

LAS ACCIONES VINCULADAS Y LA SAS

Susana Monzó, Álvaro Pérez Catón y Fernando Pérez Hualde

SUMARIO:

Las acciones sectoriales han encontrado en las SAS el terreno fértil donde pueden desplegar su utilidad y finalidad, dada la versatilidad de este tipo, cuyo eje se centra en la autonomía de la voluntad en el marco de la libertad, que permite adaptar la figura jurídica a las necesidades puntuales de cada negocio.

Estas acciones se insertan en un sector de la sociedad marco, cuya actividad general puede arrojar pérdidas, pese a existir ganancias en la actividad sectorial. La ineludible exigencia de cubrir las pérdidas generales de la sociedad, nos lleva a una elección cautelosa y estratégica de la sociedad, como así también a estipular un plazo de vigencia para estas acciones acotado y no coincidente con el término de la sociedad, vencido el cual, deberían encontrarse amortizadas. Además, deben pactarse las condiciones de rescate y preverse las formas de afectación de los dividendos de las acciones relacionadas a la contribución del riesgo general mediante la creación o constitución de reservas a tal fin, determinadas en la emisión, y con las condiciones de su afectación si ocurriese o su distribución final a las acciones que correspondan.

Dentro de las previsiones constitutivas de estas acciones debe tenerse presente la necesidad de sortear los problemas del control societario, estipulando modos de injerencia del socio sectorial tanto en el órgano de gobierno como en el de administración-representación, estableciendo, por ejemplo, para éste último una organización con facultades indistintas que permita al accionista sectorial gestionar la marcha de la unidad productiva vinculada a sus acciones, aprovechando la libertad y flexibilidad de estructuración propia de la SAS.



Los nuevos negocios y las necesidades que plantean

El mundo de los negocios en la actualidad, asociado a la tecnología digital, presenta la vertiginosidad del cambio propio de la “revolución industrial” del

conocimiento y los algoritmos. Esto determina la inexorable necesidad de los consumidores de adecuarse al ritmo del entorno, y allí donde surge una necesidad encontramos una nueva oportunidad de negocio. Es así como el visionario o inventor de nuevos productos encuentra la oportunidad para desarrollar ideas novedosas e innovadoras. Pero justamente, este rasgo frenético, propio del cambio actual en las necesidades, tendencias y preferencias de los consumidores, genera una dificultad u obstáculo para el innovador dado que tendrá que insertarse rápidamente en el mercado so pena de resultar obsoleto su producto. Esta alta barrera de ingreso constituye una debilidad que lo desalentará a embarcarse en una sociedad propia u otra figura, puesto que el tiempo habrá diluido la oportunidad y no logrará la llegada al mercado en términos de eficiencia.

Frente a esta situación resulta conveniente recurrir a una empresa ya consolidada y líder en el rubro de que se trate, puesto que ésta ya tiene afianzada la llegada a la clientela, y más aún, ha de haber logrado la fidelización de la misma. Esta estructura servirá de marco para la inserción rápida y efectiva con resultados casi inmediatos del producto desarrollado por el innovador-inventor, que podrá valerse de su tecnología, canales de distribución, llegada al mercado ya segmentado e incluso de la marca ya posicionada en la mente de los consumidores.

El instrumento jurídico adecuado a la necesidad de este negocio resulta ser las denominadas acciones vinculadas o sectoriales ¹, puesto que el innovador se insertará, dentro de la estructura societaria marco, vinculado al rendimiento de la unidad productiva, sector o actividad de la empresa en donde se desarrolla puntualmente su idea. Su inserción se hará como un “socio sectorial” con características especiales de las que nos ocuparemos en este trabajo.

Noción de acciones vinculadas

Estas acciones o participaciones denominadas “*azioni correlate*” en el derecho italiano, “*tracking shares*” en el estadounidense, “*actions reflet, traçantes o sectorielles*” en el francés ² y “acciones sectoriales” según parte de la doctrina española, presentan una relevante particularidad: “el dividendo que corresponde a sus titulares se determina (en mayor o menor medida, dependiendo de su concreta configuración estatutaria) en atención a los resultados obtenidos por un

¹ Siguiendo así la terminología utilizada por el artículo 216 bis, del Proyecto de Reforma de la Ley General de Sociedades, Expte. 1726/19, Folio 215. Honorable Senado de la Nación.

² Fargosi, Horacio; *Acciones Relacionadas*, La Ley 2007-B, 1298.

sector, división, unidad productiva o filial. En términos gráficos estas acciones “siguen”, en cuanto al derecho al dividendo, el comportamiento de cierto sector de la empresa social, de tal forma que la rentabilidad correspondiente a sus titulares se alinea hasta cierto punto con tal comportamiento. económicamente, los resultados de la inversión materializada en la adquisición de estas acciones o participaciones se acompañan con los resultados del sector o rama de actividad al que se vinculan”³.

En esta dinámica, el inventor o innovador se convertirá en “socio sectorial”, atento a que participa en la sociedad insertándose como socio pero participando en los resultados del área, sector, unidad empresarial o rama de la compañía marco en la que se desarrolla el producto de su invención. Es decir, ha de ser titular de acciones “vinculadas” a la unidad de negocio en donde se lleva a cabo su idea, sin que ello implique que solo es socio de esa unidad, dado que el patrimonio social es uno solo y su titular es el sujeto de derecho que nace del contrato social. Es decir, el “socio sectorial” lo es de la sociedad entera, como centro de imputación normativo diferenciado, pese a que sólo participará (en principio⁴) de los resultados de un sector, puesto que sus derechos patrimoniales están relacionados con el dividendo que se obtenga en la actividad puntual de desarrollo de su producto.

Pueden tomar diferente fisonomía, según el modo en que se las regule. Así podrían tener los derechos de las acciones ordinarias, con pleno ejercicio del derecho de voto en sus asambleas generales, que representan partes del capital social, pertenecientes a una clase o categoría de acciones y que no implican una división estructural sino con respecto al aspecto redituable de esa clase (estados contables segmentados de por medio). Pero también pueden ser reguladas como una categoría diferente de acciones (Acciones Sectoriales), con privilegiados derechos respecto del proyecto al que han sido aplicados los fondos aportados y sin derecho a participar en las asambleas generales⁵ o dividendos generados por la sociedad toda. Tampoco suelen otorgar derecho especial sobre activos integrantes de la actividad o rama del negocio a la que vinculan la obtención de utilidades, aunque en los términos del art. 11 inc. 9 LGS, bien podría disponerse alguna alternativa.

³ Díaz Moreno, Alberto; *Acerca de las denominadas “tracking shares”* Gómez –Acebo & Pombo, Análisis, abril 2016,

⁴ El art. 216 bis, inc. 3, del Proyecto de Reforma LGS, permite pactar en contrario.

⁵ Ej. art. 216 bis, inc. 4, Proyecto de Reforma.

La SAS como marco propicio para las acciones vinculadas

Ya Fargosi en 2007 consideraba viables tales institutos dentro de la sociedad anónima convencional, pese a la rigidez de este tipo social, puesto que valoraba la utilidad práctica de las mismas. Con mayor razón, esa utilidad adquiere vigencia en un tipo jurídico como la SAS, caracterizado por la versatilidad de su estructura pensada para adaptarse a la dinámica de los negocios que presentan integraciones complejas. La SAS se caracteriza por su apertura en materia de contenidos y formas.

Toda la ley 27.349, de Apoyo al Capital Emprendedor, se presenta como una solución práctica que facilita los negocios y los incentiva. Merecen especial atención: el objeto social amplio que abre el entramado para la realización de varias actividades relacionadas o no entre sí; y la estructuración de los órganos, erigiéndose la regla tipificante de la autonomía de la voluntad como eje del sistema.⁶ Se trata de una figura caracterizada por una libertad de configuración instrumental extraordinariamente flexible y amplia, adaptable a la realidad socioeconómica de un contexto de cambios vertiginosos.

La ratio es: se puede hacer todo para que el negocio sea posible. Encontrando como límite los principios generales rectores del Derecho.

La imperatividad y la proporcionalidad en la SAS

Las acciones vinculadas parten de una necesidad del mundo de los negocios que plantea una desigualdad, una desproporción: estas acciones cobrarán un dividendo preferido, vinculado a una rama de la actividad, por sobre los socios generales no sectoriales. Puede resultar así que, una vez cubiertas las pérdidas (si las hubiere), sólo perciban dividendo esta clase de acciones, situación que encuadraría en el marco del art. 13 de la LGS.

La causa fin societaria, enraizada en el riesgo común, que a su vez enerva y nutre al art. 13, no podría desnaturalizar ni alterar la sustancia y teleología de la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor (art. 33 Ley 27.349), en tanto no estén en juego los derechos de terceros. Esta norma crea a la SAS sorteando y superando la rigidez de los tipos ya existentes en la LGS, a los que a todas luces considera con poca flexibilidad y capacidad de adaptación al contexto de los negocios, motivo por el cual instituye el nuevo tipo social como herramienta propicia para las necesidades e incentivos mercantiles del presente.

⁶ Pérez Hualde, Fernando, *La autonomía de la voluntad como nota tipificante de la Sociedad por Acciones Simplificadas*; La Ley 3/11/2017.

Siguiendo este razonamiento, no resulta lógico aplicar a la SAS, que nació “libre”, los rigorismos de la ley cuya rigidez intentó salvar al crear este nuevo tipo.

Aun siguiendo la corriente más conservadora, las normas imperativas de la Parte General de la LGS, y en ella el art. 13, responden a la protección de un interés que es disponible por el sujeto protegido, dado que se trata de los propios socios y no de los terceros.

“La admisión de la libertad para establecer disparidades, desequilibrios y desproporciones entre los socios de la SAS (...) constituye una liberación de las amarras jurídicas que lo impedían (...) siempre con criterio de razonabilidad que los justifique.”⁷ Entendemos que el criterio de razonabilidad está dado por las propias reglas del mundo de los negocios y no por caprichos arbitrarios.

Debemos tener presente aquí que cuando de acciones vinculadas hablamos, nos estamos refiriendo a socios (antiguos o terceros nuevos socios) que han realizado un aporte extraordinario para la emisión de las mismas y aplicación de esos fondos a una “nueva” actividad. O sea, estos han asumido un “nuevo riesgo”, por el cual corresponde (y condicionan que así sea), ser recompensados con prioridad.

Las acciones vinculadas en la dinámica societaria

La doctrina ha planteado si la utilidad debe resultar o no luego de haber cubierto las pérdidas. Es decir, el caso concreto es el siguiente: la sociedad en su actividad genérica arrojó pérdidas pero la unidad vinculada a las acciones en cuestión dio utilidad.

Nos parece que la solución surge de la propia dinámica societaria. Fargosi admite similitud con los *patrimonios destinados* que sustancialmente persiguen el objetivo de evitar la satelización de las sociedades por la creación de nuevos sujetos para realizar emprendimientos puntuales. Pero inmediatamente enfatiza “no puede haber dudas que la afectación de un sector para determinar la rentabilidad de una clase de acciones no significará una fractura de la naturaleza única, o unitaria, del patrimonio”⁸.

⁷ Manóvil, Rafael Mariano, *La SAS y las normas generales de la ley de sociedades*, Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Buenos Aires, Anticipo de “Anales” – Año LXIII, Segunda época – Número 56, diciembre de 2018.

⁸ Fargosi, ob. cit.

El concepto de utilidad es unívoco, arts. 68 y 224 LGS, debe tratarse de ganancias líquidas y realizables, correspondientes a un balance de ejercicio regularmente confeccionado y aprobado, de los arts. 70 y 71 LGS, que imponen la constitución y mantenimiento de la reserva legal y la cobertura de las pérdidas de ejercicios anteriores ⁹.

Pese a la postura liberal de algunos autores en materia de SAS y las diferentes posibilidades en el diseño de la figura en el marco de la libertad,¹⁰ preferimos encuadrarnos dentro de la corriente conservadora que preserva la dinámica societaria en materia de utilidades. Ello nos llevará a señalar la necesidad de prever recaudos en la elección de la sociedad marco y en la forma de instrumentación de esta herramienta.

Por lo pronto, como se trata de la creación de una clase de acciones con derechos patrimoniales vinculados al resultado o rendimiento de una unidad productiva que debe quedar precisada con exactitud, como así también el *quantum* del privilegio económico que puede llegar a ser el total de la ganancia del sector individualizado. Debe establecerse la forma de determinar las utilidades y pérdidas del sector, como así también prever la presentación de un estado contable *segregado* con alcance informativo y sin eficacia externa ¹¹. La expresión del rendimiento de tal sector queda a un nivel contable y al solo efecto de la determinación del dividendo ¹².

El Proyecto de Reforma ya citado, en su art. 216 bis, último párrafo, prevé con una interesante fórmula la imposibilidad de distribuir dividendos de las acciones sectoriales si la sociedad no ha tenido utilidades realizadas y líquidas, o sin compensar previamente los quebrantos de ejercicios anteriores. Ahora, ello no implica que no podamos distribuir dividendos sólo a las acciones sectoriales o hacerlo en una mayor proporción a la distribución a las acciones ordinarias.

Conclusión

Instrumentación de las acciones vinculadas

La circunstancia antes observada y la conclusión acerca de la exigencia de cubrir las pérdidas surgidas por la actividad general de la sociedad pese a existir

⁹ Duprat, Diego A., *Tracking Stocks (acciones vinculadas)*; Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, N° 279, febrero 2011.

¹⁰ Balbín, Sebastián, *Sociedad por Acciones Simplificada*, Ed. Cathedra Jurídica, Bs.As., 2019.

¹¹ Fargosi, ob. cit.

¹² Duprat, ob. cit.

ganancia en la actividad en donde se insertan las acciones vinculadas, nos lleva a una elección cautelosa y estratégica de la sociedad marco donde éstas quedarán vinculadas a una actividad o sector.

Que así sea, responde al hecho de que, si bien estamos hablando de acciones vinculadas, hay un hecho concreto y cierto el cual es que la “nueva” actividad (para la cual se ha concretado la entrada de fondos vinculados a la misma), de uno u otro modo se valdrá o tomará ventajas de “la sociedad” que emite esas acciones (ej. redes de distribución, experiencias, buen nombre, etc.). Pues de lo contrario, constituiríamos directamente una nueva sociedad, controlada por la primera, pero con la entrada de nuevos “socios vinculados” a la suerte de la misma.

Por lo que la instrumentación dependerá de la debida formulación de las condiciones de emisión adoptada por el órgano de gobierno y el adecuado contenido de los derechos otorgados a dicha clase, con la particular especificación precisa del sector o actividad a la que se dirige su emisión ¹³.

Además, el plazo de vigencia de estas acciones debería ser acotado y no coincidente con el término de la sociedad. Dependerá también de cada circunstancia y de cada negocio el término en el que ya deberían encontrarse amortizadas, condiciones de rescate mediante si las hubiere, Preverse de igual modo las formas de afectación de los dividendos de las acciones relacionadas a la contribución el riesgo general mediante la creación o constitución de reservas a tal fin, predeterminadas en la emisión, y con las condiciones de su afectación si ocurriese o su distribución final a las acciones que corresponden.

Deberán incorporarse también las condiciones de negociación y transferencia de dichas acciones de clase, y las cláusulas de restricción o prohibición respecto a su transferibilidad, siendo de aplicación al contenido de la respectiva emisión lo establecido en el artículo 48 de la Ley 27.349.

De lo expuesto se sigue que las estrategias expuestas que serán adecuadas a cada circunstancia, deben regularse minuciosamente este tipo de acciones tanto en el instrumento constitutivo o estatuto originario, o bien en los respectivos aumentos de capital y consecuentes emisiones ¹⁴.

Recordemos también que le será de aplicación a la ingeniería y estrategia de la emisión de acciones relacionadas, la libertad de creación de títulos que hoy establece nuestro Código Civil y Comercial de la Nación en su artículo 1820

¹³ Artículo 44 y 46 de la Ley 27.349. El contrato constitutivo podría prever en el caso de las SAS la delegación de las formas y condiciones de emisión en el órgano de administración.

¹⁴ Tratándose de especialidades han de quedar suficientemente precisadas en los estatutos, tanto el contenido como la extensión del derecho atribuido (Diaz Moreno, Alberto, ob. cit.).

primera parte que permite un amplio margen en la creación de títulos valores con la sola contrapartida de la claridad en la fijación de derechos, clase, garantías, rescates, plazos, etc.

La problemática del control como amenaza a las acciones vinculadas

Va de suyo que los socios generales, es decir, los que tienen la mayoría de los derechos políticos y cuyo interés estriba en el negocio matriz, marco o general, ostentan también el control societario.

Se trata de accionistas que, en contraposición al socio sectorial vinculado a una unidad económica particular, tienen los votos necesarios para formar la voluntad social en la reunión de socios o asamblea ordinaria. Pero sabido es que el control se dirige al órgano de administración, fenómeno denominado “localización del control” atento a que es allí donde se decide qué, cómo, cuándo, cuánto y en qué mercado y a qué precio se produce. En el órgano de gobierno comienza la dominación, dado que es allí donde se eligen los administradores leales a sus fines, que serán remunerados, removidos y responsabilizados por la reunión de socios o asamblea ordinaria.

El panorama muestra que estos socios generales tienen el poder en el órgano de gobierno en donde forman la voluntad social y en el de administración en donde tienen colocados administradores leales, no siempre al interés social, sino muchas veces al fin extrasocietario de los socios controlantes.

Los socios sectoriales o vinculados a una determinada unidad son ajenos a esta dinámica y muchas ocasiones pueden verse perjudicados, atento a que los socios generales, a su vez controlantes, no tendrán (o al menos en la medida necesaria para defender los intereses de ese sector) vocación de hacer progresar la unidad de negocios afectada a acciones vinculadas con el dividendo allí surgido. Ello en virtud, justamente, de no obtener allí la utilidad que los beneficiará.

Este comportamiento puede observarse en la faz productiva, por ejemplo: destinando recursos o publicidad a la rama general y no a la sectorial de cuyo beneficio no participarán o al menos no lo harán en la misma medida que en la general. También puede observarse frente a situaciones de crisis, en donde preferirán afectar bienes destinados a la producción del rubro sectorial y no los de la actividad general de donde provienen sus dividendos.

La solución, a la luz de la SAS, parece simplificarse, puesto que la propia ley establece en materia de órganos la proverbial retórica de la autonomía de la voluntad. Es a los socios y no a la ley a quienes corresponde el diseño y estructuración de cada órgano según las necesidades de cada negocio.

Enfatiza Balbín, que incluso podría disponerse la creación de órganos con competencias superpuestas ¹⁵.

En este marco puede estipularse una estructura en cada órgano que garantice la viabilidad económica del sector relacionado o nuevo emprendimiento con las acciones vinculadas, mientras dure la vigencia de esta clase de acciones. Dada la dinámica del control que afecta a los órganos fundamentales: gobierno, administración y representación, podría estructurarse cada uno de ellos previendo la protección del socio sectorial.

Así, por ejemplo, para el órgano de gobierno podría establecerse que las resoluciones sociales que afecten al socio sectorial necesitarán de su aprobación para ser válidas. Una especie de *golden share* o acción de oro, o una modalidad de veto que asegure la defensa de los intereses sectoriales, siempre sin perjudicar el interés social.

Para el órgano de administración, podría preverse funciones indistintas para los administradores y que en lo atinente a la marcha de los negocios de la unidad productiva sectorial deba actuar, tanto en la faz interna de administración como en la externa de representación, el socio sectorial o quien este determine dentro de la clase de acciones. Todo ello dentro del marco general de conducta leal al interés social.

Como corolario final, las acciones vinculadas han encontrado el terreno fértil donde pueden desplegar su utilidad y finalidad. La SAS resulta ser la figura significativa más consistente al momento de interpretar y canalizar la autonomía de la voluntad en el marco de la libertad que necesitan los individuos que han decidido llevar a cabo una actividad de mercado con necesidades y paradigmas propios de una época que requiere una constante adaptación al cambio.

¹⁵ Confr. Balbín, Sebastián, ob. cit.