

Emisión de acciones sectoriales

Su posibilidad y conveniencia, con particular referencia a la SAS

Emanuel Nagel

I. Introducción [\[arriba\]](#)

Las acciones vinculadas o 'acciones sectoriales' -también denominadas tracking stocks en el derecho norteamericano, donde han comenzado a utilizarse- son una clase de acciones cuya valuación o rendimiento está relacionado con un activo -o grupo de activos- específicos que integran el patrimonio de una determinada sociedad comercial[1]. Esta modalidad de participaciones societarias que se instrumenta mediante la emisión de acciones, permite dividir los intereses de la sociedad verticalmente y se presenta como una versátil alternativa para un amplio espectro de negocios.

Siguiendo el análisis que realizan autores sobre el tema -quienes incluso discrepan sobre la primera utilización de esta forma asociativa de participación en un negocio-, se dice mayoritariamente que la pionera en la utilización de tracking stock fue "General Motors Corporation" (GM) cuando adquirió la sociedad "Electronic Data Sistem" (EDS)[2], donde además de la fusión, los accionistas de EDS recibieron la opción de recibir una suma de dinero y una acción de una clase creada al efecto por GM., denominada como "Clase E" y que recibiría dividendos de un fondo segregado derivado del rendimiento de la controlada EDS.

Sin ánimos de adentrarme en entramados societarios complejos y/o antecedentes, el objetivo es analizar su viabilidad en el derecho argentino.

II. ¿Por qué acciones sectoriales? Análisis de sus ventajas [\[arriba\]](#)

Esta alternativa se presenta como una interesante forma de financiamiento para uno o más negocios en particular que sean llevados a cabo por empresas cuyo capital esté representado en títulos valores (acciones) permitiendo la captación de dinero del ahorro público y haciendo partícipes a los aportantes de los beneficios y las pérdidas que de dichas actividades resulten, lo cual se instrumenta mediante la titulización de participaciones societarias. De esta forma, quienes aportan dinero para una o más de las actividades llevadas a cabo por la empresa asumen el rol de "socios externos"[3], en tanto participan de la comunidad de riesgos y beneficios que importa la sociedad -en los términos del art. 1 LGS-, aunque su posición está limitada a determinados activos, negocios, y por ende a determinados resultados.

Esta negocio beneficia tanto a inversores que colocan sus ahorros en forma alternativa a las tradicionales, participando en negocios que se le presentan como potencialmente rentables, y asimismo a la sociedad y sus dueños -quienes conducen la empresa, ofrecen el negocio y reciben las inversiones-, pudiendo financiar proyectos o actividades específicas con capitales ajenos que participan del riesgo de aquella; reduciendo o evitando la necesidad de recurrir al mercado financiero o de valores -mediante la emisión de obligaciones negociables, por ejemplo-, puesto que estas formas generan compromisos de pago de amortizaciones de intereses y de capital, que no están vinculados al éxito o fracaso de la actividad desarrollada,

y que en su caso la empresa afrontará con resultados de otra actividad, con mayor endeudamiento, afectación de reservas, venta de activos etc.

Algunos de los beneficios que la doctrina suele identificar[4]:

1. La utilización de las tracking stocks para la adquisición de sociedades tiene vinculación con el temor de los accionistas de la sociedad adquirida (target) de que, una vez aceptado el precio de la adquisición, este no refleje la verdadera valuación de la sociedad. Este tipo de operatoria disipa dicho miedo, pues el rendimiento está encajado con la real valuación de su negocio.

2. En cuanto a sociedades cotizadas, el mercado de capitales puede evaluar mejor y en forma separada las unidades de negocios de una sociedad, lo que suele otorgarle mayor valor. Se reducen y amortizan mejor los costos de auditorías y reducen los riesgos de la falta de información, sobre todo en sociedades altamente diversificadas. Esto lleva a una revalorización de la unidad de negocios vinculadas a las tracking stocks.

3. Se reducen costos internos, porque se mantiene una misma administración y gestión para todas las unidades de negocios, facilita la financiación de nuevos proyectos sin afectar el valor de la participación de los accionistas existentes, constituye un incentivo para los que tienen a cargo la gestión directa de la unidad de negocios o sector involucrados, se adapta mejor a las necesidades de los inversores. En el caso de las tracking stocks, el inversor puede elegir el título que más se acerque a sus preferencias, teniendo en cuenta la eventual renta, las potencialidades del área de negocios a las que se encuentran vinculadas, los riesgos, entre otros, y finalmente no requieren cambios sustanciales en la estructura del negocio (o segmento de activos) utilizándose frecuentemente en supuestos en que el rendimiento de una determinada división de la sociedad es menor a la de los otros.

III. Su admisibilidad en el Derecho positivo argentino [\[arriba\]](#)

La falta de previsión legal en el orden vigente impone una adecuada y completa regulación en el estatuto que respete el ordenamiento jurídico[5]. Autores argentinos comenzaron a admitir este tipo de emisiones accionarias, con el convencimiento de que una adecuada interpretación del derecho requiere su replanteo; siempre respetando principios societarios insoslayables (v.gr., estas acciones integran el capital social, la distribución de utilidades está condicionada a lo dispuesto en los arts. 68 y 71, LGS, cuanto que, de existir directores por esta clase, integrarán el órgano de administración con plenitud de derechos que le competen). Manifiestan que deberá establecerse la forma de determinar las utilidades o pérdidas del sector pertinente - lo que no implica una división estructural, sino sólo con respecto al aspecto redividible de esta clase-, debiendo el balance de ejercicio comprender la gestión global pudiéndose, en todo caso, presentar un estado contable segregado con alcance informativo y sin eficacia externa[6].

Así, se ha señalado que las "sociedades por acciones pueden emitir clases que otorguen a su titular el carácter de socio 'externo', acotando su derecho al dividendo a las utilidades provenientes de un proyecto o explotación específica"[7].

Personalmente, siguiendo esta línea y el art. 207 LGS -que consagra la libertad de creación de títulos accionarios-, más analizando las variables que presentan los ordenamientos donde

se las admite, entiendo que no se advierten inconvenientes para receptorlas entre nosotros, aunque si debe reconocerse -como resalta la doctrina-, la necesidad de regular aspectos vinculados al alcance del ejercicio del derecho de voto; la manera de contabilizar las ganancias totales de la sociedad y las particulares del sector vinculado a estas acciones; la forma de distribución de dividendos y de participación en la cuota liquidatoria, en la manera de designar un representante en el directorio, entre otros[8].

IV. Su regulación [\[arriba\]](#)

Sobre la mencionada necesidad de regulación, me atrevo a decir que podría ser necesaria para su aplicación en el caso de Sociedades Anónimas, frente al vacío de la LGS al respecto, salvo por el art. 262. Es decir que, para ese tipo societario existe una ausencia normativa en los aspectos referidos en los parágrafos del apartado precedente (contabilidad, participación en el directorio, distribución de dividendos, entre otros).

Empero, entiendo personalmente que dicha falta de regulación no constituye un obstáculo para la emisión de dichos títulos en el caso de la SAS, ello en virtud de la amplitud que brinda la Ley N° 27349 para estructurar y organizar el negocio jurídico societario. En razón de la autonomía de la voluntad que incardina el sistema normativo de la SAS, los socios tienen amplia libertad para autorregularse de la forma que mejor atienda los intereses del negocio que emprenden. Mediando previsión en el instrumento constitutivo, los socios pueden apartarse de las disposiciones de la LGS para crear la sociedad, organizar el capital y su distribución, y estructurar los órganos para su funcionamiento[9], pudiendo incluso dejar de lado aquellas normas consideradas tradicionalmente imperativas -como el art. 13 LGS, cuyo carácter hoy está altamente discutido-, y siendo que se trata de intereses patrimoniales de los mismos, resultan disponibles de modo que el instrumento constitutivo podrá establecer que algunos de los socios reciban todos los beneficios, o que se los excluya, o que a los socios inversores se les restituyan los aportes con un premio designado, o con frutos, haya o no ganancias, entre muchas posibilidades[10].

Esta posibilidad de organizar el capital y su distribución, así como de pactar cláusulas, es la que me permite concluir que, bajo el orden actual, en la SAS, los socios podrían establecer la posibilidad de emisión de las titulizaciones vinculadas, y abordar en el instrumento todos los aspectos sobre los cuales la doctrina pregona una necesaria reforma societaria, mencionados en el apartado III.

V. Anteproyecto de reformas y situación actual de la SAS [\[arriba\]](#)

El Proyecto de Reforma a la Ley General de Sociedades, en su art. 216 bis contempla la inclusión de las acciones sectoriales, como una nueva modalidad de financiación y asociación para finalidades específicas, abordando en un párrafo y 7 incisos aquellos aspectos que deberán estar precisamente descriptos y delimitados. Mal que nos pese, no ignoro que la suerte que pueda correr el proyecto no sea buena, a raíz del cambio de gobierno, al igual que la Ley N° 27349 y todas las herramientas que otorga para el emprendedurismo y el financiamiento, dentro de las cuales se encuentra la SAS, cuya actual regulación dentro de la citada ley, brinda, conforme antes expliqué un adecuado marco para que los socios la doten de una autorregulación suficiente en todos los aspectos en que la doctrina coincide en señalar como necesarios para la implementación de la emisión acciones sectoriales.

Un aspecto interesante para analizar es el relativo a la situación de insolvencia, donde el Concurso preventivo no afectaría a este contrato, que recién quedaría disuelto con la declaración de quiebra[11]. Es decir, que mientras tramita el procedimiento preventivo subsiste el negocio, con la obligación de mantener la gestión por parte de la concursada - según el régimen general de la Ley N° 24522-; debiendo el administrador rendir cuentas, e informar específicamente la presentación concursal.

Es una interesante figura asimismo para proyectar en el caso de las cooperativas que pretenden asumir la continuidad de las sociedades quebradas (cfr. Art. 189 y siguientes de la LCQ).

VI. Conclusión [\[arriba\]](#)

A la luz de las exposiciones, entiendo que resulta clara mi postura personal en favor de la admisión de las participaciones vinculadas o sectoriales, sobre todo en la SAS -y mientras subsista en nuestro ordenamiento jurídico-. Celebro la iniciativa del Proyecto de reformas que las incorpora, y me parece adecuado el tratamiento que le brinda. Entiendo asimismo que, para el caso del derecho vigente, no habría impedimentos para que una SA emitiera tal tipo de participaciones, si previamente reformara su estatuto regulando los aspectos concernientes a los derechos sociales y patrimoniales derivados de la tenencia de estas acciones -o más comúnmente, inscripción de la titularidad en el Libro de registro de acciones-, que confieren a los inversores la calidad de socios.

Notas [\[arriba\]](#)

[1] En el régimen norteamericano se ha señalado que el uso de tracking stocks para determinar la performance de cierta porción de activos societarios tiene ventajas económicas y fiscales sobre una distribución regular de dividendos.

[2] WALTER, D. & STRASEN, P. A., "Innovative Transactions: General Motors Class E and Class H Common Stock", 64 Taxes (1986), pág. 365. No obstante, estos autores señalan que igualmente es difícil de determinar si General Motors Corporation fue realmente la primera sociedad en utilizar tracking stock, al menos en la caracterización realizada.

[3] RICHARD, Efraín Hugo; FUSHIMI, Jorge Fernando: "Algunas aportaciones a la problemática de la financiación; acciones relacionadas, acciones vinculadas o tracking stocks", ponencia al XII Congreso Argentino de Derecho Societario y VIII Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Buenos Aires, 25, 26 y 27 de septiembre de 2013. Publicado en el Libro de Ponencias del Congreso, Tomo III, pág. 359, Ediciones UADE, Bs. As. 2013.

[4] MOLINA SANDOVAL, Carlos A.; Tracking Stocks (Acciones "sectoriales") en sociedades anónimas, LA LEY, 30/5/2011; Cita Online: AR/DOC/1538/2011.

[5] FARGOSI, H., "Acciones relacionadas", La Ley, 2007-B, pág. 1298.

[6] FARGOSI, pág. 1300.

[7] FARHI DE MONTALBÁN, D. V., "Acciones con derecho a las utilidades provenientes de una explotación específica de la sociedad", Libro de Ponencias del "X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario de la Empresa",

Despresa, Advocatus, Cba., 2007, t. II, pág. 439.

[8] DUPRAT, D. A., "Tracking stocks (acciones vinculadas)", Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, febrero 2011, pág. 212.

[9] BALBÍN, S. "Sobre la autonomía de la voluntad como eje del nuevo sistema societario", La Ley. Cita Online: AR/DOC/11/2020.

[10] DUPRAT, D., "Derechos de los socios en el marco de la SAS. Máximo ámbito de libertad de autorregulación", en XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario, 2019, t. II, Ed. Advocatus, Córdoba, 2019, t. II, pág. 955.

[11] Y adicionalmente preguntarse si el artículo 151 LCQ sobre la sociedad accidental resultaría aplicable al mismo.