

EL FIDEICOMISO DE GARANTÍA SOBRE ACCIONES. ANÁLISIS JURÍDICO Y ECONÓMICO

POR NATALIA GABRIELA NEME

I. Sumario II. Fideicomiso de garantía sobre acciones. La prenda de acciones. El derecho de voto y el orden público. El interés social. El interés económico de las acciones. Breve análisis económico. III. Conclusión. IV. Propuesta.

I. Sumario

Este trabajo tiene su origen en la inquietud generada por el tratamiento que la normativa y jurisprudencia administrativa de la Inspección General de Justicia -IGJ-, da al uso del fideicomiso de acciones en nuestro país.

Este instituto se estima valioso. Sus fundamentos histórico-jurídicos se encuentran en la legislación norteamericana, dado que la principal fuente de la Ley de Fideicomisos de Argentina es el "*Trust*" del derecho anglosajón.

A través de la descripción de distintas situaciones prácticas se destaca el importante valor que este elemento de garantía puede tener, contrastándolo con los argumentos esgrimidos por la Resolución N° 820/2005 de la Inspección General de Justicia, y la opiniones de calificada doctrina nacional acerca de las restricciones impuestas por el orden público y el interés social sobre la posibilidad de transferir el derecho de voto cuando la acción es dada en garantía a un acreedor a través de la utilización de esta herramienta.

Se expondrá, también, la evolución que el instituto tuvo en la legislación y jurisprudencia de los Estados Unidos, cuyos tribunales actualmente permiten la transferencia de voto de los accionistas y consideran válida la utilización del fideicomiso de acciones "*voting trust*". El análisis jurídico se complementa con un breve análisis económico, cuya finalidad es destacar

la utilidad y conveniencia de la aceptación de este remedio en la operatoria societaria, para finalmente concluir con la imperiosa necesidad de una regulación específica del fideicomiso de acciones.

II. Fideicomiso de garantía sobre acciones

El fideicomiso se encontraba previsto en el artículo 2662 original del Código Civil. Dicho artículo ha estado prácticamente olvidado hasta la sanción de la Ley 24.441.¹ Este instrumento, tal cual como está regulado puede ser utilizado, entre otros fines, como garantía.² El fideicomiso utilizado con fines de garantía ha sido duramente cuestionado por algunos autores pero en virtud de que el análisis de dicha discusión doctrinaria excede el objeto del presente trabajo, voy a asumir su validez para centrarme únicamente en el fideicomiso de garantía sobre acciones.³

Actualmente los fideicomisos de garantía sobre acciones son utilizados en un contrato de compraventa de acciones, tanto por la parte compradora como por la vendedora. En el primer caso, se puede crear un fideicomiso con la finalidad de reservar parte del precio de la transferencia para hacer frente a los eventuales reclamos derivados de pasivos ocultos. En el segundo caso, puede ser utilizado para fideicomitir una porción del paquete accionario vendido hasta que se realice la cancelación total del precio.

Por otro lado, existen dos situaciones que muchos autores han puesto en tela de juicio. El primer supuesto es el fideicomiso de garantía a favor de un acreedor del socio. El segundo supuesto es el fideicomiso de garantía a favor de un acreedor social, mediante el cual las acciones de los socios garantizan

¹ El Fideicomiso se encuentra regulado por la Ley 24.441, la cual define al fideicomiso en su artículo 1°: "Habrà fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario".

² Frustagli, Sandra y Galano, Carina. "La regulación del fideicomiso de garantía en la Ley 24.441 y su incidencia sobre los negocios fiduciarios de garantía". *Trabajos del Centro* N° 3-1998, p. 65.

³ A pesar de que esta discusión se encuentra aparentemente superada doctrinariamente, considero que solo una norma del Congreso de la Nación que regule expresamente esta figura puede otorgar la seguridad jurídica que los acreedores necesitan para realizar operaciones confiables.

una deuda social. Estos últimos son los más cuestionados por la doctrina argentina.⁴

La Inspección General de Justicia (IGJ), mediante la Resolución 820/2005, limitó la utilización del fideicomiso de garantía sobre acciones por considerar, entre otras razones, lo siguiente: **“... no puede constituir un mecanismo jurídico que permita avasallar las prohibiciones establecidas por otros contratos de naturaleza análoga. En este sentido, si la prenda de acciones no permite al acreedor prendario el ejercicio de los derechos de socio (artículo 219 de la Ley 19.550) ni admite que aquel pueda convertirse en el propietario de las acciones del deudor, ante el incumplimiento por éste de sus obligaciones, mal pueden superarse tales escollos legales mediante el uso del fideicomiso”.**

a. La prenda de acciones

En el mismo sentido que la Resolución mencionada, el Dr. Ricardo Nissen, considera que de acuerdo al artículo 219 LCS⁵, el propietario de las acciones conserva el ejercicio de los derechos políticos y patrimoniales. Para este autor, poner en cabeza del acreedor el ejercicio del voto implicaría la posibilidad de que éste pueda también modificar la esencia y el valor de la cosa dada en prenda y, frente a ambas posibilidades, parecería evidente que debe prevalecer el interés del dueño frente al interés secundario de un simple acreedor.⁶

A pesar de tales argumentos, no podemos comparar la prenda de acciones con el fideicomiso sobre acciones. En primer

⁴ Eduardo M. Favier Dubois (P e H). “La transferencia fiduciaria de acciones de S.A.”, p. 9.

⁵ Recordemos que el artículo 219 LSC establece que *“En caso de constitución de prenda o de embargo judicial, los derechos corresponden al propietario de las acciones”.*

⁶ Nissen, Ricardo. *Ley de Sociedades Comerciales comentada*. Prenda de acciones. *“Admite que la doctrina argentina ha discutido durante mucho tiempo los derechos del deudor prendario de asistencia a asambleas y emisión de votos y él mismo menciona que los cuestionamientos fueron porque dichos autores consideran que se contradice con la naturaleza jurídica de la prenda y con su finalidad económica ya que resultaría inadmisibles que el deudor conserve el derecho de voto quedando el acreedor a su merced porque le otorga el derecho a participar en acuerdos asamblearios que pueden influir en el valor de las acciones entregadas en garantía.”*

lugar, el fideicomiso no constituye un derecho real, como sí lo es la prenda. En segundo lugar, en la prenda de acciones no existe transferencia de titularidad, característica esencial del fideicomiso. Podremos discutir si se trata de un dominio perfecto o imperfecto –artículo 2507 Código Civil– debido a la falta de perpetuidad, pero lo que no podemos discutir es que el fideicomitente transfiere la propiedad de sus acciones al fiduciario y por lo tanto éste debe ser considerado socio.

En el marco jurídico societario de los Estados Unidos, principal fuente de nuestra Ley de Fideicomisos, el acreedor prendario consta en los libros como titular legal del título y, por lo tanto, del correspondiente derecho de voto. Aun en los casos en que el acreedor aparece como tenedor del título en garantía, y el deudor prendario no reclama el derecho de voto, el acreedor prendario tiene derecho a votar personalmente o por apoderado. Por el contrario, el deudor prendario tiene el derecho de voto ante la ausencia de un acuerdo en contrario y si las acciones continúan a su nombre en los libros de la sociedad.⁷

Resulta evidente entonces que la discusión originada por la Resolución de la Inspección General de Justicia es consecuencia de haber incorporado a nuestro sistema un instituto del derecho anglosajón, sin tener en cuenta que el derecho argentino es de origen romano francés lo cual lógicamente ocasiona una serie de dificultades interpretativas.

El intérprete de un sistema legal como el nuestro no puede restar eficacia a las restantes normas que deben funcionar en armonía.⁸ A pesar que la Resolución de IGJ destaca la posterioridad de la sanción de la Ley de Fideicomisos en relación con la Ley de Sociedades Comerciales (LSC), las acciones pueden ser bienes fideicomitidos⁹ en virtud de lo establecido en el artículo 11 de la Ley de Fideicomisos, y un contrato de fideicomiso de garantía sobre acciones debe dar cumplimiento no solo a la LSC, sino también a la Ley de Fideicomisos.

⁷ Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations. Current through September 2008 update. William Meade Fletcher. Chapter 13.VI.& 2034. Pledged or hypothecated stock.

⁸ Dra. Susy Inés Bello Knoll. "El contrato de fideicomiso".

⁹ Cavanna, Ágel Martín. "Una aproximación al contrato de fideicomiso en garantía y su aplicación a algunos negocios para societarios", Doctrina, página 24, "Las acciones pueden ser bienes fideicomitidos ya sea que las consideremos una cosa mueble susceptible de ser comercializada, como las consideran algunos autores, o bien como un conjunto de derechos y obligaciones del accionista, como lo mencionan otros autores".

b. El derecho de voto y el orden público

En Argentina se discutió doctrinariamente la posibilidad de que el accionista pueda transferir su derecho de voto. Esta discusión se dio en torno a los poderes que otorgan los accionistas para ser representados en una asamblea, como así también en el caso de la prenda de acciones.

Dicha discusión recobró vigencia con el fideicomiso sobre acciones¹⁰ pero en este caso, resulta ajena a la cuestión en virtud de que mediante el fideicomiso el accionista transfiere la propiedad fiduciaria. Resulta lógico entonces, que sea el fiduciario quien ejerza el derecho de voto siempre y cuando dé cumplimiento al artículo 215 LSC y proceda a la inscripción de dicha transferencia en los libros sociales, de acuerdo a lo establecido en el artículo 213 LSC.

Hay quienes afirman que la voluntad del accionista debe formularse en el seno de la asamblea, caso contrario se configuraría una violación del orden público¹¹. Siguiendo esta línea argumentativa, por aplicación analógica de lo establecido para la prenda de acciones, la transferencia del derecho de voto mediante un fideicomiso de garantía sobre acciones violaría el orden público establecido en la LSC; tal como lo afirma la Resolución IGJ.

Sin embargo, la Ley de Sociedades Comerciales permite que los accionistas se hagan representar en las asambleas por terceros no accionistas –artículos 239, 248 LSC y concordantes–. A su vez, cuando regula el usufructo de acciones, establece que los derechos derivados de la calidad de socio corresponden al nudo propietario, dejando librada a la voluntad de las partes la posibilidad de pactar lo contrario.¹²

¹⁰ La IGJ en la Resolución citada, ha considerado que el peticionante “Fondos Fiduciarios S.A.” no revestía estrictamente el carácter de accionista sino de titular fiduciario de determinadas acciones de la sociedad, que los derechos derivados de las acciones corresponden al nudo propietario y que al no estar regulado el Fideicomiso de Acciones en nuestro derecho, mal podría permitirse con él la transferencia de los derechos del accionista, evadiendo el impedimento establecido para el ejercicio de los derechos por parte de los acreedores prendarios.

¹¹ Matta y Trejo, Guillermo E. “Otra vez en torno a los pactos de sindicación entre accionistas”. *La Ley* 1980-C, 1001. ps. 1-12.

¹² Artículo 218 LSC: “... El ejercicio de los demás derechos derivados de la calidad de socio, inclusive la participación de los resultados de la liquidación, corresponde al nudo propietario, salvo pacto en contrario”.

En los Estados Unidos la regla general es que cada integrante de una sociedad anónima, y cada titular legítimo de acciones tiene el derecho de estar presente y de votar en todas las asambleas de la sociedad. Por lo tanto, el accionista no puede ser privado de su derecho de voto, por razones meramente técnicas.¹³ La excepción está dada por las personas que votan por medio de poderes de representación "proxy" en su carácter de representantes de los accionistas¹⁴. Sin embargo, los poderes otorgados en forma perpetua e irrevocable han sido impugnados en las Cortes por considerarlos contrarios al orden público. Inicialmente, algunos autores norteamericanos han considerado al "voting trust" como un poder irrevocable y, en consecuencia, fueron anulados con el mismo argumento.¹⁵ Algunas Cortes consideraron que un poder de representación irrevocable para votar en asambleas era contrario al orden público si no estaba acompañado de un interés o contraprestación.¹⁶ Por lo tanto, no era contrario al orden público el caso en que era concedido como garantía adicional a los acreedores de una sociedad anónima, o a un fiduciario por estar acompañado de un interés.¹⁷

¹³ Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations. Current through September 2008 update. William Meade Fletcher. Chapter 13.VI.&2025. "Right to vote in general".

¹⁴ Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations. Current through September 2008 update. William Meade Fletcher. Chapter 13.VI.&2027. "Persons entitled to vote and competent to vote in general".

¹⁵ "Orden público" es un concepto indefinido que puede ser definido con mayor claridad por la negativa. Por lo tanto, se ha sostenido judicialmente que los contratos son contrarios al orden público, y, por lo tanto, son nulos, "cuando claramente tienden a afectar la salud pública, la moral, o la confianza en la pureza de la administración de justicia, o para tornar indeterminada la sensación de seguridad de los derechos individuales, ya sea de la libertad personal o la propiedad privada que todos los ciudadanos tienen derecho a sentir". (Holland v. Sheehan, 108 Minn.362, 1909).

¹⁶ Williams v. Williams, 427 N.E. 2d 727 (Tribunal de Apelaciones de Ind. del 4^{to} Distrito, 1981), voto corregido en nueva audiencia, 432 N.E. 2d 417 (Tribunal de Apelaciones de Ind. del 4^{to} Distrito, 1982). "El poder de representación es un vehículo revocable para el voto en última instancia". *Joaquith & Co. v. Island Creek Coal Co.*, 47 N.J. 111, 219 A. 2d 514 (1966). "A fin de revestir el carácter de irrevocable, el poder de representación debe contener una disposición expresa en tal sentido y la ley lo debe considerar irrevocable". *Zollar v. Smith*, 710 S.W. 2d. 155 (Tribunal de Apelaciones, Tex. Eastland 1986).

¹⁷ Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations. Current through September 2008 update. William Meade Fletcher. Chapter 13.VI.& 2062. Revocation or termination of proxy authority.

En el caso Smith¹⁸ la separación del poder de voto y la titularidad de las acciones dejó de ser considerada ilegal. Se dijo que si la ley autorizaba al accionista a votar por apoderado, el derecho de comparecer por apoderado implicaba que el poder de voto puede ser separado de la titularidad de las acciones. Finalmente, el Ministro Swayze, en su voto disidente del caso "Warren v. Pim" sostuvo, con buen criterio, que: "... *Es para el Congreso o legislaturas determinar el orden público y no para las Cortes impedir a los accionistas acordar lo que desean en sus acuerdos, introduciendo discusiones de orden público...*".¹⁹ Resultó tan acertada su opinión que efectivamente solo la promulgación de una ley fue lo que pudo eliminar la discusión acerca del orden público. El primer Estado en promulgar una ley que permite la creación de "voting trusts" fue New York, en 1901.

A pesar de que esta cuestión se encuentra zanjada en otros países hace más de 100 años, en Argentina, todavía algunos autores consideran que el artículo 219 LSC es de orden público porque el legislador no autoriza expresamente acordar lo contrario para el caso de la prenda; que esa regulación es imperativa y por lo tanto inmodificable. En mi opinión, la transferencia de los derechos del socio no es una cuestión de orden público, ya que el legislador permite esta transferencia del derecho de voto en el usufructo de acciones.

c. El interés Social

Muchos autores sostienen, casi sin cuestionarlo, que los socios deben ejercer sus derechos políticos en el marco del interés societario²⁰. Como bien sabemos, el "interés social" no se

¹⁸ Smith v. S.F. & N.P. ry. Co., 115 Cal. 584, 47 Pac 582; 1897.

¹⁹ Warren v. Pim (66 N. J. Eq. 353, 59 Atl. 773; 1904.) SWAYZE, J. "... la cuestión consiste en determinar si es ilegal contratar para realizar lo que es perfectamente legal hacer. La legalidad del objeto depende de la buena fe del accionista y de si su objeto es el bienestar general de la sociedad..."; "si los accionistas deciden que debe adoptarse un determinado plan de conducción y administración de la sociedad, mediante poderes, o la creación de un "voting trust", podrán combinar sus facultades a fin de proveer a la ejecución del plan adoptado, pero la validez del esquema dependerá de si los objetos se corresponden con los intereses de la sociedad o si están destinados más bien a asegurar una ventaja ilegítima a los accionistas combinados."

²⁰ "Fideicomiso de garantía", Dir. Cavanella de las Cuevas, Guillermo. Coordinador: Gabriel de Reina Tartiére, p. 431.

encuentra definido en nuestra legislación, por lo que ha sido la doctrina quien debió definirlo. Algunos autores consideran que teniendo en cuenta el artículo 1° LSC, el interés social “... implica el desarrollo y cumplimiento del objeto social teniendo como finalidad la obtención de utilidades para los socios, sin afectar derechos de terceros”. Por ello, remarcan que “será el contrato social la referencia y el límite al interés social en cumplimiento con el objeto social dentro del marco legal vigente...”²¹

Del análisis de dicho artículo se puede inferir que el principal interés del accionista –dentro del límite del objeto social establecido en el contrato social– es obtener utilidades y claro está que los accionistas con tal finalidad constituyen una sociedad y que prefieren una empresa con utilidades que una empresa con pérdidas. ¿Pero qué sucede cuando los diferentes accionistas tienen preferencias diferentes en cuanto a la forma de obtener utilidades? Para ejemplificarlo voy a mencionar el caso de dos accionistas²²: una mujer jubilada y un efusivo hombre joven. Los dos accionistas en una asamblea plantean dos cuestiones diferentes. La mujer jubilada cree que la empresa está gastando una fortuna en desarrollar nuevos campos y que dicha inversión no dará beneficios durante décadas. Considera que podría usarse ese dinero para pagar más dividendos, porque ella sabe cómo gastarlos y además porque tiene que pagarse un viaje que tiene planeado. Por otro lado, tenemos al joven hombre efusivo que muestra la foto de su pequeña hija y dice que la compañía debería invertir a largo plazo porque ese dinero le servirá para pagar la Universidad de su hija. Como podemos ver, lo que puede ser una buena noticia para unos, puede ser mala para otros y estos son solo dos casos de los muchos que puede tener una empresa.

Continuando con el ejemplo anterior, es posible que de acuerdo a sus intereses y preferencias, la accionista jubilada no vote a favor del proyecto de inversión a largo plazo. ¿Pero, existe por ello, en la intención de la mujer un interés contrario al social? Evidentemente no, pero si fuera un fiduciario el que vota en contra del mismo proyecto, sería condenado por muchos autores argentinos, por considerar que lo hace en su propio interés “creditorio” y no de acuerdo al interés social.

²¹ Caamaño, Carlos. “Sindicación de acciones”, p. 17.

²² Brealey Myers Allen. *Principios de finanzas corporativas* 8/e., Mc Graw Hill, ps. 23-31.

Considero que el ejercicio de los derechos políticos del accionista, como el derecho al voto, por parte del fiduciario no puede ser tan nocivo para la sociedad. Por un lado, porque los accionistas no necesitan intervenir en las decisiones del día a día de la empresa. Por otro lado, porque esos directivos no necesitan conocer las preferencias de cada accionista y, porque los accionistas tampoco pueden pasarse la vida vigilando a los directivos para asegurarse de que están dedicados a sus intereses, lo que además generaría excesivos costos de agencia. Lo que deberían hacer los accionistas es asegurarse de contratar a directivos competentes que tengan los incentivos apropiados para elegir proyectos que maximicen el valor de las acciones²³. En consecuencia, un buen sistema de gobierno corporativo podría ayudar a asegurar que "... los bolsillos de los accionistas estén cerca de los corazones de los directivos..."²⁴. No obstante, esto no significa que valga todo para los directivos, sería la legislación la que los deberá disuadir de tomar decisiones deshonestas²⁵.

En relación con este tema, las Cortes norteamericanas han coincidido en indicar que si el poder de voto se encuentra en cabeza del fiduciario, éste tendrá la obligación de ejercerlo en beneficio del *cestuis que trust*, es decir del beneficiario, conforme a su mejor criterio y a los términos y condiciones del fideicomiso²⁶.

En nuestro país, la IGJ argumentó que las decisiones asamblearias deben adoptarse de acuerdo al interés social y no para satisfacer un interés personal del socio; por ello, mal podría ser

²³ A diferencia de la maximización de los beneficios, la regla del Valor Actual Neto, reconoce el valor temporal del dinero y la diferencia entre tantos de rentabilidad del proyecto y los costos de oportunidad del capital; además se centra en los flujos de caja y, por lo tanto, está inmunizada de las discrepancias entre los beneficios contables.

²⁴ Brealey Myers Allen. *Principios de finanzas corporativas* 8/e, Mc Graw Hill, ps. 23-31.

²⁵ Brealey Myers Allen. *Principios de finanzas corporativas*, Mc Graw Hill, ps. 23-31. Según este autor son los directivos los que deben servir de la mejor forma posible a los intereses de cada uno de los accionistas, con independencia de sus intereses personales, incluso la del fiduciario accionista, como las diferencias en riqueza, aversión al riesgo o preferencias respecto de las rentabilidades de corto o el largo plazo. Este autor reivindica el hecho de que a maximización del valor de los accionistas es el principal objetivo financiero de la empresa.

²⁶ Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations. Current through September 2008 update. William Meade Fletcher. Chapter 13.VI.& 2035. Stock in trust, deposit or escrow.

un acreedor el mismo fiduciario, ya que tendría un conflicto permanente de intereses²⁷.

Considero que un instituto con grandes ventajas y utilidad práctica merece una solución más razonable que abogar por su inutilización mediante razonamientos meramente teóricos. Esta discusión se podría resolver siguiendo el criterio establecido en el artículo 248 LSC. En dicho artículo la Ley de Sociedades Comerciales prevé la posibilidad de que el accionista, acreedor residual²⁸ de la sociedad tenga un interés contrario al social y en dicho caso le impone el deber de abstenerse. En consecuencia, no encuentro fundamentos válidos como para no otorgarle la misma posibilidad al fiduciario, quien además, si votara en contra del "interés social", sería responsable como cualquier accionista por los daños y perjuicios ocasionados. Además, las restricciones sobre el uso del derecho de voto de las acciones, o de los dividendos por parte de los fiduciarios, podrían estar especificadas en el contrato y en los estándares vigentes para cualquier accionista.

d. El interés económico de las acciones

Algunos autores norteamericanos consideran que, en situaciones normales, los accionistas cuentan con los incentivos apropiados para llevar adelante proyectos con excesivo riesgo porque reciben gran parte de las utilidades marginales. A su vez, los directivos o managers actúan en interés de dichos accionistas con la intención de crecer en sus carreras y evitar ser despedidos.²⁹

²⁷ Ver Resolución IGJ 820/2005 .

²⁸ Easterbrook, Frank and Fischel, Daniel: "The economic Structure of Corporate Law", p. 67. "... *shareholders are residual claimants to the firm's income...*" Coincido con esta posición en cuanto considero que el accionista al ser propietario de un título, acción, es acreedor de la sociedad, con derechos creditorios subsidiarios a los demás acreedores.

²⁹ Easterbrook, Frank and Fischel, Daniel: "The economic Structure of Corporate Law", ps. 67 a 69. Estos autores consideran que: "*dado que los accionistas reciben gran parte de la utilidad marginal e incurrir en la mayoría de los costos marginales, cuentan con los incentivos correctos para ejercer su discreción*". Por ello, para evitar que la conducta de los accionistas los exponga a un riesgo no anticipado es posible observar que acreedores privilegiados se reservan la facultad de aprobar operaciones riesgosas y, siempre y cuando reciban su pago, los acreedores obtendrán: su compensación y el control sin los votos. Sin embargo, según estos autores, afirman que cuando la firma

En cambio, sostienen que cuando la firma está en peligro, los accionistas –acreedores residuales– pierden el incentivo apropiado y, los directores o managers –en el afán de intentar mejorar su reputación– son leales a los intereses de los acreedores como alguna vez lo fueron con los de los accionistas. Así, los acreedores reciben los beneficios de las decisiones y proyectos nuevos hasta que sus reclamos son satisfechos.

La Corte de Delaware ha sostenido que en situaciones de insolvencia el deber fiduciario de los directivos debe incluir el interés de los acreedores toda vez que los accionistas pueden verse tentados a comportamientos oportunistas que minimicen el valor de la firma como un todo.³⁰

Siguiendo el razonamiento de los autores norteamericanos, si el accionista transfiere el interés económico de maximizar el valor de las acciones a los acreedores cuando el valor de las acciones se encuentra en peligro,³¹ el fideicomiso de garantía sobre acciones será el instrumento legal indicado para garantizar que los votos se correspondan con los derechos económicos de las acciones³².

está en peligro los accionistas, acreedores residuales pierden el incentivo apropiado, y los acreedores se convierten en reclamantes residuales. Por lo tanto, los administradores o managers intentarán mejorar su reputación y serán tan leales en la consecución de los intereses de los acreedores como alguna vez lo fueron en la consecución de los intereses de los accionistas. Así, los acreedores recibirán los beneficios de las decisiones y proyectos nuevos hasta que sus reclamos sean satisfechos.

³⁰ "Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Commc'ns Corp.", No. Civ. A. 12150, 1991 WL 277613 (Del. Ch. Dec. 30, 1991). La Corte de Delaware ha sostenido que en situaciones de insolvencia el deber fiduciario de los directivos debe incluir el interés de los acreedores toda vez que los accionistas pueden verse tentados a comportamientos oportunistas que minimicen el valor de la firma como un todo.

³¹ Easterbrook, Frank and Fischel, Daniel. "The economic Structure of Corporate Law", p. 74.

³² Leavitt, John. *The Voting Trust*, Columbia University, 1943, p. 5. "Mediante un 'voting trust', los accionistas estarán dispuestos a renunciar a su derecho legítimo de controlar la sociedad a fin de evitar la venta judicial de sus bienes, que los puede hacer desaparecer de la sociedad. Por otra parte, los acreedores prefieren evitar los gastos de la venta judicial y en cambio estarán dispuestos a permitir que los accionistas se beneficien de futuras mejoras de las actividades comerciales siempre que ellos obtengan el control de la sociedad durante un determinado periodo."

e. Breve análisis económico

Como es sabido, uno de los obstáculos más importantes con el que se enfrentan los empresarios, especialmente los pequeños y medianos, es la falta de acceso al crédito³³. Por lo tanto, el desarrollo de mecanismos de financiamientos alternativos y complementarios al crédito tradicional no puede tener más que un impacto positivo en el mundo empresarial y en la economía del país.

Las elevadas tasas de interés y altos costos de los préstamos son las principales barreras de acceso al financiamiento. A su vez, la falta de financiamiento a largo plazo dificulta, la inversión por un lado, y por otro contribuye a un apalancamiento peligroso cuando las empresas se ven obligadas a financiar sus inversiones de largo plazo con créditos de corto plazo³⁴. Es sabido también que nuestro país cuenta con otros problemas que inciden negativamente en la evaluación del riesgo crediticio como son: la lentitud del sistema judicial, las dificultades de ejecución que ello conlleva, y la escasa flexibilidad de los activos que pueden ser utilizados como garantía, que en general son inmuebles o automotores.

A mi entender, los empresarios ven restringido su acceso al crédito debido principalmente a la protección imperfecta de los derechos de los acreedores, ya que a medida que aumenta el apalancamiento, la opción de incumplir resulta más atractiva para el deudor, lo que a su vez genera que las instituciones financieras restrinjan el otorgamiento de créditos como una forma de limitar ese apalancamiento. Algunos autores destacan que las leyes y el rigor con que se aplican son elementos críticos en la determinación de los derechos de los acreedores y en el funcionamiento del sistema financiero. Según estos autores, existen evidencias empíricas que respaldan la idea de que la existencia de normas claras para proteger a los acreedores tiene un efecto positivo sobre los mercados financieros³⁵.

³³ "Trabas para Pymes y Emprendedores". Edición Impresa *Diario Clarín*, 20 de agosto de 2010.

³⁴ Garmendia Vázquez, Gonzalo. "Acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento: situación en América Latina y el Caribe". Publicaciones *X Foro Iberoamericano de Sistemas de Garantía y Financiamiento para la Micro y Pyme*, 2006.

³⁵ Ídem cita anterior.

En virtud de lo expuesto, se ve al fideicomiso sobre acciones como un elemento útil para mejorar el acceso al financiamiento y las condiciones actuales de otorgamiento de los créditos.

III. Conclusión

De acuerdo al estado actual de la legislación argentina, considero que el fideicomiso debe ser aceptado como una solución válida y en todos los casos cuya aplicación práctica mencionamos, aún las más cuestionadas, en virtud de que:

1. La utilización de conceptos valiosos en general, como los de orden público e interés social no deben resultar en un marco que constriña la celebración de operaciones comerciales celebradas bajo el imperio de la autonomía de la voluntad.

2. No podemos comparar la prenda de acciones, donde la titularidad y el ejercicio de los derechos quedan en cabeza del deudor, con el fideicomiso sobre acciones mediante el cual se transfiere la propiedad al fiduciario.

3. La posibilidad de transferir los derechos políticos no está expresamente prohibida. Por el contrario, la LSC permite que los accionistas puedan ser representados por terceros en las asambleas y en el caso del usufructo de acciones el legislador ha dejado librada esta posibilidad a las partes. De estos dos casos podemos inferir que no es una cuestión de orden público.

4. He mostrado que si bien podría existir un permanente conflicto de intereses entre los del acreedor y el social, también los puede haber entre los diferentes accionistas según sus preferencias personales. En todos los casos, serán los directivos los que deberán tomar las decisiones en miras al interés social.

5. La Ley de Sociedades Comerciales prevé la posibilidad de que el accionista tenga un interés contrario al social y en dicho caso le impone el deber de abstenerse. En consecuencia, se puede otorgar la misma posibilidad al fiduciario, quien además, si votara en contra del "interés social"; sería responsable como cualquier accionista por los daños y perjuicios ocasionados.

6. Las restricciones sobre el uso del derecho de voto de las acciones, o de los dividendos por parte de los fiduciarios, podrían estar especificadas en el contrato y en los estándares vigentes para cualquier accionista. En cuanto a los directores,

serán las leyes las encargadas de disuadirlos de tener un comportamiento ético.

7. El fideicomiso de garantía sobre acciones podría resultar un interesante instrumento legal para garantizar que los votos se correspondan con los derechos económicos de las acciones.

8. La falta de protección a los acreedores ha sido un gran obstáculo para el acceso al crédito de las empresas argentinas, y continúa siéndolo. Por ello se ve al fideicomiso sobre acciones como un elemento útil para mejorar el acceso al financiamiento y las condiciones de otorgamiento de los créditos –mayor plazo y tasas de interés más bajas–.

IV. Propuesta

Sin perjuicio de lo expuesto, es necesario poner fin a la diferencia de interpretaciones como lo hizo Estados Unidos en el año 1901 al incorporar el “*voting trust*” en el Estatuto de New York. Principalmente porque la incertidumbre actual crea inseguridad jurídica en los acreedores que no se sienten suficientemente protegidos.

Con el fin de dar el puntapié inicial, en este trabajo se propone otorgar coherencia normativa entre la LSC y la Ley de Fideicomisos, en favor del uso del fideicomiso de garantía sobre acciones.

Por una parte proponemos que el Congreso de la Nación incorpore expresamente en la Ley de Fideicomisos la posibilidad de utilizar al fideicomiso para operaciones de garantía, ya que hoy su validez se encuentra admitida únicamente vía doctrinaria y judicial. Consideramos importante que en la misma Ley –24.441– se incorporen claramente cuáles serían los deberes de los fiduciarios, cuando la garantía otorgada sean las acciones societarias, por ejemplo, estableciendo estándares de conducta que los obligue a actuar como lo haría un hombre diligente en sus propios negocios. Para evitar la resistencia de tal reforma, se podría establecer expresamente que los fiduciarios, quedan obligados a actuar de conformidad al artículo 248 LSC. Por otro lado, la solución óptima incluiría la incorporación del fideicomiso sobre acciones a la LSC. En caso de que ello resultare difícil, se propone como alternativa la posibilidad de agregar al artículo 219 la posibilidad de que las partes puedan dejar de lado el impedimento de transferir los derechos del propietario,

tal como se previó en el caso del usufructo de acciones. Es decir, se propone mantener la regla actual permitiendo una excepción en contrario ya que se entiende que no hay razón de orden público que justifique una solución rígida para todos los casos. De esta manera la Inspección General de Justicia no debería argumentar que a través del fideicomiso sobre acciones se intenta evadir impedimentos establecidos por una institución similar, simplemente porque tal impedimento podría ser dejado de lado por las partes.