

La sociedad por acciones simplificadas como mecanismo ideal para la introducción de las acciones sectoriales al Derecho Argentino

Antonio Palestini

1. Introducción [\[arriba\]](#)

Es muy normal escuchar el término “autonomía de la voluntad” al hablar sobre la sociedad por acciones simplificada. Lo que resulta cautivador es analizar qué pueden hacer los socios de una SAS con dicha “autonomía de la voluntad”. Una de las cuestiones más interesantes que podrían los socios instrumentar en el contrato constitutivo de una Sociedad por Acciones Simplificada, son las acciones sectoriales o también conocidas como tracking stocks.

Las acciones sectoriales, son una clase de acción cuyo rendimiento está ligado a la performance de un determinado activo, o unidad de negocio de la sociedad [1]. Una de las ventajas que acarrea esta forma de instrumentación del capital social, es que posibilita una distribución vertical del rédito de la sociedad, y no de manera horizontal como sucede con las acciones ordinarias.[2] Normalmente tanto la acción ordinaria como la preferida, participan de las ganancias producidas por la sociedad en su totalidad, es decir en todas las actividades en que esta participa, por esto es que se plantea que se dividen las ganancias de manera horizontal. Ahora bien, los dividendos que provienen de las acciones sectoriales, son el resultado del rendimiento de una parte de la sociedad, el valor de este tipo de acciones es coincidente con la valuación de ese activo o grupo de activos de la sociedad. Por esta relación acción sectorial-unidad de negocios, es que se plantea que mediante las acciones sectoriales se genera una distribución vertical de las ganancias producidas.

2. Breve referencia histórica [\[arriba\]](#)

Difícil es la tarea de determinar cuándo surgieron las “tracking stocks”. El primer caso documentado es el de la adquisición de Electronic Data Systems por parte de General Motors, en el año 1984. Al fusionarse las sociedades, se les otorgó la posibilidad a los accionistas de EDS de elegir entre diferentes formas de pago, una de las cuales consistía en sumas de dinero y de acciones de una nueva clase, especialmente creadas por General Motors, denominada “class E”. Los accionistas de esta clase E recibirían dividendos exclusivamente sobre la rentabilidad producida por la subsidiaria EDS. General Motors volvería a utilizar esta estructura al adquirir Hughes Aircraft Company en 1985, creando así una acción sectorial denominada “class H”[3].

La acción sectorial también puede ser utilizada con otras finalidades. En 1991 la USX Corporation, sociedad que se dedicaba a la industria del acero y a la energética, instrumentó la escisión de una de sus principales actividades (la del acero), mediante la emisión de acciones sectoriales. Esto, si bien les permitió dividir la sociedad, técnicamente no constituyó una escisión por lo que no fue gravado impositivamente como una, y a su vez mantuvieron los quebrantos impositivos generados por la fabricación del acero[4].

Por su parte la legislación italiana fue una de las primeras en receptar este instituto. Con el decreto legislativo número 6 del 2003 se realiza una profunda modificación a la legislación societaria, introduciendo en el segundo párrafo del art. 2350 del

Código Civil, lo que se conocería como “azione correlate” , y que autores como Fargosi traducen a “acciones relacionadas”[5]. Dicho art. del Código Civil italiano autoriza a la sociedad a emitir acciones con derechos patrimoniales “correlativos” a los resultados de determina actividad, debiendo los socios prever en el estatuto todos los por menores de la operación, como por ejemplo el criterio de individualización de los costos a imputar al sector, como se pagarán la utilidades, que otros derechos otorga la acción, o si puede convertirse a otra categoría de acción de cumplirse una determinada condición[6].

3. La instrumentación de acciones sectoriales en el derecho societario argentino [\[arriba\]](#)

Si bien antes de la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor (Ley N° 27.349), había autores en la doctrina nacional que sostenían que la N° 19.550 permitía la emisión de acciones sectoriales, como el DR. Diego Duprat[7], entiendo que los arts. 68 y 224 neutralizan esta posibilidad.

El hecho de que únicamente se pudieran pagar dividendos sectoriales si la sociedad en su totalidad tuvo ganancias durante el ejercicio, puede poner al inversor en la situación de que su inversión haya sido altamente rentable, pero que él no reciba dividendos porque la sociedad en sus demás rubros generó pérdidas. Esto desnaturaliza totalmente a la acción sectorial.

Ahora bien, la SAS no se encuentra regulada por el art. 68 de la Ley General de Sociedades. Esto posibilita a los socios a definir otras estructuras de capital y otras formas de repartir dividendos, más allá de las contempladas por la N° 19.550. De este modo los socios de una Sociedad por Acciones Simplificada pueden dividir la sociedad en actividades o sectores ligadas a una unidad de negocios en particular, con diferentes porcentajes de participación, y que cada uno de esos sectores pueda distribuir ganancias en función de un balance especial del sector. A su vez, como tampoco resulta aplicable el art. 13 de la LGS a las SAS, se podría instrumentar la renuncia de los accionistas sectoriales a toda ganancia del ejercicio que no deviniera del balance especial de su sector.

La instrumentación de las acciones sectoriales puede hacerse al constituir la sociedad o posteriormente. Pueden darse un sin número de supuestos que pueden llevar a los socios a emitir este tipo de acciones, a modo de ejemplo puede ser utilizado como un mecanismo para retener a ciertos trabajadores que ocupan roles fundamentales en diferentes áreas de la sociedad, o puede ser utilizado como mecanismo de financiación otorgándole al inversor una determinada cantidad de acciones sectoriales relativas al proyecto donde invierte.

Otro uso que se le ha dado a esta figura es como medio de pago en adquisiciones o fusiones societarias. Es normal en la industria del software que las startups con proyectos innovadores, sean adquiridas por grandes empresas del sector. En dicho contexto las acciones sectoriales se vuelven un mecanismo ideal para garantizar que los socios de las start ups adquiridas, desarrollen sus proyectos del mejor modo posible, dado que de estos dependerá la rentabilidad de la unidad de negocios sobre la cual participarán en función de sus acciones sectoriales.

4. Ventajas y desventajas de las acciones sectoriales [\[arriba\]](#)

Los doctores Duprat[8] y Sabine Langner[9] se encargan de hacer un análisis pormenorizado de las distintas ventajas y desventajas de esta figura, me centraré en aquellas que, a mi entender, revisten un mayor grado de importancia.

Con las acciones sectoriales se reducen los costos administrativos y de gestión, dado que se mantiene una misma administración y estructura para diversas unidades de negocios. Permiten atraer distintas clases de inversores, que no hubiesen invertido en la sociedad en su conjunto, pero que, si les interesa invertir en unidades de negocio particulares de la sociedad, esto facilita notablemente la financiación de nuevos proyectos de la sociedad.

La principal ventaja de las “tracking stocks” radica en una mejora sustancial de la información que se les brinda a los potenciales inversores. Mediante estas, se disminuye la asimetría informativa existente entre la sociedad y los inversores, debiendo estos últimos únicamente auditar una unidad de negocios en particular de la sociedad, y no a aquella en su conjunto, esto genera una mejor información para los inversores lo que acarrea un descenso en los costos de análisis de la operación, así como facilita la estimación del valor de la operación.

La ausencia de esta mejora sustancial en la información es lo que hace inviable la figura, a mi entender, en las sociedades anónimas. Cualquier potencial inversor que analice adquirir acciones sectoriales en una SA, se va a encontrar con una profunda asimetría informativa y con pocas posibilidades de influir en las decisiones que tomó la sociedad, cuestiones que catalogarían a la operación como extremadamente riesgosa, o directamente inviable. Esto es así porque su análisis no va a poder limitarse a la rentabilidad del negocio puntual sobre el que va a invertir, sino que debería analizar la sociedad en su conjunto, y cómo podrían llegar a afectar las distintas actividades o unidades de negocio de la empresa, sobre éste negocio en particular.

En lo que es desventajas de una estructura que cuenta con diversas clases de acciones sectoriales, el principal problema se presenta cuando los diferentes sectores de la sociedad poseen intereses contrarios. Si bien las sociedades que se estructuran de este modo buscan presentarse a terceros como entidades diferentes, lo cierto es que siguen siendo una sola sociedad, administrada por un solo órgano de administración cuya obligación es la de actuar con cuidado y lealtad[10], lo que en Argentina conocemos como “deber de obrar con lealtad y diligencia de un buen hombre de negocios”.

El problema es que este estándar se vuelve extremadamente vago al generarse un conflicto entre los accionistas de los diferentes sectores de la sociedad. Por un lado, el administrador de la sociedad necesitará tomar diferentes medidas para el normal desarrollo del ente, medidas que no podrá tomar si la sociedad se encuentra en un litigio constante por conflictos internos entre sus sectores. Y por el otro lado, los accionistas sectoriales necesitan poder confiar en que cuando el administrador tome las diferentes decisiones relativas a los distintos negocios de la sociedad, lo haga considerando las ramificaciones que pueden tener sus decisiones sobre los diferentes sectores de la sociedad y sin tener el ánimo de perjudicar a cualquiera de ellos[11].

Por estas razones es que se vuelve indispensable al estructurar una sociedad con diferentes sectores, contemplar estas cuestiones y prever diversos mecanismos de resolución de controversias. Las posibles disputas internas deben ser un eje central de los operadores jurídicos a cuyo cargo esté la estructuración de este tipo de sociedades, cuestión que no abarca únicamente prever medios alternativos de

solución de conflictos, sino que deben preverse mecanismos que posibiliten un normal desenvolvimiento de la sociedad aun estando en conflicto. Así también se vuelve recomendable pactar diferentes mecanismos de salida, que posibiliten la escisión de la sociedad.

5. Conclusiones [\[arriba\]](#)

Entiendo que la posibilidad de emitir acciones sectoriales, es uno de los tantos avances que la SAS permite incorporar al derecho argentino. Dicho esto, encuentro que la SAS requiere de un grado de seguridad jurídica mucho mayor del que tiene actualmente, para que podamos observar la materialización de estos avances. El hecho de que la doctrina se encuentra dividida respecto de que disposiciones de la Ley General de Sociedades le resultan aplicables a las Sociedades por Acciones Simplificadas[12][13], y que no exista jurisprudencia aún en la materia, fomenta la existencia de un alto grado de incertidumbre, dado que de resultar obligatoria la aplicación de la parte general de la N° 19.550, la autonomía de los socios para utilizar este tipo de figuras, se vería fuertemente cercenada.

La falta de seguridad jurídica también se manifiesta a nivel registral, donde priman criterios totalmente distintos en diferentes jurisdicciones del país, a nivel impositivo, donde la mayoría de estas operaciones no tiene una reglamentación específica generando un alto grado de incertidumbre, y a nivel legislativo, donde ya se está tratando un proyecto de reforma a la ley de apoyo al capital emprendedor.

A mi entender, si la SAS logra adquirir un mayor grado de seguridad jurídica se constituirá como el vehículo ideal para introducir diversos avances al derecho argentino. Las acciones sectoriales serían uno de ellos, entre un amplio abanico de posibilidades podríamos mencionar operaciones de spin-off y de equity carve-out[14] que tranquilamente podrían realizarse utilizando a la Sociedad por Acciones Simplificada, estos avances constituyen la razón por la que esta figura tiene que ser defendida.

Notas [\[arriba\]](#)

[1] Charles A. Borek, Corporate Taxation's Square Peg: An Analysis of Possible Solutions to the Problem of Characterizing "Tracking Stock" for Tax Purposes, 43 Cath. U. L. Rev. 1107 (1994). pág. 1107.

[2] Charles A. Borek, Corporate Taxation's Square Peg: An Analysis of Possible Solutions to the Problem of Characterizing "Tracking Stock" for Tax Purposes, 43 Cath. U. L. Rev. 1107 (1994). Pág. 1107.

[3] Charles A. Borek, Corporate Taxation's Square Peg: An Analysis of Possible Solutions to the Problem of Characterizing "Tracking Stock" for Tax Purposes, 43 Cath. U. L. Rev. 1107 (1994.). pág 1109.

[4] Molina Sandoval, Carlos A., tracking stocks (acciones "sectoriales") en sociedades anónimas, La Ley 30/05/2011. pág. 2.

[5] Fargosi, Horacio P., acciones "relacionadas", La Ley 17/04/2007. pág. 1

[6] Molina Sandoval, Carlos A., tracking stocks (acciones "sectoriales") en sociedades anónimas, La Ley 30/05/2011 pág. 5.

[7] Duprat, Diego. Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, número 279, febrero

2011. pág. 5.

[8] Duprat, Diego. Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, número 279, febrero de 2011. pág. 2.

[9] Langner Sabine, Johanna. "Tracking Stocks" 2002. pág 11 y ss.

<https://ssrn.com/abstract=302173>

[10] Jeffrey J. Haas. Michigan Law Review 2089-2177 (1996). pág. 2092.

[11] Ídem.

[12] Villanueva, Julia. La sociedad por acciones simplificada y la autonomía de la voluntad versus la imperatividad en el derecho societario. La Ley 11/12/2018.

[13] Balbín, Sebastián. El rol de la autonomía de la voluntad en el derecho societario a partir de la SAS. RCCyC 11/02/2020.

[14] Langner, Sabine Johanna "tracking stocks" (2002). pág.3.

<https://ssrn.com/abstract=302173>