechos de las minorías, tales como normas imperativas respecto de la convocatoria de la asamblea, el derecho de asistencia, la expresión del voto, aumento del quórum y mayorías reforzadas.

Al respecto nuestro *decr.* 677/01, en su art. 42 incorpora ciertas modificaciones a la ley 17.811. Su art. 71 modificado amplía los plazos del art. 237 de la LSC y dispone (en beneficio de la transparencia del mercado y de los inversores) que en las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones la convocatoria a asamblea deberá publicarse con una anticipación no menor a los 20 días y no mayor a los 45 días de la fecha fijada para su celebración, plazos que se computarán a partir de la última publicación.

Veinte días antes de la fecha fijada para la celebración de la asamblea el directorio deberá poner a disposición de los accionistas, en su sede social o por medios electrónicos, toda la información relevante concerniente a la celebración de la asamblea, la documentación a ser considerada en la misma y las propuestas del directorio; que hasta 5 días antes de la fecha para la celebración de la asamblea ordinaria que deba considerar la documentación del ejercicio, los accionistas que representen por lo menos el 2% del capital social podrán entregar en la sede social comentarios o propuestas relativas a la marcha de los negocios sociales correspondientes al ejercicio. El directorio deberá informar a los accionistas que dichos comentarios o propuestas se encuentran disponibles en la sede social o que podrán consultarse a través de cualquier medio electrónico.

Esta disposición recoge la doctrina reciente sobre la cuestión, incorporando el concepto de la minoría calificada. Lo mismo cabe afirmar respecto del siguiente punto.

f) Mayor poder a las minorías si poseen determinada cuota del capital. Ello se manifiesta en temas como la designación de un auditor si esa minoría representa más del 5% del mismo.

Ese derecho lo consagra por ejemplo la ley española, y en nuestra legislación el art. 14, inc. e del decr. 677/01 se ocupa de los casos en que los derechos de los accionistas minoritarios puedan resultar afectados. Dispone que a pedido fundado de accionistas que representen un porcentaje no inferior al 5% del capital social de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, la CNV, previa opinión del órgano de fiscalización y del comité de auditoría de la sociedad, solicitará a la sociedad la designación de un auditor externo propuesto por esos accionistas para la realización de una o varias tareas particulares o limitadas en el tiempo, a costa de los requirentes. A fin de aprobar dicha solicitud, la CNV deberá considerar la verosimilitud del daño a los accionistas y el alcance de la medida solicitada, de forma tal de no obstaculizar en forma significativa el normal desarrollo de los negocios de la sociedad.

Los expertos señalan además otras peculiaridades que facilitan la participación en las asambleas y toma de decisiones; ello se manifiesta por ejemplo en el idioma en que se redacta la información de la empresa y en la asistencia a las asambleas de traductores expertos y confiables.

g) Les interesa sobremanera conocer el régimen de remuneraciones de los directores y funcionarios de la compañía en la que planean invertir, ya sea en efectivo o en bonificaciones en acciones de la compañía, o cualquier otro tipo de retribución. Controlarán si las ganancias se diluyen en remuneraciones del *management* en detrimento del dividendo del accionista.

Sus clientes están particularmente sensibles sobre este tema, estimulados por la prensa que publica datos tales como que los CEO (Chief Executive Officer) de grandes compañías americanas perciben término medio honorarios 160 veces más altos que los salarios medios americanos, y varias veces los de sus pares europeos y japoneses, todo ello en medio de un estado mundial de recesión¹¹.

También evalúan si la política de la compañía es atar los honorarios a los resultados obtenidos ya que sólo así resultarán en beneficio para el inversor.

En nuestro país, como regla general, el director tiene derecho a retribución en razón de la profesionalidad del cargo.

La ley de sociedades en su art. 261 determina las pautas de la retribución, y, si bien en general se le retribuye en dinero, podría, y de hecho lo es, ser retribuido en especie.

¹¹ Gaforth, *Proxy reform as means of increasing shareholder participation and corporate governance. Too little but not too late*, p. 379.

La retribución, cualquiera sea la modalidad, debe adecuarse a las pautas legales, e incluso superarse si se cumplen ciertos recaudos, no siendo necesario que haya relación entre el honorario fijado por la asamblea y el resultado del ejercicio.

Rovira, entre otras profundas consideraciones sobre este tema, encuentra en los planes de participación del personal, *stock options*, una alternativa posible para resolver dentro de la legislación argentina la retribución de los directores, siguiendo la tendencia actual de recompensarlos de ese modo así como al personal superior, incluido el director gerente de la sociedad¹².

h) El inversor institucional está muy interesado en saber qué tribunal decidirá una eventual controversia con la compañía. Le interesa profundamente el grado de seguridad jurídica que ofrezca el país y los tribunales –estatales o privados– ante los que deberá dirimir controversias en su carácter de accionista. Hay una tendencia mundial a que las cuestiones entre los accionistas de sociedades abiertas y éstas se diriman o se puedan dirimir ante tribunales arbitrales.

Mobius opinó que cuando intervienen estos tribunales de las bolsas de comercio hay una tendencia a que el conflicto se resuelva con el triunfo de la posición de la sociedad cotizante, en detrimento de la pretensión de accionista¹³. Sin embargo no agregó dato alguno que sustentara su parecer.

El art. 38 del decr. 677/01 supera esta objeción ya que tiene un tratamiento distinto para la sociedad cotizante y para el inversor, pues a éste le da la opción de elegir entre el tribunal arbitral o la justicia ordinaria, opción que no tiene la sociedad emisora.

En efecto, dispone que dentro del plazo de 6 meses contados desde la publicación del mismo las entidades autorreguladas deberán crear en su ámbito un tribunal arbitral permanente al cual quedarán sometidos en forma obligatoria las entidades cuyas acciones, valores negociables, contratos a término y de futuros y opciones coticen o se negocien dentro de su ámbito, en sus relaciones con los accionistas e inversores.

El decr. 677/01 dispone que quedan sometidas a la jurisdicción arbitral todas las acciones derivadas de la ley 19.550 y sus modificaciones, incluso las demandas de impugnación de resoluciones de los órganos sociales y las acciones de responsabilidad contra sus integrantes o contra otros accionistas, así como las acciones de nulidad de cláusulas de los estatutos o reglamentos y que del mismo modo deberán proceder las entidades autorreguladas respecto de los asuntos que planteen los accionistas e inversores en relación a los agentes que actúen en su ámbito, excepto en lo referido al poder disciplinario.

En protección del inversor, ordena que los reglamentos deberán dejar a salvo el derecho de los accionistas e inversores en conflicto con la entidad o con el agente, para optar por acudir a los tribunales judiciales competentes. En ese caso, cuan-

¹² Rovira, Alfredo L., *La remuneración de los directores*, en “El directorio de las sociedades anónimas. Estudios en homenaje al profesor consulto Dr. Carlos S. Odriozola”, Bs. As., Ad-Hoc, 1999, p. 199 y siguientes. Ver también Gagliardo, Mariano, *Pautas para la remuneración del directorio*, LL, 1988-C-68 y siguientes.

¹³ Mobius, *Cuestiones de gobierno corporativo desde la perspectiva del inversor institucional*.

do la ley establezca la acumulación de acciones entabladas con idéntica finalidad ante un solo tribunal, la acumulación se efectuará ante el tribunal arbitral.

Vemos entonces que la ley se inclina por el arbitraje de la especie conocida como institucional¹⁴, el que deberá estar a cargo de tribunales privados, ya existentes o a crearse, instituidos por las mismas entidades autorreguladas que intervienen en la oferta pública y cotización de valores negociables. La Bolsa de Comercio de Buenos Aires, con Mercado de Valores adherido, dispuso que en las cuestiones a que se refiere esta norma intervenga su Tribunal de Arbitraje General, de larga trayectoria y que tiene carácter permanente.

La Bolsa de Comercio de Rosario cuenta con el Tribunal Arbitral que la norma pone a su cargo constituir y la de Mendoza ya aprobó su reglamento aunque aún no comenzó a funcionar, no teniendo noticias de que otras entidades autorreguladas salvo las bolsas mencionadas, lo hayan hecho a pesar de haberse cumplido el plazo legal para ello.

6. El voto de las acciones que integran fondos administrados por inversores institucionales. Introducción al tema

Como ya dijimos, la actual tendencia en todo el mundo es que éstos concurren a las asambleas, y cada vez con mayor frecuencia.

En ciertos casos, a los que nos referiremos más adelante, existe obligación legal de concurrir, y en otros los operadores, sobre todo estadounidenses, participan impulsados por la responsabilidad legal que tienen frente a sus adherentes, del manejo de los fondos que se les confían.

No debemos perder de vista que las empresas que manejan fondos de terceros están a su vez sujetas a control, ya sea estatal o de sus propios asociados por lo cual les cabe también responsabilidades legales, además de las obligaciones éticas de *corporate governance* que las administradoras se imponen para satisfacer a sus clientes.

Como vemos, las administradoras de fondos cumplen constante y simultáneamente los roles de analistas y analizadas, controlantes y controladas, evaluantes y evaluadas.

Su entrenamiento en el ejercicio del derecho a la información y la transparencia del que hacen gala cuando ofrecen sus servicios, se vuelca a su vez en contra suyo cuando sus propios clientes a quienes inculcaron la bondad de esos valores les piden rindan cuentas de cómo actuaron como accionistas frente a una compañía en que tienen inversiones.

Ante este nuevo comportamiento del inversor individual que pide explicaciones e imputa responsabilidades, tanto extra como judicialmente, las inversoras, para prevenir y evitar reclamos por mala praxis en el manejo de sus inversiones contratan a su vez el servicio de consultoras especializadas que monitorean y asesoran sobre

¹⁴ Vanasco, Carlos A., *Bolsas y mercados autorregulados. Nuevo régimen arbitral*, LL, 2002-D-1256.

su voto en las juntas de las grandes compañías. Una de esas asesoras es la Investors Shareholders Service.

Los inversores institucionales hacen seguimientos individuales de las sociedades en que invierten, pidiendo información ampliada, estudiándola a través de los expertos que contratan, mantienen entrevistas con directivos de la compañía analizada que rara vez se niegan a sus requerimientos ya que cualquier reticencia puede generar un desvalor en la apreciación de los títulos de la empresa.

Es evidente que el gran inversor tiene una calidad diversa al accionista individual y que el volumen y representatividad de sus inversiones abre puertas que no se abrirían a un simple particular.

Pero todas estas gestiones tienen sus costos (recordar, como ejemplo, que el art. 14 inc. c, decr. 677/02, arriba comentado pone los gastos a cargo del accionista requirente) y por ello la administradora de fondos, evaluará la relación costo-beneficio de sus indagaciones lo que redundará a su vez en el dividendo final que obtenga su inversor. Como se ve un juego con un delicado equilibrio.

Ya dijimos que el sentido del voto en las asambleas societarias fue arma de lucha en los movimientos por los derechos humanos y ambientales o ecológicos de los años 60 y que se extienden hasta el presente¹⁵.

En la actualidad también es motivo de cuestionamiento. Aunque defendiendo otros intereses, los inversores hacen reclamos a sus administradoras sobre cómo ejercen el voto respecto de temas críticos.

El *management* de las inversoras tiene claro que su objetivo es la seguridad y beneficio en la inversión. No les es prioritaria la defensa de derechos. Sin embargo, al definir posiciones evalúan la incidencia de cuestiones de ese tipo en sus inversiones. Por ejemplo respecto de compañías tabacaleras, más allá de que el cigarrillo sea nocivo para la salud, analizarán si pueden ser o no pasibles de condenas judiciales o transacciones extrajudiciales que incidan en sus resultados anuales. Al pasar diremos que las compañías tabacaleras, las que explotan casinos y otro tipo de juegos y las fabricantes de bebidas alcohólicas son llamadas en la jerga “*sin* (peca-minosas) *companies*” y que dan habitualmente muy buenos dividendos.

Finalmente, y como contracara de lo que venimos analizando, se observa la naciente inquietud de muchas compañías en especial familiares y pequeñas que abrieron sus capitales y se embarcaron en cotizar en bolsas de valores durante el auge de los 90. Cansadas de los onerosos requisitos de transparencia y jaqueadas por la baja bursátil se están retirando de cotización. Así en Italia se registraron 135 salidas de la Bolsa entre 1996 y 2000, pero ni en ese país ni en la Bolsa de Alemania se registraron nuevos ingresos en el elenco de empresas cotizantes¹⁶.

¹⁵ Wapner, Paul, *Environmental activism and world civic politic*, State University of New York Press, 1996, donde el autor sostiene que el Estado no es más el único ni siquiera el objetivo predominante del activismo, estudiando los ejemplos de tres poderosas ONG: Greenpeace, World Wild Life Fund y Friends of the Earth y sostiene que en el mundo occidental, las compañías son objeto de creciente vigilancia por sus accionistas.

¹⁶ Diario “La Nación”, sección financiera, 14/6/03.

7. El más grande inversor institucional argentino. Las AFJP

En 1994 Argentina realizó a través de la ley 24.241 una reforma previsional agregando al régimen público, único existente hasta ese momento, un régimen previsional basado en la capitalización individual (art. 1°).

El pionero en América Latina en adoptar este sistema previsional fue Chile, en 1981. En la actualidad lo aplican también Brasil, Ecuador, Guatemala, Honduras, República Dominicana y fuera de nuestro continente, Bulgaria, España, la Federación Rusa, Kazajstán y Ucrania¹⁷.

8. El volumen de inversiones provenientes de las AFJP

Según el informe estadístico de sistemas privados de pensión en Latinoamérica n° 9, de mayo de 1999, de PrimAmérica, las AFJP argentinas a esa fecha tenían en conjunto invertidos en acciones el 18,5% de sus *portfolios*, mientras que invirtieron en deuda del Estado el 51,5% del mismo.

El total de las inversiones computadas alcanzaban a u\$s 12.502.860.000 por lo que en acciones de empresas argentinas la inversión representaba una suma de u\$s 2.325.531.960.

Desde ese informe al presente ha pasado mucha agua bajo el puente en nuestro país, por lo cual luego del *default*, la pesificación y la recesión, así como las modificaciones a la legislación previsional que disminuyó el aporte patronal al sistema, vale comparar con cifras al 20 de febrero de 2003¹⁸.

A esa fecha las inversiones de las AFJP ascendían a \$ 39.000.000 lo que representaba más del 130% de las reservas internacionales del Banco Central.

De ellos:

- a) el 2,63% estaban colocados a plazo fijo;
- b) el 12% en letras del Banco Central (Lebac);
- c) el 75,64% concentrado en títulos públicos nacionales de los cuales más del 65% corresponde a los préstamos del gobierno nacional garantizados;
- d) el 1% en títulos emitidos por gobiernos provinciales y municipales;
- e) el 1,24% en obligaciones negociables, es decir deuda privada;
- f) el 1% en fondos comunes de inversión;
- g) el 7% en acciones de empresas locales (las más frecuentadas Pérez Compañ, Siderar, Molinos, Telecom, Aluar, Transportadora Gas del Sur y otras). Este porcentaje representa \$ 2.688.000.

¹⁷ Castoriza, Jorge, su exposición en Jornadas sobre el Proyecto de Ley de Transparencia y Mejores Prácticas, organizadas por el Ministerio de Economía de la República Argentina, 1/12/00.

¹⁸ Diario "Ámbito Financiero", 20/2/03, p. 9.

Estos valores expresan el peso e importancia que tiene en la actualidad estos inversores institucionales, que son por su envergadura los primeros del país. A su vez representan los intereses de millones de trabajadores que aportan al sistema.

Al 31 de mayo de 2003 se encontraban afiliados al sistema 9.242.171 individuos en 12 AFJP. Las primeras en número de afiliados eran: Orígenes, Consolidar y Siembra¹⁹.

9. Normativa que rige las inversiones de las AFJP

Los ahorros forzosos de afiliados al sistema ingresan en un fondo de jubilaciones y pensiones (art. 82 y ss., ley 24.241) administrado por la respectiva AFJP (art. 58 y ss.) elegida libremente por el aportante.

Con esos aportes la AFJP hará inversiones conforme pautas establecidas por los arts. 74 al 81 y concs. y disposiciones reglamentarias.

Entre las inversiones permitidas están las acciones de sociedades anónimas mixtas o privadas con oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores y acciones de compañías que cotizan en bolsas extranjeras aprobadas por la CNV.

El art. 74 dispone que el activo del fondo de jubilaciones y pensiones se invierta de acuerdo a criterios de seguridad y rentabilidad adecuados, respetando los límites fijados por ella y sus normas reglamentarias.

Y, respecto de acciones:

- a) el inc. *h* fijó un máximo del 50% del fondo para invertir en acciones y sociedades anónimas nacionales, mixtas o privadas;
- b) el inc. *i* un máximo del 20% respecto de acciones de empresas privatizadas;
- c) el inc. *l* el 10% en títulos valores emitidos por sociedades extranjeras admitidas a la cotización en mercados que la CNV.

Existen obviamente otras inversiones autorizadas a las que no nos referiremos por exceder nuestro tema.

Los topes de inversión dentro del máximo legal permitido, variaron en el tiempo a través de las reglamentaciones, con fuertes incentivos durante los gobiernos de Ménem y De la Rúa y el ministerio de Domingo Cavallo a favor de los títulos públicos a fin de favorecer la financiación del Estado por medio de los fondos previsionales además de bancos. De allí el endeudamiento del Estado con las AFJP, que al 15 de abril de 2005 significaba que el 57,58% de los fondos del sistema dependían de pagos del Estado²⁰.

La composición del fondo administrado variará de acuerdo a las decisiones estratégicas de la respectiva AFJP que deberá ceñirse a las inversiones permitidas por la normativa, compuesta por el art. 74 que fija el tope máximo legal y sus reglamen-

¹⁹ Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP), Boletín Estadístico Mensual.

²⁰ Odriozola, Carlos S., su exposición en el Primer Congreso de Derecho Comercial y de los Negocios, Facultad de Derecho, UBA, 4/6/05.

taciones, cuya normativa el decr. 1605/94, art. 1° pone a cargo de la Superintendencia de AFJP.

No hay exigencia de que determinada inversión forme parte del “mix”, ni un mínimo de inversión, pero sí existe un techo o porcentaje máximo para cada tipo de inversión.

El art. 12, inc. *h* de la res. 465/96 (ahora reglamentado por la instrucción 29/01) de la Superintendencia de AFJP, en uso de facultades reglamentarias fijó un máximo de 35% del fondo computable para inversiones en acciones de sociedades nacionales y determinando por su art. 14, que en ningún caso el monto de la inversión en acciones de un mismo emisor podía superar el 2,5% del fondo computable, el 5% del capital del emisor o un monto que habilite a ejercer más del 5% del derecho a voto en toda clase de asambleas, lo que resulte menor.

Todo ello en miras a diversificar el riesgo, y que conforme lo que venimos exponiendo impide que los fondos sean tenedores de paquetes mayoritarios.

Para acciones de empresas privatizadas fijó una tenencia máxima del 14% del fondo computable (inc. *í*) y para los títulos de sociedades extranjeras el 7% (inc. *l*).

La Superintendencia de AFJP por instrucción 29/01 modificó los porcentajes que fijara la 465/96, elevando los correspondientes a acciones al máximo autorizado por el art. 74 de la ley 24.241. Recordemos que estos eran: acciones hasta el 50%, empresas públicas privatizadas hasta el 20%, y títulos emitidos por sociedades extranjeras hasta el 10%.

Por instrucción 42/02 se sustituye el art. 14, inc. *g* de la res. SAFJP 465/96 y se dispone respecto de las acciones de sociedades extranjeras que el monto de la inversión no podrá superar el 2,5% del fondo computable o un monto que habilite a ejercer más del 5% del derecho a voto en toda clase de asambleas, lo que resulte menor.

Se dispone que quedan incluidos en esa norma las inversiones indirectas mediante Certificados de Depósitos Argentinos (CEDEAR) y los American Depositary Receipt (ADR). Vemos que se consagra y convalida cuanto hemos venido diciendo acerca de que los inversores institucionales no son inversores en paquetes de control, sino que sólo pueden llegar a constituir minorías calificadas por concentrar un porcentaje significativo del capital o de los votos.

De todos modos las estadísticas demuestran que jamás los fondos de las AFJP invirtieron en acciones hasta o cercano al límite máximo impuesto por la normativa, ver acá²¹:

	31/12/01	31/12/02	31/5/03
Acciones de SA	9,40%	6,28%	7,11%
Empresas privatizadas	0,84%	0,26%	0,38%
Acciones en sociedades extranjeras		5.95%	5.75%

²¹ SAIP, Boletín Estadístico Mensual, cartera de las AFJP.

Esta proporción se sigue manteniendo al 15/4/05, la inversión del sistema en todo tipo de acciones era del 12,14%.

Para completar el panorama de las inversiones de las AFJP en acciones de compañías diremos que el art. 75 de la ley 24.241 prohíbe que los fondos realicen inversiones en: acciones de administradoras de AFJP; acciones de compañías de seguros; acciones de sociedades gerentes de fondos de inversión ya sean comunes, directos, de carácter fiduciario y singular; acciones de sociedades calificadoras de riesgo; títulos valores emitidos por la controlante, controladas o vinculadas del respectivo administrador, ya sea directamente o por su integración dentro de un grupo económico sujeto a un control común; acciones preferidas, y acciones de voto múltiple.

Las administradoras no podrán realizar operaciones de caución bursátil o extrabursátil con las acciones del fondo ni operaciones financieras que requiera constitución de prendas o gravámenes sobre su activo accionario.

10. El ejercicio del voto de las acciones que conforman los fondos administrados en la legislación argentina

Las acciones, con las demás inversiones, conforman un patrimonio independiente distinto del patrimonio de la administradora que pertenece a los afiliados (art. 82, ley 24.241).

Tienen obviamente incorporadas su derecho a voto en las asambleas societarias y siendo las administradoras titulares fiduciarias²² de las mismas, les corresponde ejercer el voto.

La pregunta es si lo ejercen. En nuestro país las AFJP tienen obligación legal de concurrir a las asambleas. La res. 465/96 de las AFJP en su capítulo V regula las responsabilidades y derechos de las administradoras.

Específicamente dispone: “art. 35. Las administradoras deberán concurrir a las asambleas de accionistas de las sociedades cuyas acciones hayan adquirido con recursos del fondo respectivo, representadas por mandatarios designados por su directorio, debiendo pronunciarse siempre respecto de las decisiones que se adopten. En su defecto, otorgarán mandato expreso a las entidades que efectúen la custodia para que ejerzan los derechos que le correspondieren como accionista. Se eximirá de esta obligación cuando las inversiones en acciones de una determinada sociedad representen un valor inferior al dos por ciento (2%) del derecho a voto en toda clase de asambleas y cuando la decisión de no concurrir esté fundamentada basada en el mejor interés para el fondo administrado, de cuyo caso deberá dejar debida constancia en el libro de actas de directorio de la administradora”.

Como se ve, existe una fuerte injerencia del ente regulador respecto del ejercicio de voto que corresponde a la masa de afiliados, siendo las AFJP sólo administradoras profesionales por cuyos servicios reciben una retribución (art. 67). Esta pro-

²² Villegas, Carlos G., *Administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones*, Santa Fe, Rubinzal-Culzoni, 1994, p. 197.

fesionalidad genera el deber del debido cuidado y las responsabilidades estudiadas por la doctrina y que recogen las legislaciones en la materia.

La presencia y participación en la asamblea que ordena la norma debe ser activa, a través de mandatarios designados por el directorio de la AFJP, pudiendo estos ser las entidades que efectúan la custodia de las acciones cuyo voto se ejercerá.

La no concurrencia se autoriza sólo en casos restringidos: a) cuando el derecho a voto de las acciones de la sociedad a cuya asamblea debe concurrir, represente menos del 2% de los votos totales, y b) cuando el directorio deje constancia en actas, con fundamento expreso que la no concurrencia está basada en el mejor interés del administrado.

11. Antecedentes en la legislación comparada

En Chile los antecedentes directos de esta disposición se encuentran en la legislación chilena²³ (art. 147 y 149, decr. ley 3500) que es minuciosa en regular la asistencia de las allí denominadas “Administradoras de Fondos de Pensión” –AFP– a las asambleas.

Los objetivos principales de la ley son asegurar que las AFP ejerzan todos los derechos que le corresponden y evitar que en el ejercicio de esos derechos actúen en contra de los intereses de los afiliados.

Para ello, ha establecido que las AFP no deben participar en las administraciones de las sociedades donde invierten para el fondo de pensiones y les prohíbe invertir en empresas relacionadas y actuar en conjunto con accionistas controladores.

Tampoco pueden votar en las juntas o asambleas por candidatos a directores relacionados con accionistas mayoritarios o controladores de la sociedad. Aunque existe controversia al respecto se entiende que estas entidades no pueden votar concertadamente en las juntas de accionistas, excepto para la elección de directores.

Hay disposiciones explícitas que obligan a las AFP a asistir a la junta de accionistas, a votar en cada uno de los acuerdos, salvo casos especiales señalados a votar en forma individual y a través de mandatarios designados por su directorio, a dejar constancia de sus votos en el acta de la junta de accionistas y a informar a la Superintendencia el fundamento del voto.

En Perú la participación de los fondos de pensión en las juntas de accionistas es voluntaria, pero si asisten y participan en las elecciones del directorio, tienen regulaciones que cumplir.

En Colombia tampoco existe obligación de asistir a la junta.

En cuanto a si se pueden votar candidatos relacionados a la AFJP, mientras en Argentina y Colombia no hay norma expresamente al respecto, en Chile sí está permitido pero no en Perú.

²³ Castoriza, Jorge, su exposición en Jornadas sobre el Proyecto de Ley de Transparencia y Mejores Prácticas, organizadas por el Ministerio de Economía de la República Argentina, 1/12/00.

En los Estados Unidos de América los fondos de pensiones voluntarios no tienen obligación de asistir a las juntas y votar, aunque existe una tendencia a exigir a los responsables de los planes de pensión una intervención más activa de los administradores del *portfolio* en juntas de accionistas.

La Carta de Avon, del 23 de febrero de 1994, es la comunicación dirigida a los Fondos de Pensión por el Pension and Welfare Benefits Administration (PWBA) del Departamento de Trabajo de los Estados Unidos de América, en su carácter de ente de control del Employee Retirement Income Security Act of 1974 (ERISA)²⁴.

En ella expone resultados de controles realizados y hace advertencias y recomendaciones a los fondos respecto de las responsabilidades fiduciarias que les caben a dichos fondos de pensión sometidos a su control.

En la parte II de la Carta se sostiene que los deberes fiduciarios incluyen el ejercicio del voto en las asambleas de las compañías, cuyas acciones integren el fondo y que la delegación de esta obligación constituye una violación al deber fiduciario; que la delegación en el agente inversor de la decisión de manejar, adquirir o disponer de los títulos, no debe incluir la facultad de disponer del voto, el que siempre debe ser ejercido por el fondo fiduciario.

La delegación del voto podrá hacerse solamente si se reserva el derecho a dirigir el sentido del voto, e insiste en que es obligación del fiduciario actuar solamente con el fin de obtener beneficio para los adherentes del plan, por lo cual les está prohibido a los fondos de pensión subordinar esos intereses a objetivos no relacionados con la obtención de beneficios para sus participantes.

12. Delegación del voto

a) En el sistema argentino

El art. 35 de la res. SAFJP 465/96 determina que la administradora deberá concurrir a las asambleas representadas:

- 1) por mandatarios designados por su directorio,
- 2) por las entidades que efectúen la custodia de la acciones, otorgando mandato expreso a tal fin.

El decr. 677/01 de transparencia de mercados ha dispuesto en su art. 70, inc. *b* que la Comisión Nacional de Valores deberá establecer pautas referentes al voto ejercido por las entidades que sean titulares de acciones por cuenta o interés de terceros, bajo fideicomiso, depósito u otras relaciones jurídicas afines, cuando los respectivos contratos así lo autoricen, situación en la que, convenimos, se encuentran las AFJP.

Esta norma y la que trataremos a continuación aún no fueron reglamentadas por la CNV, pero seguramente tendrán en el futuro creciente aplicación ya que la tendencia mundial, como venimos viendo, es el crecimiento de las inversiones insti-

²⁴ Fuente: <http://www.lens-library.com/info/dolavon.html>, 3/3/05.

tucionales y de una mayor participación de accionista individual en las decisiones de las sociedades en las que invierte.

En el inc. c se recoge y legisla sobre la solicitud pública de poderes, buscándose asegurar el derecho de información plena del inversor, a fin de que pueda determinar si otorga o no los poderes que se le requieren para votar en su nombre en determinada asamblea de una sociedad de la cual es accionista.

Dispone que los accionistas que deseen solicitar en forma pública el otorgamiento de poderes a su favor, deberán hacerlo conforme la reglamentación que a tal efecto establezca la CNV (que como ya dijimos no reglamentó aún).

Las personas que promuevan dicha solicitud tendrán que poseer como mínimo, el 2% del capital social representado por acciones con derecho a voto y una antigüedad como accionista de por lo menos un año, y deberán cumplir con los requisitos formales que establezca la CNV.

El mandato será siempre revocable y deberá ser otorgado para una asamblea determinada. Los accionistas que promuevan dicha solicitud serán responsables por las informaciones del formulario de poder a ser registrado ante la CNV, y por aquella información que se divulgue durante el período de solicitud, debiendo dicha información permitir a los accionistas tomar una decisión con pleno conocimiento de causa. Los intermediarios que participen en dicha solicitud deberán verificar en forma diligente la corrección de dicha información.

b) En el derecho norteamericano

Los señalamientos que se hacen a continuación son ilustrativos de que nuestra reciente legislación sobre delegación de voto se inspira en estas disposiciones.

La sección 14 de la Securities Exchange Act de 1934 es la fuente de la regulación federal norteamericana para el procedimiento por el cual se obtiene poderes de accionistas de compañías abiertas. Como en otros aspectos regulatorios sobre títulos valores, se busca asegurar a los inversores que tengan información fidedigna y adecuada antes de que ejerciten su derecho de voto.

Por ello la sección 14 a considera ilegal que cualquier persona requiera poder, consentimiento o autorización de tenedores de valores registrados, en violación a las normas de la SEC. Cuando el *management* de la corporación requiere poderes de los accionistas la compañía debe, por ejemplo, proveer a éstos de documentos denominados “declaraciones del apoderado” que contiene la información requerida por la norma.

Así también la sección 14 b autoriza a la SEC a dictar normas que determinen cuando es contra la ley que un *broker* registrado otorgue poder, consentimiento o autorización respecto de títulos valores que tiene depositado en la cuentas de sus clientes.

La sección 14 c, agregada en 1964, establece la misma exigencia respecto del *management* de la compañía. Al respecto es interesante mencionar el caso “Studebaker Corporation v. Gittlin”²⁵ en que un accionista deseoso de conseguir cambios

²⁵ 369 F. 2d, 692, 2d. Cir. 1966.

en el directorio, buscó obtener poderes de otros accionistas para representarlos en la asamblea.

Primero intentó que la compañía le facilitara la lista de accionistas a fin de dirigiéndose requiriendo poderes, pero conforme al estatuto social solamente tenía derecho a consultar la lista quien fuera accionista por más de 6 meses y titular de acciones que superaran el 5% del capital social. Al no reunir tales requisitos trató que otros accionistas se le adhirieran. Obtuvo autorizaciones de otros 42 tenedores que lo facultan a requerir la lista a la compañía, ya que en conjunto superaban el 5% del capital. Los tribunales dijeron que esas autorizaciones que obtuvo constituían “poderes consentimientos o autorizaciones” a los que se refería las secciones 14 a y 14 a, 1 y que Gittlin las había violado al no haber cumplido el requisito de la SEC de entregarles a esos 42 accionistas la documentación y declaraciones exigidas a quienes solicitan poderes²⁶.

c) Historia de la delegación del voto en los Estados Unidos de América

El voto en las asambleas por poder (*proxy*) tiene una antigua tradición en dicho país. En 1911 se legisla en el Estado de Nueva York, y a partir de esa fecha devino un método predominante en todos los otros Estados muy rápidamente.

El requerimiento de poderes, frecuente en la práctica americana, se utiliza principalmente para obtener en las asambleas votos favorables en la elección de directorio, y son en general, requeridos por la dirigencia vigente, que busca asegurar la continuidad de la conducción. En la actualidad, el *proxy* tiene en Estados Unidos de América una dimensión extraordinaria y existe legislación, doctrina y prácticas muy específicas al respecto, así como agencias destinadas a la recolección de poderes.

d) Voto divergente

Fuera ya de la delegación del voto en el marco y con el alcance que vimos en los párrafos anteriores, nos referimos ahora a la regulación por parte de la CNV de la emisión y ejercicio del voto divergente en las asambleas de entidades que se encuentran en el régimen de la oferta pública.

Esta situación se puede presentar con frecuencia respecto de los inversores institucionales en su carácter de depositantes de acciones que integran sus fondos administrados en entidades –bancos, agentes de bolsa, etc.– a las que instruirá sobre el voto a emitir como titulares fiduciarios de esas tenencias depositadas en cuentas o subcuentas en dichas entidades.

Dado que el tema excede los límites de este trabajo, valga sólo recordar que la doctrina se ha preguntado y alguna legislación ha normado, acerca de si el titular de un paquete de acciones puede en las asambleas votar en un sentido con parte de ellas y en el sentido contrario con el resto. La respuesta determina consecuencias jurídicas de diverso carácter²⁷.

²⁶ Clark, Robert C., *Corporate law*, Little Brown and Company, 1986.

²⁷ Ver Jaeger, Pier G., *Il voto 'divergente' nella società per azioni*, “Quaderni di giurisprudenza commerciale”, Milano, Giuffrè, 1976, p. 1 y siguientes.

Los autores distinguen entre acciones de propiedad del titular, y acciones que siendo propiedad de una persona física o jurídica se encuentran a nombre de un titular fiduciario.

En este caso, se opina que el propietario tiene derecho a dar instrucciones al fiduciario sobre el sentido del voto que corresponde a sus acciones, y se repara en la particular situación en que se encontrará éste cuando profesionalmente representa a múltiples propietarios que podrían dar instrucciones contrarias entre sí.

Ello lleva a distinguir pues, entre el voto del propietario de las acciones que debería emitir un “voto único” y el voto del titular fiduciario, al que la doctrina y alguna legislación, entre ellas la que veremos en el próximo párrafo autorizan, bajo ciertas condiciones y formalidades, ejercer el denominado “voto divergente”.

La res. gral. 300/97 modificatoria del Cap. II, Libro I, de Normas de la CNV, dispone que el emisor de los votos divergentes deberá presentar al respecto una declaración jurada cuando actúe ejerciendo el derecho de voto correspondiente a títulos de su propia cartera y a títulos de terceros. Deberá consignar en ella que su actividad es habitual, que la desarrolla profesionalmente, que conoce y son clientes los propietarios de los títulos valores acreditados en la subcuenta donde están depositados y que actúan en el manejo de dichos títulos siguiendo instrucciones de votar en sentido divergente.

13. Otro inversor institucional: los fondos comunes de inversión

Como ya dijimos se encuentran registrados en la Cámara de Fondos Comunes de Inversión de la República Argentina 200 fondos²⁸. Dado que la composición de los fondos puede ser pura (plazos fijos, acciones, etc.) o mixta, no es posible obtener información precisa de las operaciones en acciones que estos realizan, pues si bien existen algunos fondos sólo de acciones, la mayoría tiene composición mixta, integrado parcialmente por inversiones en acciones. De allí que no puede determinarse con precisión la incidencia de sus operaciones en el mercado. A la misma fecha cotizaban 12 fondos comunes de inversión cerrados en el Mercado de Valores de Buenos Aires.

Conforme el art. 1° de la ley 24.083, que regula estos fondos, pueden integrarse con valores mobiliarios con la oferta pública en el país o en el extranjero debiendo invertirse como mínimo un 75% en activos emitidos y negociados en el país (art. 6°).

Por disposición del art. 7° la gestión del haber del fondo no puede ejercer más del 5% del derecho a voto de una emisora, cualquiera sea su tenencia; por el inc. c no pueden adquirirse valores emitidos por la entidad controlante de la gerente o de la depositaria en una proporción mayor al 2% del capital. Las acciones adquiridas en este supuesto carecerán de derecho a voto mientras permanezcan en el fondo. Por el inc. d no puede constituirse la cartera con acciones que represente más del 10% del pasivo total de una misma emisora, conforme el último balance general o subperiódico conocido, y por art. 8° salvo en cuanto al ejercicio de derecho de voto las limitaciones establecidas por la ley pueden excederse transitoriamente cuando se ejerci-

²⁸ Información del señor Leonardo Di Pietro, área caución, Cámara de Fondos Comunes de Inversión de la República Argentina, 5/5/05.

ten derechos de suscripción o de conversión o se perciban dividiendo en acciones debiendo establecerse tales límites en el término de 6 meses a constar desde la fecha en que se produjo el exceso.

Como se ve, existen en la ley y la mecánica de los fondos de inversión motivos suficientes como para que las entidades gerentes concurren a las asambleas. A pesar de ello la ley argentina no tiene disposición específica alguna que obligue a las gerentes de los fondos comunes a concurrir.

Al no existir obligación, las administradoras pueden libremente decidir si asisten o no y la experiencia demuestra que los fondos argentinos no concurren a las asambleas y que se mantienen en una condición pasiva frente al ejercicio de los derechos políticos siguiendo la política de considerarse inversores y no accionistas.

14. Conclusiones

Los inversores institucionales están expandiendo aceleradamente su presencia en los mercados globalizados. Las acciones de compañías públicas son inversiones frecuentes, tales compañías se adecuan a los requerimientos de estandarización de parámetros de evaluación que necesitan los inversores institucionales para cumplir su cometido profesional, especialmente a través de los principios del *corporate governance*.

Por Internet pueden consultarse las páginas de grandes compañías que informan a sus actuales o posibles inversores sobre diversos aspectos de su estructura empresarial y posición financiera e incluyen los principios de *corporate governance* que siguen (entre muchas otras, por ejemplo, la sesquicentenaria metalúrgica alemana Wurttembergischenmettalfabrik –WMF–).

Las legislaciones también se adecuan a esta realidad, Argentina lo ha hecho a través del *decr. 677/01*. En esta norma también se encuentran disposiciones, sobre el voto de titulares de acciones por cuenta o interés de terceros y sobre solicitud de poderes para votar en asambleas. Las AFJP en su conjunto son los mayores inversores institucionales del país y en la actualidad tienen invertidos en acciones de sociedades anónimas alrededor del 5% de sus activos disponibles, porcentajes que obviamente fluctúan.

Siguiendo la tendencia mundial, las disposiciones de la ley 24.241 y reglamentación que regulan sus inversiones impiden que sean tenedores de paquetes de control, aunque sí pueden llegar a manejar minorías calificadas. Tienen obligación legal de concurrir a las asambleas a ejercer el voto en su condición de titulares fiduciarias de esas acciones. Los fondos comunes de inversión pueden hacer inversiones en acciones que coticen en la actualidad grandes inversores en acciones, aunque no existen datos sobre las tenencias totales de estos fondos.

© Editorial Astrea, 2005. Todos los derechos reservados.