

# LA PROBLEMÁTICA DEL INVERSOR MINORITARIO EN EL MERCADO DE VALORES ARGENTINO.

## ANÁLISIS DE CASOS

**Mg. Mario Luis Perossa**

Universidad de Buenos Aires

[marioperossa@yahoo.com.ar](mailto:marioperossa@yahoo.com.ar)

**L. A. Pablo Waldman**

Universidad de Buenos Aires

[wallynet@gmail.com](mailto:wallynet@gmail.com)

### **Resumen:**

Los mercados organizados son el vehículo idóneo para dirigir la inversión hacia el sistema productivo, a través de la captación del ahorro público para favorecer la financiación de proyectos e incentivar la producción.

Por otra parte, los inversores cuentan con alternativas para colocar sus ahorros en empresas de primera línea, a través de la compra de acciones, convirtiéndose de esta manera en accionistas de grandes compañías. Pero accionistas minoritarios.

Es un hecho que los grupos de control dirigen a las empresas en beneficio del grupo, y que cuando este toma decisiones otros grupos minoritarios pueden ver afectados sus intereses: el caso de la empresa Acindar es un sinónimo de ello.

### **Abstract:**

Regulated markets are the perfect investment vehicle to channel public savings into the productive system, financing projects and increasing output.

Investors can put their capital at work in blue chip companies by buying common stock in them, becoming minority shareholders in these large enterprises.

It is a fact that sometimes majority shareholders run their companies for their own benefit and the decisions they make can hurt the interest of the remaining shareholders: what happened with Acindar is a clear example.

### **Palabras Clave:**

Mercados de capitales, accionistas minoritarios, grupos de control.

## **Key Word:**

Capital markets: minority shareholders; majority shareholders.

## **Clasificación JEL: G11, G14, G32, G34.**

## **Introducción.**

El conflicto siempre latente entre accionistas mayoritarios y minoritarios, y la defensa de los derechos de estos últimos, es uno de los tópicos fundamentales del derecho societario. Esta necesidad de protección emana del hecho de que “las sociedades se rigen por el principio de las mayorías. Quien maneja la sociedad es esa mayoría y ésta llevará la dirección de los negocios sociales por el buen o el mal camino, arrastrando con ello a las minorías, que pueden ver que la política de la sociedad toma un rumbo equivocado pero con sus votos no pueden desviar las decisiones de esa mayoría”.<sup>1</sup>

En la Republica Argentina, la ley de Sociedades Comerciales (19.550) y sus modificatorias regulan prácticamente la totalidad de los aspectos organizacionales de las sociedades comerciales desde su composición hasta su liquidación incluyendo todas las particularidades concernientes a la relación entre los accionistas. A continuación se detallan algunas previsiones de especial interés para el accionista minoritario:

- Responsabilidad de los directores por accionar contrario a los intereses societarios.
- Acceso de los accionistas a información de la empresa.
- Derecho de los accionistas a rechazar la información contable anual provista.
- Derechos especiales en la asamblea de accionistas a tenedores minoritarios cuya participación exceda el 5%
- Protección ante incrementos de capital.

Sin embargo, en la práctica existen infinidad de casos donde un socio minoritario queda “a merced” del grupo de control y es forzado a venderle su parte a estos, o partes relacionadas, al precio que le sea ofertado ante la imposibilidad de encontrar otros inversores dispuestos a arriesgar su propio capital en una situación que se presenta a priori tan desventajosa. El reclamo por vía legal es pocas veces una alternativa deseable ya que el litigio es un proceso largo, incierto y costoso.

Párrafo aparte merece la situación de las Pymes familiares, siendo esta la estructura empresarial más numerosa en el mundo entero representando 90% del parque

---

<sup>1</sup> Crizul Fernández, “La protección de las minorías en las sociedades civiles y comerciales y el convenio de sindicación de acciones”, Revista Crítica de Derecho Privado, n° 3, p. 769.

empresarial y contribuyendo con el 50% del PBI y el empleo<sup>2</sup>. En ellas, las participaciones accionarias muchas veces se entremezclan con las relaciones afectivas. Dada esta configuración, la percepción de algún/os accionista/s de que sus derechos son menoscabados puede amenazar incluso la supervivencia de la organización misma.

Centraremos el enfoque de este trabajo en las empresas cuyo capital está abierto al público, ya que estas deben cumplir con una serie de requisitos formales en cuanto a la comunicación con sus accionistas. Esto genera un caudal de información que sería imposible replicar en la órbita privada para generar casos de estudio.

El mercado bursátil Argentino es visto por un sector mayoritario de la sociedad como un casino de reglas poco claras donde al final siempre se pierde. Esta concepción popular puede considerarse una versión radicalizada de los riesgos inherentes a cualquier operación de mercado pero también contiene una presunción de desigualdad y desprotección ante posibles abusos.

Un complejo conjunto de circunstancias (de mercado, sociales y económicas) configuran un cuadro que en principio, luce desalentador:

- Bajo volumen de operaciones.
- Bajo “*free float*”<sup>3</sup> en la mayoría de las especies.
- Incertidumbre legal.
- Anticuada plataforma de operaciones (SINAC)
- Desconfianza en los organismos de contralor gubernamental.
- Fuerte propensión cultural a la compra de dólares o la inversión inmobiliaria por considerarlos bienes tangibles y por ende más seguros.
- Elevados costes de transacción.

Desde el punto de vista internacional, Argentina es considerada un “mercado de frontera” por la empresa líder en generación de índices de mercado MSCI compartiendo esta clasificación con otros países en vías de desarrollo tales como Sri Lanka o Trinidad y Tobago. Comparativamente, “el mercado de capitales de Argentina muestra un menor desarrollo que el de otros países de la región y que el promedio de economías emergentes.”<sup>4</sup>

Sin embargo de todo lo expuesto, la bolsa Argentina debería ser una alternativa de inversión atractiva para el público local sea por vía directa (compra-venta de títulos) o indirecta (mediante la compra de Fondos de Inversión). Veamos por ejemplo la reacción del índice Merval frente a la última crisis:

---

<sup>2</sup> Hernandez Fernandez Lissette. Competencias esenciales y PYMEs familiares: Un modelo para el éxito empresarial. *Revista de Ciencias Sociales*, ago. 2007, vol.13, no.2, p.249-263.

<sup>3</sup> El “*free float*” de una empresa es la proporción de las acciones que razonablemente podrían transarse en el mercado, excluyendo por ello al grupo de control y otros socios estratégicos.

<sup>4</sup> Centro para la estabilidad financiera “El Gobierno Corporativo en la Argentina”. Quinto informe. Julio 2005 Pag 31..



Existen estudios que vinculan el desarrollo del mercado de valores con el crecimiento económico de una Nación mediante un incremento en la tasa de ahorro interno y un incremento cuantitativo y cualitativo de la tasa de Inversión<sup>5</sup>. Resulta entonces importante promover la participación de la población en general en la inversión bursátil.

Siguiendo el modelo adoptado por las autoridades estadounidenses tras el crack bursátil de 1929, la regulación Argentina pone un especial énfasis en la importancia de la divulgación rápida de toda información pertinente al andar de las empresas cotizantes:

“Uno de los objetivos centrales de las regulaciones de títulos y valores tiene como objetivo promover la divulgación material de la información requerida por mercados e inversores; esto significa incluir todos los aspectos de negociación del mercado y la financiación. La apertura de la información permite a los inversores –pero no al gobierno- realizar juicios sobre la viabilidad de los negocios de las distintas empresas y la posibilidad de comprar o no acciones, mientras que el gobierno federal –a través de la *Securities Exchange Commission*- requiere la exactitud –aunque no la garantice- de la información proporcionada por la emisora.”<sup>6</sup>

En nuestro país el rol de la SEC es cumplido por la Comisión Nacional de Valores (CNV), cuya antecesora fue creada en 1937 con funciones de naturaleza consultiva. Sucesivas reformas en 1946 (Ley 13.894) y 1969 (Ley N° 17.811) ampliaron su autoridad y su campo de acción hasta configurar su situación actual detallada en su página institucional:

“La Comisión Nacional de Valores (CNV) es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la República. La CNV fue creada por la Ley de Oferta Pública No. 17.811 y su objetivo es otorgar la oferta pública velando por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores.

La acción de la CNV se proyecta sobre las sociedades que emiten títulos valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de títulos

<sup>5</sup> Charles Amo Yartey, The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?, IMF Working paper/08/32 Pag 3-4.

<sup>6</sup> Perossa, M.; Díaz Uberman, D. y Waldman, P.: "La década de la reglamentación en los mercados de EEUU" , en Contribuciones a la Economía, febrero 2012, en <http://www.eumed.net/ce/2012/>

valores y sobre los intermediarios en dichos mercados. La acción de la CNV también se proyecta sobre la oferta pública de contratos a término, de futuros y opciones, sobre sus mercados y cámaras de compensación, y sobre sus intermediarios.”

Adicionalmente, en mayo de 2001 y por Decreto N° 67 7/2001 (B.O.: 28/05/01) se aprobó el Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, cuyo principal objetivo es el de asegurar la plena vigencia de los derechos consagrados en el artículo 42 de la Constitución Nacional<sup>7</sup>, instaurando un estatuto de los derechos del “consumidor financiero”, abordando aspectos de transparencia en el ámbito de la Oferta Pública y estableciendo un marco jurídico adecuado que eleve el nivel de protección del ahorrista en el mercado de capitales.

El considerando de este Decreto reafirma “como principio rector de la actuación de los administradores de los emisores, el interés social, precisado expresamente como el “interés común de todos los accionistas”, lo cual incluye, en el ámbito de las sociedades que acuden al mercado de capitales, la noción que en otros derechos y, en los mercados de capitales internacionales es aludida en términos de “creación de valor para los accionistas”.

Un efecto positivo de este deber de divulgación que le es impuesto a las cotizantes es la reducción de la manifiesta asimetría de información existente entre un grupo de control afianzado hace años en la conducción de la empresa y el accionista minoritario. En reiteradas ocasiones, la CNV debe intervenir en defensa del inversor individual frente a manejos discrecionales del grupo de control en asuntos tan vitales para la vida societaria como la distribución de resultados no asignados, el retiro de cotización u operaciones con partes relacionadas.

El Fondo Monetario Internacional afirma que “el riesgo político y la calidad institucional están fuertemente asociadas con el crecimiento de la capitalización total de un mercado de valores. Esto sugiere que el desarrollo de instituciones de alta calidad (entendidas como solución al riesgo político) pueden ser un factor importante en el desarrollo de los mercados de valores en mercados emergentes”.<sup>8</sup>

El “*think tank*” local Centro para la estabilidad financiera llega a una conclusión similar en su análisis del gobierno corporativo (GC) en el país: “El bajo desarrollo del Mercado de Capitales está estrechamente relacionado con la calidad del GC, con una relación causal que actúa en ambas direcciones: por un lado, el deficiente GC reduce la demanda de títulos por parte de los inversores, y, por el otro, el escaso desarrollo del mercado desalienta la entrada de nuevas firmas ante la percepción de que un mercado poco profundo no valúa correctamente las mejoras de GC. En este sentido, las firmas encuentran pocos incentivos para mejorar la transparencia y el

---

<sup>7</sup> “Los consumidores y usuarios de bienes y servicios tienen derecho, en la relación de consumo, a la protección de su salud, seguridad e intereses económicos; a una información adecuada y veraz; a la libertad de elección, y a condiciones de trato equitativo y digno. Las autoridades proveerán a la protección de esos derechos, a la educación para el consumo, a la defensa de la competencia contra toda forma de distorsión de los mercados, al control de los monopolios naturales y legales, al de la calidad y eficiencia de los servicios públicos, y a la constitución de asociaciones de consumidores y de usuarios”

<sup>8</sup> Charles Amo Yartey, The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?, IMF Working paper/08/32 Pag 3-4.

GC, mientras que los inversores se ven poco dispuestos a invertir en un mercado poco transparente. Por lo tanto, cualquier mejora en el marco institucional y en la comunicación al mercado de la cultura de las empresas en términos de las mejores prácticas de gobierno podrían reflejarse en una mayor participación en el mercado de capitales.”<sup>9</sup>

Establecidas ya la necesidad tanto de fomentar el desarrollo del mercado de capitales como la importancia que posee el accionar de la CNV al velar por los intereses del inversor, analizaremos a continuación un par de casos concretos y recientes para observar como son abordados estos conflictos en la práctica.

## **Acindar.**

Acindar comenzó sus operaciones en 1942 y es hoy en día el fabricante líder de productos siderúrgicos no planos en la Argentina. La empresa produce una amplia gama de productos en su planta integrada de producción de acero en Villa Constitución, y 9 plantas terminadoras de las cuales 8 se encuentran ubicadas en Argentina y la restante en Brasil. Es un proveedor clave para el sector industrial, el agro y la construcción.

Comenzó a cotizar en la Bolsa de comercio en 1948. La empresa ingreso rápidamente al panel líder y se consolidó como una de las principales alternativas de inversión en renta variable. Por tratarse de una compañía que fabrica y vende principalmente en el mercado local, era considerada por muchos operadores como la especie que mejor representaba el “riesgo Argentino”

La empresa fue retirada del mercado tras ser absorbida por su controlante ArcelorMittal mediante una oferta pública de adquisición voluntaria de acciones. ArcelorMittal es la mayor compañía siderúrgica mundial, con una plantilla de más de 310.000 empleados en más de 60 países.

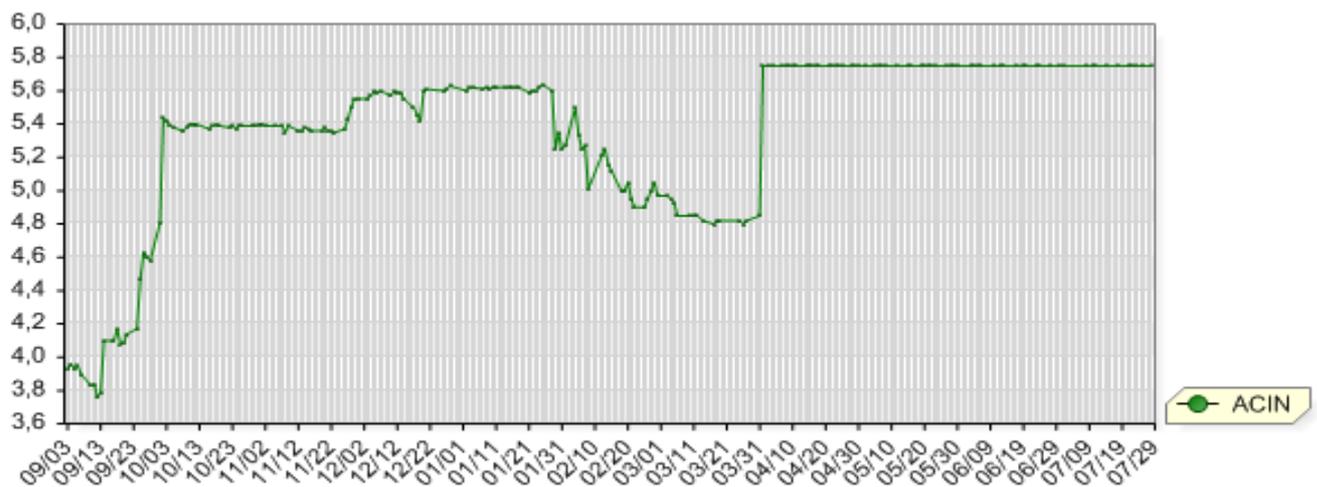
La operación marca el cruce de dos tendencias muy claras:

---

<sup>9</sup> Centro para la estabilidad financiera “El Gobierno Corporativo en la Argentina”. Quinto informe. Julio 2005  
Pag 31..

- El proceso de extranjerización de las principales empresas de capitales nacionales (Quickfood, Alpargatas, Quilmes, Perez Companc Energia, Loma Negra por citar algunos ejemplos). El caso de Acindar resulta especialmente grafico ya que la misma fue cobijada y protegida por el estado nacional bajo el objetivo estratégico de instalar a la industria pesada como motor de desarrollo nacional.<sup>10</sup>
- El proceso de consolidación del negocio del acero a nivel global. ArcelorMittal es el principal exponente de esta tendencia creciendo tanto por multibillonarias fusiones así como también mediante la adquisición en las últimas dos décadas de plantas industriales en mercados poco tradicionales tales como Trinidad y Tobago, Kazajistán, Rumania o Argelia.

En octubre del 2007, sin razón aparente los papeles de la empresa comenzaron una escalada que acumuló en dos semanas una ganancia del 27,9%:



Este movimiento definitivamente atípico en la especie desató una ola de rumores que tuvieron su correlato en la prensa especializada:

“La noticia del cierre del programa de recompra de acciones de la filial brasileña del mayor grupo siderúrgico del mundo, ArcelorMittal, en torno a los u\$s 590 millones, detonó un cúmulo de especulaciones sobre la suerte del papel de Acíndar.

Como la siderúrgica Argentina es controlada por la brasileña Belgo Mineira, que integra a su vez el grupo ArcelorMittal (el control de la Belgo lo tiene Arcelor que es el resultado de la fusión de Arbed de Luxemburgo, Aceralia de España y Usinor de Francia) surgieron fuertes rumores ayer en la plaza bursátil local apostando al lanzamiento de una oferta pública de compra de acciones de Acíndar (OPA). Las especulaciones se fundan en que la estrategia de crecimiento de Mittal no es proclive a compartir el paquete accionario de ninguna de sus controladas. En la

<sup>10</sup> Acindar recibió un conjunto de incentivos promocionales incluyendo exenciones impositivas, avales del estado nacional para recibir créditos, una importante protección arancelaria que le permitió trabajar sin amenazas de competencia externa, tarifas diferenciales para el consumo energético y demás insumos adquiridos a empresas públicas.

actualidad la Belgo ostenta más de 65% de las acciones de Acíndar, poco más de 16% está en manos de las AFJP y el resto en accionistas minoristas. Acíndar, presidida por Arturo Acevedo, podría entonces ser el próximo paso de la consolidación accionaria del grupo ArcelorMittal en la región. Ayer, en Brasil, Arcelor-Mittal informó que había concluido la adquisición de todas las acciones en circulación de Arcelor Brasil, que a partir de ahora pasará a llamarse ArcelorMittal Brasil. El cierre del capital de Arcelor Brasil es parte del proceso de fusión entre Mittal y Arcelor realizado el año pasado.”

Fuente: Ambito Financiero.

Como era esperable, la versión generó una segunda ola de compras que se reflejó tanto en precios crecientes como en un mayor volumen operado. La CNV pidió a las autoridades de Acindar una aclaración y recibió la siguiente respuesta:

Carta de Acindar:

# **Acindar**

Buenos Aires, Septiembre 17 de 2007

Sub-Gerencia Técnica y de Valores Negociables

**BOLSA DE COMERCIO DE Bs. As.**

At. Dr. Roberto Chiaramoni

Presente

Ref.: Versiones Periódicas – Recompra de Acciones.- CR: 179159

De nuestra mayor consideración:

Tenemos el agrado de dirigirnos a Ud. en respuesta a vuestra vista de fecha 14-09-07, referida al artículo periodístico del diario Ambito Financiero, a efectos de aclarar a Uds. que entendemos que el artículo referido hace mención a la OPA obligatoria que en función de una resolución del organismo de control de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones en Brasil (“CVM”), se vio obligada a llevar adelante la empresa Arcelor Brasil en dicho país.

Sin otro particular, saludamos a Ud. muy atentamente,

Carlos Gómez Nardo

Gerente de Asuntos Legales

Escasas dos semanas después, el día 2 de Octubre de 2007, la mayor siderúrgica del mundo hizo efectivamente una oferta de 542 millones de dólares para adquirir el 34,7 por ciento del paquete accionario de Acindar que aun no poseía.

El día 11 de octubre de 2007, la CNV mediante su resolución N° 15.755 sumario a la empresa, a los miembros del directorio y del consejo de vigilancia en relación con el expediente N° 1544/07, caratulado “ACINDAR s/Deber de Informar”. En mencionada resolución encontramos los siguientes párrafos que tocan muy de cerca al tema de estudio:

“La idea directriz de la nueva orientación (que procede del mundo anglosajón –del denominado *securities law*) es la puesta en práctica de una política de máxima publicidad de los datos relevantes de determinados sujetos que intervienen en el mercado de capitales, entre los cuales se encuentran las sociedades anónimas, que tenga en cuenta los distintos interesados partícipes en el mercado de capitales. Esta política en su orientación inicial exige la adopción de medidas para que circule una información suficiente, veraz y fiable, ...” (Derecho de Sociedades Anónimas – Derecho de Información del accionista- Gaudencio Esteban Velasco, Vol I, pag. 185).”

“ha sido correcto extender la sanción a directores y síndicos, conforme lo autoriza el artículo 12 de la Ley N° 22.315<sup>11</sup>, por cuanto en una sociedad anónima bursátil están sujetos a determinadas obligaciones y son pasibles de responsabilidad administrativa – directa o indirecta – en razón de la exigencia de proteger al inversor en títulos cotizables, en vista a la canalización del ahorro colectivo hacia los mercados de capitales, para proveer al desarrollo de la industria y del comercio...” (Expte. N° 73.976 “Comisión Nacional de Valores c/ Electromac S.A. s/posible incumplimiento al Capítulo XXVI de las Normas (N.T. 2.001)”.)”

Tras un litigio que se prolongo por más de un año, la CNV resolvió el 12 de enero del 2009 multar por 500.000 pesos a la empresa mediante su resolución N° 16.043. En ella la entidad afirma que “ACINDAR no fue diligente en la preparación y divulgación de la información que había recibido el mercado, ni en sus aclaraciones o rectificaciones que precisaba en resguardo de los intereses de sus accionistas y a fin de evitar eventuales asimetrías en perjuicio de los inversores (minoritarios)”

La defensa legal de la empresa giro sobre dos ejes:

- La decisión fue tomada en los “niveles más altos del grupo” sin intervención de empleados locales.
- La negociación fue llevada a cabo por un “equipo de trabajo ajeno a la empresa”.

Sin embargo, el fallo advierte que la especulación de prensa era lo suficientemente precisa como para que Acindar debiera formular “las ratificaciones, rectificaciones o aclaraciones (necesarias) mediante las comunicaciones del caso” citando como fuente las normativa del Reino Unido que indica que: “cuando una especulación de prensa o un rumor de mercado es en gran medida preciso y la información subyacente al rumor es privilegiada, es probable que el emisor no pueda demorar su

---

<sup>11</sup> ARTÍCULO 12.- La Inspección General de Justicia aplicará sanciones a las sociedades por acciones, asociaciones y fundaciones, a sus directores, síndicos o administradores y a toda persona o entidad que no cumpla con su obligación de proveer información, suministre datos falsos o que de cualquier manera, infrinja las obligaciones que les impone la ley, el estatuto o los reglamentos, o dificulte el desempeño de sus funciones. Se exceptúa de la competencia de la Inspección General de Justicia la aplicación de sanciones en los supuestos en que está a cargo de la Comisión Nacional de Valores.

divulgación ya que no está más en condiciones de asegurar la confidencialidad de la información”<sup>12</sup>

El dictamen encuentra también sustento en la resolución de la corte suprema de los Estados Unidos en el caso *Basic Inc. v. Levinson*, que indica que en el caso de fusiones o adquisiciones, el directorio de la adquirida deberá adoptar estrictas medidas para evitar que se filtre información o deberá emitir declaraciones formulando precisiones.

## **Angel Estrada.-**

Ángel Estrada, fabricante de productos escolares y de oficina, tiene una trayectoria de más de 140 años operando en el país y hoy reúne un envidiable portfolio de marcas que gozan de gran reputación entre los consumidores: Rivadavia, Laprida, America y Arte entre otras).

La empresa concentra su actividad productiva en la provincia de La Rioja donde procesa más de 15 mil toneladas de materiales, destinados tanto al mercado local como a la exportación en su planta automatizada de 72 mil metros cuadrados. Cuenta también con un importante centro de distribución propio en la localidad Bonaerense de Esteban Echeverría

La empresa comenzó a cotizar en la bolsa en el año 1940 bajo el *ticker* ESTR. La hiperinflación de los ochenta, las políticas neoliberales en los noventa y el crack sufrido tras el forzado abandono de la convertibilidad sumieron a la empresa en una delicadísima situación financiera. Finalmente se lanzó una suscripción de acciones que conjuntamente con la venta de ciertos activos (principalmente la tradicional unidad encargada de editar libros escolares, la participación en Pelikan Argentina) logro sanear la situación de la empresa a mediados de 2007.

Lamentablemente esto redujo el *floating* de la empresa hasta el 9% produciendo una situación de iliquidez prácticamente total en la plaza, típica de un subconjunto importante de las especies negociadas en el denominado panel general.

A partir de su saneamiento patrimonial la empresa comenzó a registrar importantes beneficios que fueron acumulándose en la cuenta de resultados no asignados, lo que provoco que la Cámara de Inversores en Valores Mobiliarios de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se ponga en contacto con la empresa para transmitirle su preocupación.

Dicha cámara es una asociación civil sin fines de lucro fundada el 22 de octubre de 1965 con el objetivo de “hacer conocer la opinión de los inversores minoritarios, y canalizar sus inquietudes con la esperanza de contribuir a forjar el gran mercado de capitales, que sus fundadores soñaban”.

Buenos Aires, 16 de septiembre de 2009

---

<sup>12</sup> *Financial Services Authority Handbook - Disclosure Rules and Transparency Rules - Dealing with rumors.*

Señor Presidente de Ángel Estrada S.A.  
Lic. Algardi Zslot Tibor Jenó  
Presente

De nuestra mayor consideración:

Tenemos el agrado de dirigirnos a Ud. para referirnos a la inquietud que nos han hecho llegar accionistas minoritarios de la empresa Ángel Estrada S. A. , con relación a la falta de distribución de las ganancias acumuladas de varios ejercicios, que casi representan un monto equivalente al capital en los resultados no asignados.

Es de hacer notar, que los últimos dividendos en efectivo fueron abonados hace quince años, el 07/04/93 y el 16/08/94, distribuyéndose \$ 999.988 y \$ 224.000 respectivamente.

Al parecer existe una actitud inexplicable hacia los inversores minoritarios, ya que en el Balance no se propone abonar dividendo alguno, a pesar de las ganancias que muestra el último ejercicio de \$ 13.451.292 y de los resultados no asignados de \$ 33.400.498, que es el equivalente al 78.5% del Capital.

Es decir, se nota una omisión injustificable hacia esos inversores, en consideración a la alta rentabilidad y los abultados beneficios obtenidos, que esperan la gratificación correspondiente a la inversión que mantienen estoicamente, pues están prácticamente condenados en el inexistente mercado secundario de las acciones de Ángel Estrada.

Casi un castigo, en lugar de hacerlos participar de los beneficios de la compañía, que ellos sostienen con sus propios ahorros.

Una realidad que debe reverse, en bien de los desprotegidos inversores y del mercado bursátil.

Esperando encontrar una posición favorable al reclamo señalado, aprovechamos la oportunidad para saludarlo muy atentamente.

Aldo Gasparroni  
Presidente

La nota encontró respuesta cinco días después:

Buenos Aires, 21 de setiembre de 2009.

Señor Presidente de la  
Cámara de Inversores en Valores Mobiliarios  
de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Aldo Gasparroni  
Presente

De mi consideración:

Impuesto de v/nota de fecha 16 de septiembre corriente, me dirijo a usted para dar respuesta a la misma.

Me extraña sobremanera que se hable de *“la falta de distribución de las ganancias acumuladas de varios ejercicios...”* cuando es de público conocimiento que durante varios períodos presentamos balances con quebrantos y patrimonio neto negativo que absorbió además la totalidad de la reserva legal y del ajuste integral. Entonces, hablar de *“ganancias acumuladas”* es incorrecto ya que los *“resultados de varios ejercicios”* fueron negativos.

*“Es de hacer notar que los últimos dividendos en efectivo fueron abonados hace quince años...”* como bien dice usted, pero no menos cierto es que en los últimos ejercicios las sucesivas crisis vividas, la necesidad de capital de trabajo, la falta de crédito en el sistema financiero, el deterioro del poder adquisitivo, y la creciente inflación, entre otras razones, llevaron a la sociedad a resultados negativos.

Recién en el ejercicio cerrado el 30.06.2007 se pudo sanear el Patrimonio Neto de la Sociedad, por la aplicación de diversas y drásticas medidas adoptadas por el Directorio de Estrada, tales como el aumento de capital a través de la emisión y suscripción de acciones realizada por el accionista mayoritario y la venta de sus consolidadas Pelikan Argentina SA y Editorial Estrada SA. Durante el ejercicio cerrado el 30.06.2009 se vendieron dos lotes de terreno ubicados en Carlos Spegazini.

Es de hacer notar también que, lamentablemente, casi ningún accionista evidenció inquietud alguna para acompañar a la Sociedad en esa oportunidad y una vez más fue el accionista mayoritario quien *“estoicamente”* suscribió acciones. Tiene usted razón, para este accionista será *“casi un castigo”* porque tampoco participará de los beneficios de la compañía, a la que primero acompañó en su saneamiento patrimonial y ahora contribuye en dar mayor solidez.

Estimado señor Gasparroni, entiendo perfectamente su preocupación en defensa de los accionistas minoritarios, pero le puedo asegurar que la conducta del Directorio de Ángel Estrada y Compañía siempre fue y es de máxima responsabilidad; tanto las medidas que se adoptan como las recomendaciones y/o propuestas que se efectúen son en beneficio de la Sociedad y por lo tanto, sus accionistas están protegidos.

Por último, la propuesta del Directorio a la próxima Asamblea de Accionistas de no distribuir dividendos la formula con el convencimiento de que mantener reservas es una medida prudente, porque recién se acaba de sanear el patrimonio de la empresa y porque se debe tener en cuenta la situación política y socio-económica del país.

Por todo lo expuesto, y por saberlo una persona idónea y versada en el tema, estoy convencido de que no solo comprende la actitud adoptada en beneficio de la Sociedad y de sus accionistas en esta oportunidad sino también convendrá que es una medida sana y prudente para el futuro inmediato de la empresa.

Por Ángel Estrada y Compañía SA  
Zsolt T. J. Agády  
Presidente

Cabe destacar que la CNV no interviene de ninguna manera tratándose estrictamente de una comunicación entre las partes. Esto se debe a que la decisión de distribuir utilidades emana simplemente de la voluntad societaria por lo que la no distribución de las mismas por decisión del accionista mayoritario no configura ninguna infracción sobre los derechos de los minoritarios.

Pero es cierto que la no distribución de utilidades sumada a una plaza altamente ilíquida genera una especie de “trampa” para el minoritario que no puede “salir” de su posición sin pagar una altísima prima de iliquidez que desvirtúa significativamente el precio ofertado en plaza frente al verdadero valor de la compañía.

Cabe destacar sin embargo que a partir del 2010, la empresa instituyó una política de dividendos en efectivo.

## **Conclusiones.-**

Es fundamental, especialmente en estos tiempos globalizados donde los capitales se mueven mas allá de los límites geográficos y a velocidades impensables apenas unas décadas atrás, defender los derechos de los accionistas minoritarios para fomentar la canalización del ahorro hacia el mercado de valores y el desarrollo Nacional.

Si bien el sumario inicio a la empresa Acindar culmino en una multa que puede parecer cuantiosa, la misma no se condice con el perjuicio económico incurrido contra numerosos accionistas particulares que vendieron durante el transcurso de

varias ruedas su participación en la empresa desconociendo hechos relevantes y trascendentales que deberían haberle sido informados.

Teniendo en cuenta por otra parte que la especie contaba con un activo mercado de derivados cuyo volumen operado se multiplico varias veces en aquellos días, las partes que operaron con información privilegiada aprovechando el efecto del apalancamiento que ofrecen las opciones obtuvieron una ganancia tal que anula el efecto punitivo de dicha sanción.

Por otra parte, es importante que los mismos accionistas minoritarios sea mediante una entidad que los represente o individualmente petitionen ante la empresa y/o las autoridades cuando vean menoscabados sus derechos mediante la presentación de notas o participando activamente en las asambleas de accionistas donde si bien tendrán que someterse a la voluntad de la mayoría su voz debe ser escuchada y su posición constara en las minutas de la misma.

## **Bibliografía**

- Crizul Fernández, “La protección de las minorías en las sociedades civiles y comerciales y el convenio de sindicación de acciones”, *Revista Crítica de Derecho Privado*, n° 3
- Hernández Fernández, Lissette. “Competencias esenciales y PYMEs familiares: Un modelo para el éxito empresarial”. *Revista de Ciencias Sociales*, ago. 2007, vol.13, no.2, p.249-263. ISSN 1315-9518.
- Héctor Helman, “Desarrollo del Mercado de Capitales: Un enfoque sistémico.”. Comisión Nacional de Valores, 2008.
- O’Neal F, “Oppression of minority shareholders: protecting minority rights”, *Saint Lewis law review*, 1987
- Centro para la estabilidad financiera “El Gobierno Corporativo en la Argentina”. Quinto informe. Julio 2005.
- Charles Amo Yartey, *The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?*, IMF Working paper/08/32

- Perossa, M.; Díaz Uberman, D. y Waldman, P.: "*La década de la reglamentación en los mercados de EEUU*", Contribuciones a la Economía, febrero 2012.