

PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS

Augusto Adrianzén*

Los inversionistas son partícipes esenciales en el Mercado de Valores. De éstos, un gran número lo es al haber adquirido valores representativos de derechos de participación, como acciones. El porcentaje mayoritario de los precitados accionistas lo constituyen pequeños inversionistas privados que inyectan dinero en la economía y en la industria, los cuales son considerados accionistas minoritarios. En consideración a lo señalado, es de interés conocer cuáles son los beneficios que la ley otorga a este tipo especial de accionistas al interior de las Sociedades Anónimas Abiertas (S.A.A.).

I. INTRODUCCIÓN

La anterior Ley General de Sociedades - Ley 16123, modificada por el Decreto Legislativo 311 - que rigió hasta el 31 de diciembre de 1997, se orientaba fundamentalmente a aquellas empresas con alta concentración accionaria, no estableciendo, en consecuencia un mecanismo adecuado de protección a favor de los inversionistas en aquellas empresas con gran número de accionistas. Por ello, luego del auge experimentado a partir de la década del ochenta en la negociación de acciones a través de mecanismos centralizados de negociaciones, como es el caso de la Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores Lima (BVL), fue necesario establecer un marco legal que facilitara la canalización de inversiones privadas en empresas cuyas acciones se cotizaban en Bolsa.

En ese contexto, con fecha 24 de diciembre de 1991 se dictó la Ley de Promoción de la Inversión Privada en las Sociedades de Accionariado Difundido - Decreto Legislativo 672 - , que consideraba de pleno

La sociedad Anónima Abierta se caracteriza por la presencia de un gran número de accionistas que individualmente no poseen una participación significativa del capital social. Ello, implica que dichos accionistas no puedan influir en las administración de las referidas sociedades, quedando sin protección sus intereses frente a la actuación de los accionistas mayoritarios y a la de los órganos de administración de la sociedad.

En el presente artículo, el autor nos describe los mecanismos que se han regulado a fin de que los accionistas que califiquen como minoritarios cuenten con una protección adecuada de los derechos que les corresponden como tales, de tal manera que el Mercado de Valores se desarrolle eficientemente.

* Abogado.

derecho como tales a aquellas sociedades anónimas en las que no menos de mil accionistas fueran titulares de por lo menos el 25% del capital social suscrito.

El precitado dispositivo adicionalmente establecía, entre sus particularidades, que el estatuto de la denominada sociedad de accionariado difundido no podía contener disposición alguna que restringiese la libre negociación y transferencia de las acciones en Bolsa y su negociación en Rueda. Igualmente, no reconocía e invalidaba la concesión de derechos preferencias a accionistas para adquirir acciones en caso de transferencia de éstas.

Asimismo, dadas las características peculiares de ese tipo de sociedades, dispuso que las Juntas Generales de Accionistas podían llevarse adelante con un quórum menor al exigido para las otras sociedades anónimas y adicionalmente, podían ser convocadas hasta en tres oportunidades.

También estableció la obligación de dichas sociedades de informar a sus accionistas en cuanto al número, valor nominal, porcentaje accionario y derechos que le correspondían a las acciones de su propiedad.

Finalmente, con el objeto de garantizar un adecuado cumplimiento de la Ley, así como el de proteger al accionista minoritario, la misma norma dispuso que la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) se encargará de supervisar, en forma permanente, las actividades de las sociedades de accionariado difundido, estableciendo una serie de atribuciones y deberes en cuanto a la exigencia de la presentación de cierta información a los accionistas, convocatoria a juntas, supervisión de elecciones y representantes y resolución, en vía administrativa, de cualquier asunto relativo al proceso de elección de Directores y Representantes.

De otro lado, la antigua Ley del Mercado de Valores - Decreto Legislativo 755 del 8 de noviembre de 1991 -, cuya parte pertinente fue derogada por la Tercera Disposición Final de la Ley 26887 - Ley General de Sociedades; consideraba S.A.A. a aquellas sociedades anónimas que realizaban oferta pública de sus acciones o cuyo capital social se encontraba en poder de más de 25 accionistas, que poseyeran en conjunto más de 30% del capital social, sin que, individualmente, ninguno alcanzara más de 5%. Adicionalmente, la misma norma consideraba S.A.A. a las sociedades que tuvieran emitidas, por oferta pública, accio-

nes con preferencia sin derecho a voto o títulos representativos de obligaciones convertibles en acciones en una proporción acumulada superior al 25% del capital social.

Siguiendo el mismo principio que el establecido en la Ley de Promoción de la Inversión Privada en las Sociedades de Accionariado Difundido, antes mencionada, el Decreto Legislativo 755, establecía que las S.A.A. se encontraban sometidas al control y supervisión de CONASEV, pudiendo dicha institución convocar a Junta General de Accionistas, cuando oportunamente no lo hubiere efectuado el directorio de la sociedad.

Actualmente, la Ley 26985 - Ley de Protección al Accionista Minoritario de las Sociedades Anónimas Abiertas, publicada el 29 de octubre de 1998, establece diversas disposiciones que deben cumplir las S.A.A., las mismas que tienen por objeto proteger los derechos de sus accionistas minoritarios al interior de las S.A.A. reguladas por la Ley General de Sociedades.

Si bien, podría considerarse que la nueva Ley General de Sociedades establece similares condiciones a las ya comentadas para que una sociedad anónima sea considerada como S.A.A., teniendo en cuenta los cambios que ha introducido al respecto, conviene definir de un lado qué entiende nuestro Derecho Positivo como S.A.A. y a partir de ello establecer a quién debe considerarse Accionista Minoritario.

1. QUÉ DEBE ENTENDERSE POR SOCIEDAD ANÓNIMA ABIERTA

De acuerdo a la Ley General de Sociedades, la S.A.A. es una de las formas especiales de sociedad anónima, la misma que queda configurada por las características que allí se establecen.

Sin embargo, en una primera aproximación a este concepto, consideramos oportuno y de utilidad señalar lo que la doctrina entiende por S.A.A. o *Corporate System*, en contraposición con la llamada Sociedad Anónima Cerrada (S.A.C.) o *Close Corporation*.¹

En primer lugar, atendiendo a la forma cómo se relaciona con el exterior, la S.A.A. ha sido definida como "un mecanismo jurídico emisor de títulos negociables (...) para recoger el ahorro público"; a diferencia de la S.A.C. que no acude al mercado de valores, básicamente atendiendo a sus rasgos internos y en tanto que es identificada por una sociedad relativa-

¹ Estas diferencias han sido explicadas por NGO BA THANH. "La Sociedad Anónima Familiar". Hispano Europeo. Barcelona, p. 171 y ss.

mente pequeña o familiar, no teniendo, en términos reales, capacidad de competir por los recursos de los agentes superavitarios disponibles en el mercado".²

Por otra parte, atendiendo a sus rasgos internos, la diferencia entre una S.A.A. y una S.A.C. se manifiesta en dos aspectos: A) El comportamiento interno de los socios es sustancialmente distinto según se trate de cada tipo societario. En la S.A.A., que capta el ahorro de los inversionistas vía subscripción pública, existe una relación itálica *intuitu pecuniae* pues el contrato social se celebra o se mantiene basándose en el aspecto exclusivamente económico; mientras que en la S.A.C., existe una relación itálica, es decir, basado en la confianza mutua, prevaleciendo las relaciones personales entre ellos. B) En la S.A.C. se considera que las calidades de administrador y propietario coinciden, mientras que en la S.A.A. no existe esta coincidencia, existiendo diversos grados de relación entre la propiedad y la gestión.³

De otro lado, el artículo 234 de la Ley General de Sociedades establece que una sociedad anónima puede sujetarse al régimen de la S.A.C. cuando tiene no más de veinte accionistas y no tiene acciones inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores. En definitiva, la S.A.C. es bastante similar a una sociedad comercial de responsabilidad limitada, pues entre otros rasgos comunes, sus socios no pueden ser más de veinte, existen limitaciones a la libre transferencia de acciones, y su organización administrativa puede funcionar sin directorio.

Teniendo en cuenta que las S.A.A. constituyen un instrumento mediante el cual se facilitan las inversiones privadas tanto de grandes como de pequeños inversionistas, es necesario que sus acciones sean libremente negociables, es decir, libremente transferibles, a diferencia de lo que sucede en la S.A.C., que es básicamente una sociedad de personas caracterizada por restricciones a la transmisibilidad de las acciones, pues se trata de mantener la identidad del socio.

Si bien las diferencias expuestas parecen haber sido tomadas en cuenta por el legislador a la hora de definir qué se entiende por S.A.A. o S.A.C. en nuestro ordenamiento, no hay una coincidencia exacta de conceptos. Es así que el ordenamiento legal peruano construye un concepto propio, el mismo que se basa en determinadas características también propias que la Ley General de Sociedades enumera.

De acuerdo a lo establecido por el artículo 249 de la Ley General de Sociedades, a efectos de ser considerada como tal, la S.A.A., ha de cumplir, cuando menos, una o más de las siguientes condiciones: i) haber hecho oferta pública primaria de acciones u obligaciones convertibles en acciones; ii) tener más de setecientos cincuenta accionistas; iii) más del 35% de su capital debe pertenecer a 175 o más accionistas, sin considerar dentro de este número aquellos accionistas cuya tenencia accionaria individual no alcance al dos por mil del capital o exceda del 5% del capital; iv) constituirse como tal; y v) que todos los accionistas con derecho a voto aprueben por unanimidad la adaptación a dicho régimen. Debe tenerse en cuenta que conforme al artículo 263, la adaptación a S.A.A. tendrá carácter obligatorio cuando al término de un ejercicio anual alcance los numerales i), ii) o iii) antes nombrados.

2. QUÉ DEBE ENTENDERSE POR ACCIONISTA MINORITARIO

La antigua Ley del Mercado de Valores, aprobada por Decreto Legislativo 755, consideraba accionista minoritario a aquél que directa o indirectamente poseía una participación en el accionariado no mayor a la requerida para acceder a la elección de un director.

La Ley General de Sociedades, al no definir el concepto de accionista minoritario, permite comprender como tal a aquel accionista que cuenta con una reducida o ínfima participación en el capital social; o como aquél cuyo accionariado representa una parte considerable de la misma y que si bien no tiene el control, cuenta con los mecanismos que le permiten designar directores en el Directorio de la sociedad, y por tanto, acceder a información privilegiada o reservada de la sociedad. Se comprende de esa manera dentro del concepto de accionista minoritario a dos accionistas cuya posición, influencia e intereses en la sociedad pueden ser radicalmente distinto e incluso opuestos.

De otro lado, el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y Compra de Valores aprobado por Resolución CONASEV 630-97-EF-94.10 y publicado el 24 de octubre de 1997, considera participación significativa a toda tendencia directa o indirecta de acciones con derecho a voto que represente porcentajes iguales o superiores al 25% del capital social de una sociedad cuyas acciones representativas del capital social con

² SIERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo. "El Mercado de Valores en el Perú", Cultural Cuzco S.A. Lima, 199, p. 188.

³ Al respecto, puede verse GUBBINS, María Luisa. "La Sociedad Anónima Abierta en la Ley General de Sociedades". Tesis de Bachiller en Derecho, Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, 1987. p. 104 y ss.

derecho a voto se encuentren inscritas en una bolsa de valores.

Ahora bien, teniendo en cuenta lo antes expuesto, se considera necesario que la ley establezca un porcentaje pequeño a efectos de determinar a quién debe considerársele como accionista minoritario de una S.A.A. y, por lo tanto, gozar de todos los mecanismos de protección que debe otorgar el Estado.

Teniendo en consideración los escasos recursos del Estado y la mejor asignación de los mismos, se estima que los mecanismos de protección en los cuales interviene el Estado (como por ejemplo, los contenidos en la Ley de Protección a los Accionistas Minoritarios) deberían estar reservados para los accionistas que cuenten con una participación reducida y poco significativa en el capital social de una S.A.A.. Si bien es materia discutible y subjetiva la determinación de ese monto o porcentaje de acciones que deberían ser señalados para reconocer que un accionista minoritario puede acceder a mecanismos de protección administrativos, lo más conveniente sería considerar que este monto no debería superar el 5% por cuanto el artículo 255 de la Ley General de Sociedades señala que ese porcentaje es el mínimo para solicitar la celebración de Junta General de Accionistas en una S.A.A.

Aquellos accionistas de una empresa de la gran minería, industria, servicios o inversiones que cotizan sus valores en Bolsa, quienes no tienen una participación accionaria mayoritaria pero sí significativa en dichas S.A.A., pueden acceder a los mecanismos de conciliación, arbitraje o judicial contando con los medios suficientes para tener a su servicio la mejor asistencia profesional para el cuidado y defensa de sus intereses.

A partir de lo señalado en los párrafos precedentes, se considera que el Estado peruano puede lograr una mejor asignación y uso de los reducidos recursos con que cuenta, orientando los mecanismos de protección a aquellos accionistas minoritarios de las S.A.A. que cuenten con menos del 5% de participación accionaria.

De allí que la noción de accionista minoritario de nuestra ley tal vez pueda ser explicada con la diferenciación que hizo ya varios siglos atrás José de la Vega, quien refiere que en contraposición a los accionistas que integran el grupo de control en una

sociedad, hay otro que sólo busca una colocación a su capital (los **Príncipes de la Renta**); otros que se proponen simplemente comprar acciones para revenderlas a mayor precio (los **Mercaderes**) y otros que tienen como objetivo especular con las acciones en Bolsa (los **Jugadores**).⁴ Estos tres tipos de accionistas carecerían de *affectio societatis*, es decir, de interés por los negocios sociales, por lo que generalmente se ausentan de las juntas generales, lo que ameritaría algún tipo de protección especial por parte de la ley.

II. FORMAS DE PROTECCIÓN A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

La protección a los accionistas minoritarios de las S.A.A. que dispensa la ley, y que le da efectividad el Comité de Protección del Accionista Minoritario de CONASEV creado con tal propósito, es que éstos cuenten con una información adecuada, y adicionalmente reciban tanto sus títulos representativos de acciones como los dividendos a que tienen derecho.

Según información periodística publicada el día 9 de noviembre de 1999 en el Diario Oficial "El Peruano", en los últimos cuatro meses, el Comité antes mencionado había resuelto 94 controversias entre las S.A.A. y sus socios minoritarios por la titularidad de ciento dos mil acciones, cuya valorización superaría los quinientos mil nuevos soles. Asimismo se informó que la mayoría de reclamos correspondió a los sectores de servicios, minería y agroindustria.

1. PUBLICACIONES

De acuerdo con lo establecido por el artículo 2 de la Ley 26985, con el objeto de proteger efectivamente los derechos de los accionistas minoritarios, las S.A.A. tienen la obligación de publicar en un plazo que no excederá de los sesenta días de realizada la Junta Obligatoria Anual a que se refiere el artículo 114 de la Ley General de Sociedades, el número total de los títulos representativos de acciones no reclamados y el valor total de los mismos, según la cotización vigente en el mercado de valores. De igual modo, deben publicar el monto total de los dividendos no cobrados y exigibles conforme al acuerdo de declaración de dividendos indicando el lugar donde se encuentran los listados con información detallada, a efectos de que los accionistas minoritarios puedan reclamar sus títulos representativos de acciones y/o cobrar sus dividendos.

⁴ SERRA PUENTE-ARNAO, Gerardo: Op. cit., p. 191.

- a) Cuando estando en curso el proceso de publicaciones se produce una nueva emisión o entrega de acciones, debe ser comprendida en las publicaciones que resta realizar;
- b) Cuando ocurra lo señalado en el literal anterior, las publicaciones deben ser claras al distinguir los montos de las acciones y total de dividendos para que no exista confusión; y,
- c) Si concluido el proceso se producen nuevas emisiones de acciones, deben ser comprendidas en el proceso anual siguiente haciendo la distinción correspondiente.

Partiendo del principio básico de que toda información con que cuenten los inversionistas debe ser veraz, suficiente y oportuna, se considera adecuado que el precitado Comité, cumpliendo con sus funciones de proteger al accionista minoritario de las S.A.A., sin necesidad de incrementar los costos de las publicaciones, haya establecido la necesidad de que éstos cuenten con una información adecuada con el objeto de tener los elementos de juicio necesarios, a efectos de modificar su decisión de invertir o no en el valor.

Si bien, en el caso de publicaciones que deben efectuarse en el proceso anual siguiente señalando la nueva emisión o entrega de acciones que se hubiera producido luego de concluido el proceso de publicación, pareciera que no se está protegiendo adecuadamente al accionista minoritario, puesto que sólo contaría con la información incompleta, se debe tener en

cuenta que la ley sólo puede y debe proteger al accionista diligente.

El accionista diligente debería tomar conocimiento de los aumentos de capital, fusiones y escisiones que ocurran en el transcurso del ejercicio, pues la Ley General de Sociedades obliga a las S.A.A. a publicar avisos cuando ocurran estos eventos. Adicionalmente, por disposición del Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada aprobada por Resolución CONASEV 307-95/94.10, que es de aplicación a las S.A.A., éstas se encuentran obligadas a comunicar a la Bolsa de Valores y a CONASEV, hechos de importancia tales como aumentos de capital, fusiones, escisiones, convocatorias a juntas de accionistas, entrega de beneficios en acciones, efectivo o especie, fecha de entrega de acciones, dividendos u otro beneficio, figurando dichas comunicaciones en los boletines correspondientes que son puestos a disposición de los accionistas interesados, por lo que una vez culminado el proceso anual de publicaciones que dispone la Ley 26985, el accionista minoritario tiene a su disposición otros mecanismos que le permiten el acceso a la información adecuada para la toma de decisión respecto a sus valores.

Sin perjuicio de lo comentado, tanto la Ley 26985, la Resolución CONASEV 038-99EF/94.10 y la Resolución del Comité de Protección al Accionista Minoritario 81-99-EF/94.COPA, regula un procedimiento novedoso de protección que se espera, rinda los frutos esperados.