

## ***TRACKING SHARES: UN MECANISMO VÁLIDO Y DESAPROVECHADO PARA FINANCIAR NUEVOS NEGOCIOS RELACIONADOS CON LA INNOVACIÓN***

*Santiago J. Monti y Emilio F. Moro*

### ***Tracking Shares. Caracterización.***

Las *Tracking Shares* (en adelante, “Acciones Sectoriales”) pueden definirse como aquellas que confieren a sus titulares derechos patrimoniales exclusivamente relacionados o ligados a una determinada división de negocios o actividad de una Sociedad, con exclusión de cualquier otra. Su existencia supone que la Sociedad emisora desarrolle múltiples actividades o líneas de negocios, constituyendo las Acciones Sectoriales una herramienta para atraer inversores interesados en financiar –y beneficiarse– con el desarrollo o proyección de una unidad de negocios específica, en la cual, por diversas razones, tengan especial interés.

Los autores que han abordado la temática bajo análisis han utilizado diferentes denominaciones para referirse a este tipo de acciones, tales como acciones “Relacionadas”, “Vinculadas” o “Sectoriales”, y las han analizado a partir de las “azioni correlate” incorporadas a la legislación italiana mediante el Decreto Legislativo Nro. 6 del 17 de enero de 2003, en atención a la influencia que el sistema italiano tuvo en nuestro régimen legal societario, pese a ser una herramienta reconocida por otras legislaciones incluso desde antes. Al respecto, es importante aclarar que en esta ponencia se analiza la figura atendiendo únicamente a su característica esencial, consistente en su ligazón patrimonial con determinada actividad de la Sociedad, y prescindiendo de cualquier otra limitación que pueda tener en cualquier otra legislación que no sea la local.

Este tipo de acciones, además de conferir a sus titulares una preferencia para el cobro de las ganancias originadas en la actividad cuyos resultados “traccionan”, cuentan con el atractivo adicional consistente en el mayor valor que tales títulos pueden adquirir en caso que el negocio subyacente se desarrolle de forma exitosa, independientemente del resultado del resto de la explotación de la Sociedad (con excepción de las situaciones de pérdida, a las cuales nos referimos más adelante). En ese sentido, las acciones bajo análisis pueden constituir una

herramienta interesante de negociación para aquellos inversores que buscan beneficiarse con el mayor valor derivado de la inversión que a tales fines se realiza, generalmente dentro de un plazo relativamente breve en proporción con otros comparables del mercado.

La Sociedad podrá definir características adicionales dirigidas a captar el interés del inversor, o bien podrá negociar con éste ciertas condiciones que satisfagan sus requerimientos como condición para otorgar el financiamiento deseado. En esa línea, las acciones analizadas podrán limitar los derechos de voto, constituyendo en tal caso una inversión puramente financiera por parte de los suscriptores; o, por el contrario, otorgar derecho a inmiscuirse de algún modo en la toma de decisiones atinente a la unidad de negocios en cuestión, ya sea mediante el derecho de ocupar una o más posiciones en el Directorio o de cualquier otra forma incidir en la aprobación de determinadas decisiones que influyan de modo gravitante en el desarrollo de la actividad puntual cuyas expectativas hayan captado el interés del inversor. En este marco, será habitual la celebración de acuerdos de accionistas u otros convenios para-societarios que reflejen el resultado de tales negociaciones y el alcance de los derechos –y obligaciones– de los titulares de las acciones Sectoriales con relación al negocio subyacente e, incluso, a los negocios de la Sociedad en tanto puedan influir en aquél, afectándolo. En algunos casos, estas acciones Sectoriales podrán constituir el primer eslabón de un proceso de creación de valor dentro de una Sociedad, y ulterior escisión o absorción.

### **Su validez de conformidad con las normas argentinas**

El artículo 1 de la Ley 19.550 (“LSG”) contiene los elementos tipificantes de la Sociedad. En lo que aquí interesa, la definición contenida en la norma alude al reparto de las ganancias –beneficios– y a la contribución a las pérdidas entre los socios como uno de los principales elementos cuya configuración permite caracterizar a una Sociedad como tal.

De acuerdo con el artículo 11 de la LSG, los accionistas pueden acordar las reglas aplicables para distribuir las ganancias y soportar las pérdidas, independientemente de sus aportes<sup>1</sup>; y además declara que en caso de silencio, la distri-

---

<sup>1</sup> Ley 19.550, artículo 11: “*El instrumento de constitución debe contener, sin perjuicio de lo establecido para ciertos tipos de sociedad: ...7) Las reglas para distribuir las utilidades y soportar las pérdidas. En caso de silencio, será en proporción de los aportes. Si se prevé sólo la forma de distribución de utilidades, se aplicará para soportar las pérdidas y viceversa; ...*”.

bución de las ganancias será proporcional a sus aportes. También establece que cuando los accionistas sólo establezcan reglas para la distribución de ganancias, las mismas pautas se aplicarán a la contribución a las pérdidas, y viceversa.

Pero tal facultad –como cualquier otra– no es absoluta, sino que encuentra ciertas limitaciones, en este caso establecidas en la propia LSG. En ese sentido, el artículo 13 de la LSG establece restricciones a las reglas que los accionistas pueden acordar en los estatutos, y determina la nulidad de ciertas disposiciones. Entre otras, dispone la nulidad de la estipulación estatutaria que atribuya todos los beneficios o prive de ellos a alguno o algunos de los socios; o los exima de contribuir a las pérdidas <sup>2</sup>.

El fundamento de estas restricciones reside en que tales estipulaciones tienen por efecto eliminar el elemento tipificante mencionado al inicio de este título, esto es: la participación en los beneficios y la contribución a las pérdidas que caracteriza y es elemento esencial de toda Sociedad. No se trata de la protección de terceros, ni de la Sociedad; ni siquiera se trata de la protección de los socios eventualmente afectados por alguna de tales estipulaciones. Se trata lisa y llanamente de la preservación de los elementos tipificantes de la Sociedad.

La “sanción” establecida en la LSG para el caso de incluirse tales estipulaciones es la nulidad de las mismas, sin que esto afecte la validez del resto del contrato social ni, por ende, de la Sociedad sobre la base del mismo. Tal solución resulta –en nuestra opinión– opinable. Si el fundamento de la sanción reside en la desnaturalización que la estipulación provoca, la consecuencia de su inclusión –tratándose además de una cuestión central del contrato social– podría haber sido la atipicidad y consecuente caracterización del acuerdo arribado entre los socios como un contrato sujeto a normas distintas de las societarias, en la medida en que no fueren ilegítimas y sin perjuicio de la eventual invalidez de las estipulaciones en cuestión cuanto el acuerdo que les dio origen se encontrare de algún modo viciado o cuando correspondiese privarlas de efectos con arreglo a otras disposiciones, tales como las relativas a la lesión (art. 334 CCCN), el abuso de derecho (art. 10 CCCN) u otras.

Dejando a salvo estas estipulaciones de contenido “extremista”, la LGS admite que los socios puedan acordar, en ejercicio de su libertad contractual, diferentes esquemas de participación en los beneficios y/o contribución a las pérdidas, aun alterando el principio de proporcionalidad con relación al aporte comprometido por cada uno de ellos.

---

<sup>2</sup> Ley 19.550, artículo 13: “*Son nulas las estipulaciones siguientes: 1) Que alguno o algunos de los socios reciban todos los beneficios o se les excluya de ellos, o que sean liberados de contribuir a las pérdidas...*”.

Es justamente dentro de las limitaciones admitidas por la LSG, que los accionistas pueden acordar la emisión de diferentes clases de acciones, con derechos económicos o políticos diferenciados. En ese sentido, el artículo 207 de la LSG reconoce expresamente esta posibilidad, agregando otra limitación: que las acciones de cada clase confieran derechos idénticos<sup>3</sup>.

Las normas de la LSG no establecen expresa y específicamente la posibilidad de emitir acciones Sectoriales, aunque –en nuestra opinión, en línea con la opinión de prestigiosos autores que hace tiempo la expresaron<sup>4</sup>– las admiten en tanto las mismas encuadran genéricamente dentro de la categoría de las acciones preferidas. Además, su emisión no se encuentra prohibida y sus características no afectan ninguno de los requisitos esenciales de la Sociedad.

En efecto, la LSG se refiere a dos clases diferentes de acciones con diferentes derechos económicos: acciones ordinarias y acciones preferidas. De acuerdo con el artículo 216 de la LSG, las acciones ordinarias dan derecho a un voto y a recibir dividendos y a contribuir a las pérdidas en su proporción. Además, los estatutos pueden reconocer voto múltiple a las acciones ordinarias<sup>5</sup>. A su vez, el artículo 217 de la LSG establece que las acciones preferidas tienen un privilegio sobre las ganancias en comparación con las acciones ordinarias<sup>6</sup>.

De lo anterior se sigue que las acciones Sectoriales pueden encuadrar perfectamente en alguna de las categorías propuestas, pero es de su esencia que confieran a su titular derechos patrimoniales exclusivamente ligados o en relación con una unidad de negocios determinada.

Tales derechos patrimoniales pueden consistir en una preferencia al cobro, que a su vez puede ser total o parcial, existiendo múltiples variantes para mejor captar el interés del inversor, considerando desde ya todos los intereses en

---

<sup>3</sup> Ley 19.550, artículo 207: “...El estatuto puede prever diversas clases con derechos diferentes; dentro de cada clase conferirán los mismos derechos. Es nula toda disposición en contrario”.

<sup>4</sup> Fargosi, Horacio P. “Acciones relacionadas”. La Ley 2007-B, 1298, 17/4/07; Duprat, Diego. “Tracking Stocks (Acciones Vinculadas)”. Errepar, Doctrina Societaria y Concurzal, Nro. 279, febrero 2011.

<sup>5</sup> Ley 19.550, artículo 216: “Cada acción ordinaria da derecho a un voto. El estatuto puede crear clases que reconozcan hasta cinco votos por acción ordinaria. El privilegio en el voto es incompatible con preferencias patrimoniales...”.

<sup>6</sup> Ley 19.550, artículo 217: “Las acciones con preferencia patrimonial pueden carecer de voto, excepto para las materias incluidas en el cuarto párrafo del artículo 244, sin perjuicio de su derecho de asistir a las asambleas con voz. Tendrán derecho de voto durante el tiempo en que se encuentren en mora en recibir los beneficios que constituyen su preferencia. También lo tendrán si cotizaren en bolsa y se suspendiere o retirare dicha cotización por cualquier causa, mientras subsista esta situación”.

juego. En esta dirección, las acciones Sectoriales sólo conferirán derechos –y obligaciones– respecto de una explotación puntual; pero bien podrían tener una preferencia total o parcial con relación al reparto de las ganancias traccionadas. Lo característico es que estas acciones sólo confieren derechos patrimoniales, en la medida y con el alcance que se determine dentro de los límites impuestos por la LGS, respecto de una –o algunas– divisiones de negocios.

Desde esta óptica, los derechos patrimoniales pueden consistir en preferencias respecto de un determinado porcentaje de las ganancias de la división de negocios traccionada, o bien en una determinada suma de ganancias generada por la misma, o incluso durante un determinado plazo. Todas estas alternativas son perfectamente viables y válidas en tanto no violenten los requisitos del art. 1 de la LGS, ni incurran en alguna de las estipulaciones prohibidas por el art. 13 de la LSG.

Cabe añadir que las acciones Sectoriales son también admisibles en las Sociedades Anónimas Simplificadas reguladas por la ley 27.349 de “Apoyo al Capital Emprendedor”, a tenor del art. 46 conforme al cual “*Se podrán emitir acciones nominativas no endosables, ordinarias o preferidas, indicando su valor nominal y los derechos económicos y políticos reconocidos a cada clase...*”.

### **Su importancia como recurso para financiar nuevos proyectos de inversión relacionados con la innovación**

La realidad de los negocios exhibe que la mayoría de las corporaciones se encuentran intensamente abocadas a la búsqueda de la innovación, con el objetivo de que sus ofertas de productos y servicios puedan acompañar las nuevas pautas de consumo, signadas por la irrupción de las nuevas tecnologías. El crecimiento exponencial del comercio electrónico (*e-commerce*) y la incorporación a la vida cotidiana de herramientas tecnológicas que proveen información inmediata e ilimitada han creado un nuevo escenario al que las corporaciones deben adaptarse rápidamente para sobrevivir y no ser superadas o barridas del mercado por las nuevas empresas –*start ups*– que se desarrollan meteóricamente valiéndose de nuevos instrumentos, recursos financieros y plataformas tecnológicas, despojadas de las burocracias y limitaciones de las grandes empresas.

Hoy más que nunca atestiguamos como el “dinamismo” del derecho mercantil se ha transformado en “frenetismo”: las normas jurídicas intentan –a los tropiezos– adecuarse a una realidad de negocios que no logran alcanzar ni muchas veces siquiera comprender.

Dentro de este marco, se impone –o se impondrá sólo– dotar a los inversores de suficientes y adecuadas herramientas para que puedan canalizar el progreso de forma ordenada, intentando compatibilizar los diversos intereses en juego.

Las acciones Sectoriales, junto a otras, son herramientas disponibles para que las empresas puedan canalizar inversiones para el desarrollo de nuevos proyectos ligados a la innovación, sin perder la identidad propia de la empresa y aprovechando recursos comunes, en aras de una mayor eficiencia.

Desde ya, su utilización exige la adopción de los recaudos necesarios para que la información relativa al desenvolvimiento económico y financiero de la unidad de negocios traccionada por las acciones Sectoriales pueda ser correctamente segregada, de forma tal que todos los accionistas y los terceros puedan contar con información clara, precisa y documentada que permita conocer la situación de la Sociedad y el alcance de sus derechos y obligaciones.

La realidad antes descrita exige interpretar las normas de modo de satisfacer la demanda del nuevo hombre de negocios, a fin de posibilitar el progreso y la inversión. Y la comunidad jurídica debe facilitar los instrumentos jurídicos adecuados para que ello se pueda concretar.

Desde tal perspectiva, la época exige que más que cuestionar o cercenar alternativas o herramientas de inversión, debamos trabajar en la flexibilización y/o adaptación de las limitaciones existentes, para mejorar o crear nuevas herramientas.

### **Su desaprovechamiento en el ámbito local: razones. Los obstáculos a remover para explotar esta valiosa herramienta**

Las acciones Sectoriales presentan como principal obstáculo la indivisibilidad del patrimonio social y la restricción para distribuir dividendos a los titulares de las mismas en la medida en que el resultado de la Sociedad considerando toda su actividad no haya sido una ganancia, de conformidad con lo dispuesto en los art. 68<sup>7</sup> y 71<sup>8</sup> de la LSG. Algunos autores, en opinión que no compartimos, han concluido que estas normas impiden la admisibilidad de las acciones Sectoriales.

---

<sup>7</sup> Ley 19.550, artículo 68: “*Los dividendos no pueden ser aprobados ni distribuidos a los socios, sino por ganancias realizadas y líquidas resultantes de un balance confeccionado de acuerdo con la ley y el estatuto y aprobado por el órgano social competente, salvo en el caso previsto en el artículo 224, segundo párrafo. Las ganancias distribuidas en violación a esta regla son repetibles, con excepción del supuesto previsto en el artículo 225*”.

<sup>8</sup> Ley 19.550, artículo 71: “*Las ganancias no pueden distribuirse hasta tanto no se cubran las pérdidas de ejercicios anteriores. Cuando los administradores, directores o síndicos sean remunerados con un porcentaje de ganancias, la asamblea podrá disponer en cada caso su pago aun cuando no se cubran pérdidas anteriores*”.

Por nuestra parte, entendemos que estos dispositivos constituyen limitaciones, pero de ningún modo importan prohibiciones.

Tales limitaciones hacen que la independencia de los resultados de las distintas explotaciones que faciliten la inversión mediante la emisión de acciones Sectoriales sea relativa, en tanto el resultado de las restantes actividades de la Sociedad puede limitar, reducir o impedir que pese a que la explotación traccionada por las acciones Sectoriales haya sido sumamente exitosa y haya generado una ganancia, los titulares de las mismas no puedan aprovechar sus beneficios o deban supeditar su goce a un momento ulterior por efecto de las pérdidas arrojadas por las restantes divisiones de negocios.

Esta importante limitación puede superarse mediante acuerdos para-societarios que obliguen a los restantes accionistas a efectuar los aportes necesarios para corregir el desbalance y posibilitar la percepción de los dividendos a los inversores titulares de las acciones Sectoriales; o incluso contemplar la acumulación de los beneficios no percibidos para el momento en que pueda efectuarse la distribución de ganancias, pero en todo caso serán acuerdos particulares que podrán celebrarse dentro del marco legal existente.

La realidad es que el principio de indivisibilidad patrimonial ha dejado de ser inmutable mediante el reconocimiento y regulación de nuevas figuras societarias que lo han relativizado. Nos referimos a la Sociedad Anónima Unipersonal y a la Sociedad de Acciones Simplificadas, que como sabemos permiten a una persona –física o jurídica– destinar sólo una parte de su patrimonio al desarrollo de un emprendimiento, sin comprometer el resto del mismo. Esta nueva realidad invita a reflexionar sobre nuevas alternativas que remuevan el obstáculo bajo análisis, en la medida en que se adopten recaudos en protección de terceros, tales como el otorgamiento de garantías y la obligación de proveer información clara y suficiente.

Más allá del supuesto antes mencionado, existe otra limitación consistente en la posibilidad de que se verifiquen conflictos de intereses, pues seguramente los titulares de las acciones Sectoriales priorizarán las decisiones que tengan por efecto directo o indirecto que el negocio subyacente de su interés obtenga el mayor éxito comercial posible; incluso cuando ello pueda resultar inconveniente para el resto de la Sociedad. Del mismo modo, es de esperar que los titulares de las restantes acciones procurarán preservar el interés de la Sociedad en su conjunto, aún cuando ello implique postergar los del negocio traccionado por las acciones Sectoriales. De nuevo, las partes tendrán amplia libertad –dentro del marco legal existente– para acordar mecanismos o resortes que permitan resolver estas situaciones.