

ADMISIBILIDAD DE ACCIONES QUE LIMITAN DERECHOS FUNDAMENTALES RESPECTO DE ALGUNO DE LOS GIROS SOCIALES

POR JENIFER ALFARO BORGES¹
Y ROSA POZIOMEK²

Sumario

La ponencia analiza la legalidad según el Derecho uruguayo de un estatuto que limite a los titulares de determinadas acciones el derecho de voto y los derechos patrimoniales en relación con determinada actividad de la sociedad. Concretamente los derechos económicos al dividendo y a recibir acciones ante una capitalización de rubros patrimoniales a los que se hayan derivado ganancias no distribuidas.

Introducción

El planteo se enmarca en una operativa económica que implica que una actividad desarrollada por una sociedad anónima es financiada por sujetos que asumen la calidad de socios pero no tendrán incidencia sobre decisiones ni recibirán utilidades, de las restantes actividades sociales. La “separación” puede ser de interés de esos nuevos socios pero también puede ser de los socios “originales” que no quieren sumar participantes en beneficios que ya vienen obteniendo. Cabe destacar que siquiera debe

¹ Integrante del Grupo de Investigación del Anuario de Derecho Comercial (GRANDECO). Integrante del Grupo de Investigación de Derecho Societario (GDS) de la Universidad de Montevideo-Uruguay.

² Integrante del Grupo de Investigación del Anuario de Derecho Comercial (GRANDECO). Coordinadora del Grupo de Investigación de Derecho Societario (GDS) de la Universidad de Montevideo.

tratarse inexorablemente de nuevos socios, pudiendo presentarse la misma solución frente a un nuevo emprendimiento que no quiere ser acompañado por todos los socios, por lo que se decide aumentar el capital emitiendo acciones de este tipo.

Más allá de que el ordenamiento jurídico uruguayo presenta otros instrumentos que podrían resultar útiles para los mismos fines, entendemos que existen razones prácticas para analizar la admisibilidad de acciones que limiten derechos políticos y económicos en relación con determinada actividad social.

La canalización de inversiones bien podría realizarse a través de un fideicomiso o incluso utilizando una segunda sociedad comercial en la cual la original participe. Sin embargo, la realidad enseña que pueden existir fundamentos para que la nueva actividad a desarrollarse tenga como titular a la sociedad ya existente. Para citar algunas razones, podría tratarse de una actividad en la cual los antecedentes en el mercado resulten fundamentales (oferentes en licitaciones públicas, por ejemplo), para obtener financiamiento o simplemente para utilizar la misma base administrativa reduciendo costos básicos.

Varios son los aspectos vinculados que son tratados en esta ponencia. Lo primero que surge con claridad es que en nuestro ordenamiento jurídico estaríamos antes acciones preferidas. No se trata de acciones denominadas relacionadas (*azione correlati* del Código Civil italiano, ni de instrumentos similares como las *actions reflet, traçantes o sectorielles* o las *tracking shares*) entendidas como aquellas acciones ordinarias que se diferencian por conferir derechos patrimoniales en relación con algún ramo de actividad de la sociedad. Los títulos de participación de sociedades anónimas que planteamos, confieren a sus titulares derecho de voto únicamente en lo que refiere a la actividad con la cual se vinculan o que pueden influir en esta última y derechos económicos (dividendos y en algún caso, derecho a percibir acciones nuevas) limitados a los beneficios de la referida actividad. Ello implica decir que se trata de accionistas que tienen suprimido el derecho de voto en otras materias, así como que no tienen derecho a percibir utilidades generadas por otras actividades. Esto último naturalmente podría tener variantes, como ser el derecho a percibir un mínimo de utilidades por los beneficios generales percibidos por la sociedad sin importar la fuente, como retribución por la retroalimentación entre las diferentes actividades (prestigio), por ejemplo.

Corresponde tener en cuenta a su vez, que reconocer a esos accionistas el derecho a percibir todos los dividendos de la

actividad relacionada, conlleva postergar a los demás accionistas que nada cobrarán de los mismos.

1. No se trata de las “acciones relacionadas” que maneja la doctrina

Las acciones cuya admisibilidad en el Derecho uruguayo ponemos sobre la mesa, no se corresponden totalmente con las *azione correlati* del Derecho italiano³. Dichas acciones tienen elementos en común con las de nuestro planteo, pero el mismo va más allá. Decimos esto en tanto las acciones relacionadas son definidas como “*acciones ordinarias con pleno ejercicio del derecho de voto, pero con la particularidad que los derechos patrimoniales están relacionados con los resultados de un determinado sector de la actividad de la empresa.*”

Frente a este concepto dado por Fargosi⁴, surgen otros que ponen el acento (coincidiendo con la normativa italiana) en la vinculación entre los derechos económicos y la actividad para la cual se convoca a esos accionistas al momento de invertir. Es el caso de Petrucelli⁵ las define como las acciones “*provistas de derecho patrimonial correlativo a los resultados conseguidos por la sociedad en un determinado sector o ramo de actividad*”. El mismo Fargosi⁶ se refiere a estas acciones como aquéllas

³ Artículo 2350 del Código civil italiano: “... la società può emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore.” Que puede traducirse como “... acciones muñidas de derechos patrimoniales relacionados con los resultados de la actividad social en un determinado sector”.

⁴ Fargosi, Horacio P. “Acciones relacionadas”, Revista *La Ley*, 17 de julio de 2007.

⁵ Petrucelli, Rosa. “Le nuove frontiere dei mezzi di finanziamento delle società disegnate del legislatore della riforma” Citada por Raúl Javier Romero en Ponencia “Inadmisibilidad de las llamadas acciones relacionadas en nuestro Derecho societario vigente” del *X Congreso Argentino de Derecho societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho societario y de la empresa*, Tomo II, 3 al 6 de octubre de 2007, La Falda, Córdoba, p. 493 y siguientes.

⁶ Fargosi, Horacio P. “Estado actual del Derecho societario”, citado por Raúl Javier Romero en Ponencia “Inadmisibilidad de las llamadas acciones relacionadas en nuestro Derecho societario vigente” del *X Congreso Argentino de Derecho societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho societario y de la empresa*, Tomo II, 3 al 6 de octubre de 2007, La Falda, Córdoba, p. 494 y siguientes.

“emitidas para participar en un determinado sector de la sociedad y no en el total.”

Fahri de Montalbán⁷, recordando como antecedente de estos títulos a los *Trackin stoks* de Estados Unidos, se refiere a los mismos como aquéllos en los que *“... derechos patrimoniales estaban acotados al resultado positivo de la actividad de la emisora, en un determinado sector, ramo o proyecto empresarial y no al complejo total de las operaciones de la sociedad.”*

Las acciones que nos ocupan, como antes se señaló, no se caracterizan únicamente por atribuir derechos económicos vinculados a determinada actividad, sino que además limitarían sus derechos políticos. Partiendo de esa base, ya no se trataría de acciones ordinarias sino de acciones preferidas.

Estamos por tanto, ante acciones relacionadas en un sentido amplio que exorbita al concepto manejado por la Doctrina⁸.

2. Admisibilidad de clases de acciones

El Derecho uruguayo admite la emisión de diversas clases de acciones, incluyendo diferentes normas que regulan las particularidades de sociedades anónimas que sigan ese camino. No contiene, sin embargo, una previsión del tenor del artículo 207 de la Ley 19.550: *“El estatuto puede prever diversas clases con derechos diferentes; dentro de cada clase conferirán los mismos derechos.”* Entendemos que la norma argentina tiene mayor amplitud.

Por el contrario, en el Derecho uruguayo encontramos una serie de disposiciones que dan por hecho su admisibilidad, estableciendo las clases posibles, previendo su mención en los títulos accionarios, teniéndolas en cuenta al momento de regular las Asambleas y derechos como el de preferencia, etc.

Es así que en tanto en el artículo 251 de la Ley 16.060 (en adelante LSC –Ley de Sociedades Comerciales–) como en el artículo 300, al regular el contenido de los títulos accionarios

⁷ Fahri de Montalbán, Diana. “Acciones con derecho a utilidades provenientes de una explotación específica de la sociedad”, *X Congreso Argentino de Derecho societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho societario y de la empresa*, Tomo II, 3 al 6 de octubre de 2007, La Falda, Córdoba, p. 439 y siguientes.

⁸ Fargosi, Horacio P. En “Acciones relacionadas”, *Revista La Ley* de fecha 17 de julio de 2007.

incluyen “La naturaleza o clases, monto, condiciones de creación y de emisión en su caso y demás características de las acciones.” y “Valor nominal y en su caso, la clase de acción”, respectivamente. El artículo 307 establece que “Las acciones serán ordinarias, preferidas o de goce, según los derechos que otorguen a sus titulares”.

3. Limitación del derecho de voto

La limitación e, incluso, la supresión del derecho de voto, está expresamente regulado en el Derecho uruguayo, admitiéndose para las acciones preferidas. Cabe aclarar que aun si el voto es totalmente suprimido resurge por disposición de la Ley de Sociedades Comerciales en dos situaciones: en Asamblea ordinaria si la sociedad está en mora con respecto al socio, y en Asamblea extraordinaria si la resolución es de las que confiere derecho de receso.

Entendemos que únicamente a través de la emisión de acciones preferidas, es admisible conceder a determinados accionistas, derecho de voto únicamente cuando se consideran cuestiones relacionadas directamente con la actividad en la cual invirtieron (actividad con la cual se relaciona la acción). Sin duda, resulta fundamental la correcta regulación de los asuntos en los cuales el accionista conserva el voto (no nos referimos a la casuística), ya que no podemos perder de vista que conservarlo exclusivamente para intervenir en decisiones de la actividad puede resultar insuficiente para controlar posibles impactos de la actuación toda de la sociedad, en el emprendimiento que le compete⁹.

Por otra parte, una cuestión a resolver es la incidencia de cada clase en la decisión de distribución de dividendos. Si admitimos que puede una clase tener reservados para sí el derecho a percibir los dividendos generados en la actividad relacionada¹⁰, no podemos dejar de notar que la decisión sobre cuándo y de qué forma se procederá con la distribución de esas utilidades les debe corresponder en exclusividad.

⁹ En tal sentido no podemos olvidar que la LSC le otorga al órgano de administración y representación amplias facultades, que merecen su consideración al momento de establecer las reglas de protección del inversor.

¹⁰ Toda mención en este trabajo a actividad relacionada, implica la referencia a la actividad con la cual se relaciona la acción objeto de nuestro análisis.

Finalmente, entendemos que el mecanismo no se completa, si no tomamos en cuenta que el poder de decisión exclusiva sobre esa actividad relacionada sólo será completo, si los restantes accionistas titulares de acciones ordinarias, no participan en esas decisiones. En ese punto surgen los mayores obstáculos: al titular de acciones ordinarias no le puede ser limitado el derecho de voto.

4. Limitación del derecho al dividendo

De acuerdo con el artículo 319 LSC, la participación en las ganancias sociales constituye un derecho esencial del accionista. El artículo 6 de la misma norma incluye en el contenido exigido a todo contrato social, la forma en que se distribuirán las ganancias.

La Ley admite por tanto que la distribución no se corresponda con la participación en el capital. La pregunta es si la forma de distribución puede no ser un porcentaje diverso a dicha participación, sino en relación con una actividad desarrollada por la sociedad.

A su vez, el artículo 323 incluye entre los derechos que pueden otorgarse a los titulares de acciones preferidas: un dividendo fijo o un porcentaje de ganancias incluso acumulativo a utilidades a las que tengan derecho como cualquier otro accionista. Por lo tanto, la Ley uruguaya admite claramente el trato diferencial a los titulares de acciones preferidas, lo que nos plantea dos interrogantes: a) si alguna de las hipótesis abarca la que nos ocupa; b) si se trata de un listado taxativo o si puede ser ampliado por la autonomía de los otorgantes del estatuto.

Si entendemos que se trata de un listado taxativo, la Ley de Sociedades Comerciales no dejaría espacio a la concesión de otros derechos. Sin embargo, encontramos opiniones en sentido contrario. Es así que para Olivera García¹¹ no habría orden público involucrado en la norma, por lo cual pueden otorgarse otras preferencias diversas a las previstas mientras no se altere la naturaleza de la sociedad. Por su parte, Merlinsky¹² lo

¹¹ Olivera, Ricardo. *Estudios de Derecho Societario*, Santa Fe, Rubinzal-Culzoni Editores, p. 102.

¹² Merlinski, Ricardo. *Manual de Derecho Societario*, Buenos Aires, Editor Carlos Álvarez, p. 199.

considera en el concepto mismo de acción preferida cuando la define como “*son aquellas que reconocen algún derecho más que las ordinarias, los que generalmente se ejercen con prelación a los que la acción ordinaria otorga*”, significando para dicho autor “*mejores derechos o mayores ventajas...*”. En esa misma línea sostiene que “*pueden consistir en derechos diferentes y mayores o distintos a los que otorgan las acciones ordinarias*” (los destacados nos corresponden).

En cuanto a si el derecho a percibir en exclusividad utilidades generadas por la actividad relacionada, queda comprendido en alguna de las hipótesis de la Ley de Sociedades Comerciales, entendemos que la respuesta es afirmativa. Consideramos que cuando la LSC habla de “*dividendo fijo*”, no necesariamente está hablando de “*monto predeterminado*”. Por el contrario, ingresarían otras estipulaciones por las cuales se estableciera un dividendo determinable por algún mecanismo objetivo, que implicara una postergación de los derechos de los demás socios.

Dicho de otra manera, en nuestra opinión no se excede del elenco de derechos referidos por el artículo 323, sino que el supuesto quedaría incluido en uno de los expresamente previstos.

Consideramos además que en las acciones cuya admisibilidad es objeto de este trabajo, el punto no está dado solamente por la legalidad del otorgamiento de derechos patrimoniales sobre determinada actividad al titular de estas acciones sino, como surge del título de la ponencia, corresponde estudiar si podemos limitar el derecho de ese accionista respecto de beneficios emergentes de otras actividades y el de los restantes accionistas sobre la actividad relacionada.

Por otra parte, cabe analizar el tratamiento que el mismo artículo 323 confiere al derecho al dividendo (numerales 1 y 2). Esta norma establece que “*Además de los derechos conferidos a las acciones ordinarias, podrá convenirse que las acciones preferidas confieran a sus tenedores, cualquiera de los siguientes derechos: 1) Percibir un dividendo fijo o un porcentaje de ganancias, siempre que se den las condiciones para distribuirlas. 2) Acumular al dividendo fijo, el porcentaje de ganancias con que se retribuye a las acciones ordinarias en concurrencia con las mismas. ...*”

Lo cierto es que la citada disposición plantea varias dudas a despejar. La utilización de la expresión “*Además de los derechos conferidos a las acciones ordinarias...*” genera la necesidad

de coordinar los derechos del preferente¹³ con los titulares de acciones ordinarias.

Dos son las cuestiones que surgen: a) si el accionista preferente que tiene derecho a un dividendo fijo tiene derecho a recibir la diferencia de utilidades según su porcentaje accionario, y b) si el dividendo fijo puede postergar el derecho al dividendo mínimo obligatorio de otros accionistas.

Primera cuestión: cuando se establece el derecho al dividendo fijo del artículo 323 n° 1, ¿estamos ante un mínimo dentro de lo que le corresponde según las reglas de distribución de utilidades (generalmente según la participación)? O, ¿cambian las reglas de distribución y a este accionista no le corresponde además percibir la diferencia entre el fijo y los dividendos según su participación? Vale la pena destacar la diferencia con un ejemplo: acciones preferidas 20%, dividendo fijo \$ 100, dividendos del ejercicio \$ 1.000. En la primera opción recibiría \$ 200 y en la segunda, \$ 100.

Del análisis que Merlinsky¹⁴ desarrolla de este tema, puede entenderse que los derechos de los titulares de acciones preferidas no necesariamente se acumulan con los que emergen de las acciones ordinarias y tal como expresa: *“El accionista preferente no tendrá siempre y necesariamente derecho a recibir el dividendo de la acción ordinaria y además lo que otorga la acción preferida.”*

Segunda cuestión: si las utilidades del ejercicio no son suficientes para cubrir el dividendo fijo y el dividendo mínimo obligatorio¹⁵, ¿el primero posterga a los demás accionistas?

Rodríguez Olivera¹⁶ ha sostenido que *“... los pactos sobre preferencias, deben celebrarse sin desconocer el derecho esencial a los dividendos, por aplicación del artículo 25, que establece la nulidad de pactos que priven de ganancias a ciertos socios y por lo dispuesto en el artículo 320 que confiere derecho a un dividendo mínimo. Si bien la emisión de estas acciones preferidas tienen una índole excepcional y seguramente se emiten para incentivar una*

¹³ La expresión “accionista preferente” se utiliza a lo largo de esta ponencia únicamente con fines simplificadores para hacer referencia al titular de acciones preferidas.

¹⁴ Merlinski, Ricardo. Ob.cit. p. 231.

¹⁵ 20% de acuerdo con el artículo 320 de la LSC.

¹⁶ Rodríguez Olivera, Nury. En “Derechos conferidos por las acciones preferidas”, www.derechocomercial.edu.uy.

inversión importante de capital, cuando se resuelva su emisión no puede desconocerse derechos esenciales de los accionistas.”

En nuestra opinión el pacto que establece un dividendo fijo no estaría afectado de nulidad por el artículo 25 LSC en tanto sería luego en la práctica que se constataría esa confrontación de derechos. La cláusula no nace viciada y sólo cuando en la situación concreta se generan, como dijimos, dividendos insuficientes para responder a ambos derechos (dividendo fijo y dividendo mínimo obligatorio) surgirá el análisis de legalidad (seguramente de la resolución de Asamblea que apruebe el proyecto de distribución de utilidades). Por ende, no nos encontraremos ante un estatuto que prevé que todas las ganancias sociales sean para determinado/s socio/s.

En lo que refiere a la legalidad de esa postergación (reiteramos, en lo que hace al dividendo mínimo obligatorio), ambas posturas son sustentables. La legalidad de la norma puede fundamentarse en la confrontación de los dos primeros numerales del artículo 232, ya transcritos. Si recurrimos al análisis que la Doctrina realiza del numeral 2º del mismo artículo 323 (dividendo fijo más porcentaje en las ganancias), encontraremos opiniones de que lo que se distribuye entre los accionistas de acuerdo con su participación, es lo que resta luego de deducir el dividendo fijo. A modo de ejemplo Rodríguez Olivera¹⁷ sobre dicha disposición manifiesta que *“se debe separar lo necesario para el dividendo fijo y lo que reste se distribuirá entre todos los accionistas, incluso el preferente, a prorrata de sus respectivas participaciones”*. En nuestra opinión, la mayor ventaja que se confiere al preferente está dada porque además ingresa en la distribución en proporción a la participación, pero tanto en el numeral 1º como en el 2º del artículo 323, el destino de los dividendos es cubrir el fijo del preferente sin considerar el dividendo mínimo de los titulares de ordinarias. Sólo de esa manera se puede cumplir la finalidad del mecanismo: asegurar al inversor que será el primero en cobrar un fijo en caso de existir dividendos¹⁸.

Cabe destacar que en el planteo que nos ocupa resolver, esta segunda cuestión va más allá de porcentajes. Un ejemplo servirá

¹⁷ Rodríguez Olivera, Nury. En “Derechos conferidos por las acciones preferidas”, www.derechocomercial.edu.uy

¹⁸ Otro tema es establecer mecanismos para que el inversor se asegure contar con poder de decisión para que las utilidades pasen a ser dividendos y no pasen a integrar otros rubros patrimoniales.

para explicarnos: pensemos en que la actividad relacionada genera dividendos¹⁹ por \$ 1000 y las restantes actividades nada generan. El derecho del preferente, ¿lo transforma en “acreador” de toda la utilidad o debe distribuirse \$ 200 entre los demás²⁰, a pesar de lo pactado en el estatuto y por aplicación del artículo 320 (dividendo mínimo)? Nos inclinamos por la primera interpretación.

En cuanto a los derechos de los restantes accionistas (acciones ordinarias), una de las apreciaciones que corresponde realizar es que la postergación de su derecho al dividendo frente a los titulares de acciones preferidas está expresamente prevista por la Ley. La discusión (como vimos nada menor) puede estar dada por la legalidad de una resolución de Asamblea que destine dividendos a cubrir el fijo del/los titular/es de acciones preferidas incumpliendo el dividendo mínimo de los demás²¹. Sin embargo, está claro que media postergación en cuanto al resto del dividendo. Para ser más claras: de los dividendos a recibir en un ejercicio, se deberá restar el dividendo fijo para luego realizar la distribución entre los demás (pagando o no la diferencia al preferente dependiendo de la postura adoptada, según vimos).

Por encima de todo lo dicho no debe perderse de vista que la Ley de Sociedades Comerciales establece como elemento a regular por el estatuto la “*forma en que se distribuirán las utilidades*”. Forma que no debe necesariamente responder al porcentaje de participación en el capital. Pero que tampoco excluye una distribución con criterios objetivos como los del origen (la actividad generadora del dividendo). En este punto corresponde tener en cuenta nuevamente el artículo 25 LSC en cuanto establece la nulidad de los pactos que impliquen una “*participación en las ganancias... claramente desproporcionada con relación a sus aportes.*” Consideramos que pueden adoptarse otros criterios para medir la proporcionalidad exigida por la ley, fuera de la confrontación numérica²² entre aporte y derechos económicos conferidos.

¹⁹ Artículo 98 LSC.

²⁰ Teniéndolo en cuenta o no, según la postura que adoptemos en la discusión antes planteada.

²¹ Aunque resulta de lo que antes se señala, corresponde reiterar que no es esa la opinión de las ponentes y se marca como uno de los puntos importantes sobre los que puede mediar discusión.

²² Aunque generalmente el inversor sea quien con su aporte dinerario o, en especie, sea quien posibilite el emprendimiento relacionado, puede no darse

5. Limitación del derecho a recibir acciones por capitalización de reservas

Cuando nos enfrentamos a una capitalización de reservas o de resultados acumulados, estamos indirectamente ante un pago de utilidades con acciones. Más allá de la posición doctrinaria a la cual nos afiliemos en cuanto a si se trata de un aumento nominal o real de capital, esa operación contable integra al capital fondos que eran potencialmente distribuibles. Si las utilidades enviadas a reserva fueron generadas en una actividad por la cual hubieran recibido dividendos titulares de acciones relacionadas²³, el planteo surge por sí solo: ¿la distribución se debe hacer en proporción al porcentaje de participación en el capital o respetando el derecho de dichos accionistas? ¿Es admisible el pacto por el cual se fija la distribución de las nuevas acciones atendiendo al origen de los fondos capitalizados?

5.1 El derecho de preferencia y la forma de distribución de las nuevas acciones emitidas

Al regular el derecho de preferencia, la LSC en su artículo 326 establece que todas las clases de acciones confieren derecho de preferencia sobre las nuevas acciones de la misma clase, estableciendo expresamente que es un derecho a recibirlas en la misma proporción en la que posean las acciones originales. Lo que equivale a decir que se debe respetar la proporción en que cada socio participa en el capital. La norma no parece dejar espacio para que el intérprete fundamente la admisión de una entrega de acciones nuevas siguiendo otros criterios. Criterios que pueden resultar más respetuosos de los derechos esenciales de los socios.

en la totalidad de los casos. Deben tenerse presente otras contribuciones del socio que no pueden ingresar como aportes (sólo podrán serlo bienes o derechos susceptibles de ejecución forzada) pero resultan igual o más valiosos para el éxito del emprendimiento (como por ejemplo, conocimientos secretos que no constituyan propiedad intelectual o incluso el prestigio del socio en el mercado).

²³ Téngase presente que entendemos que en el Derecho uruguayo sólo podrían tener cabida las acciones relacionadas, en el sentido amplio que le damos en este trabajo, como acciones preferidas

El tenor de la norma admite una única interpretación: todos los accionistas tendrán derecho de preferencia de acuerdo con su participación accionaria y no en función de sus derechos sobre los fondos que integran los rubros capitalizados.

Debe tenerse presente que la relevancia de la cuestión excede el tema de esta ponencia, siendo aplicable a la entrega de acciones nuevas en una sociedad cuyo estatuto prevé una forma de distribución de dividendos diversa al de la participación en el capital.

No profundizamos en el análisis de la legalidad de un pacto social por el cual se establezca que a la distribución de acciones nuevas que respondan a una capitalización de rubros patrimoniales formados por dividendos no distribuidos, deba aplicarse la misma forma de distribución de dividendos elegida. En principio, entendemos que no se trata de una norma de orden público, y en tanto no vulnera derecho de los accionistas, debe tenerse por válida.

5.2 ¿Es un aumento nominal y admite que se pacte un sistema de distribución de acciones diverso de la proporción en el capital?

La Doctrina uruguaya no es unánime al calificar a la capitalización de reservas como aumento nominal²⁴ o real²⁵ de capital.

Si entendemos que se trata de un aumento nominal de capital, una de las interrogantes es si los accionistas cuentan con derecho de preferencia o si se trata de un derecho económico a ejercer exclusivamente frente a un aumento real²⁶. Sin duda sólo ante un aumento real el socio tendrá un margen para adoptar decisión: integra y recibe acciones o no lo hace. Difícil es suponer alguna hipótesis lícita en la cual un accionista se niegue a

²⁴ Entre quienes entienden que es un aumento nominal de capital encontramos a Olivera, Ricardo. *Estudios de Derecho Societario*, Santa Fe, Rubinzal-Culzoni Editores. p. 416; Lapique, Luis. *El Capital De Las Sociedades Anónimas*, F.C.U., segunda edición, p. 54.

²⁵ Entre los que entienden que es un aumento real encontramos a Wonsiak. "Acciones liberadas por capitalización de reservas. Algunas cuestiones controvertidas" en *IX Jornadas Rioplatenses de Derecho*, Buenos Aires, Argentina, 2005.

²⁶ Lo que es incuestionable es que el derecho de recesso tiene cabida únicamente en un aumento real de capital.

recibir acciones liberadas siendo condición básica para mantener su participación sin tener que aportar nada a cambio.

Si además seguimos aquellas posiciones doctrinarias que sostienen que el derecho de preferencia nace con un aumento real de capital (contra integración de nuevos aportes o por capitalización de pasivos), la cláusula que confiere a los titulares de acciones "relacionadas" derecho a recibir la totalidad de las acciones emitidas, no afectaría el derecho fundamental de preferencia.

5.3 La Ley 16.060 admite un trato diferencial a los titulares de acciones preferidas

El artículo 311 de la Ley 16.060 admite la amortización incluso para una o algunas clases de acciones. Se podría encontrar en esta norma la admisión por parte del Derecho uruguayo del trato diferente dado a los accionistas titulares de una determinada clase de acciones. La igualdad deberá en ese caso respetarse entre quienes participan en una misma clase. Claro está que se trata de una norma excepcional.

6. Los acreedores sociales y los derechos de los titulares de acciones preferidas

No podemos perder de vista que estamos ante un solo sujeto de derecho con un patrimonio único. Más allá de que resultará fundamental reflejarlo en la forma de exposición contable, discriminando las utilidades de cada una de las actividades desarrolladas y establecer otra serie de reglas para dar transparencia al desarrollo de la gestión, los activos que ingresen a la sociedad se integrarán un patrimonio que constituirá garantía común de los acreedores sociales (artículo 2372 del Código Civil uruguayo).

Aunque el estatuto en el cual se prevean las especiales reglas de distribución de dividendos que venimos de analizar sea oponible –es decir que tenga efectos frente a terceros–, ello no altera la premisa antes referida. Las deudas de la sociedad están garantizadas con todos los activos de la sociedad y por tanto lo que ingrese a la caja de la misma podrá ser embargado por sus acreedores. No podrá argumentarse que la deuda fue generada en uno de los giros sociales y el activo que ingresa tiene origen en otro de los giros.

7. Admisibilidad de una sociedad cuya totalidad del capital sea representado en acciones preferidas

Bien puede el negocio ideado por los socios implicar la coexistencia de varias clases de acciones que comparten las características descritas (limitación del voto y derechos económicos). O incluso que resulte esencial que los restantes accionistas (los que no son titulares de acciones relacionadas) tengan limitado el derecho de voto a fin de no participar en toma de decisiones sobre la actividad vinculada. Ello implicaría la inexistencia de acciones ordinarias. Cabe preguntarse si ello es admisible en nuestro ordenamiento jurídico.

Este cuestionamiento no se formula tratándose de acciones relacionadas en el sentido que viene manejando la Doctrina, caracterizadas, como vimos, como acciones ordinarias con especiales derechos patrimoniales.

Lo cierto es que originalmente el artículo 323 de la Ley (inciso final) de Sociedades Comerciales uruguayas, no admitía una sociedad que emitiera más del 50% de su capital en acciones preferidas. Se trataba de un obstáculo a la estructuración de una sociedad anónima con accionistas que tuvieran única pero a su vez, exclusivamente, el derecho de voto y económicos, en relación con una actividad de la sociedad: a los titulares de acciones ordinarias no les puede ser restringido y/o limitado el derecho de voto, existiendo las discusiones que vimos en cuanto al derecho al dividendo mínimo obligatorio. La Ley 16.838 derogó el referido inciso del artículo 323 con lo cual ya no encontramos una norma que expresamente establezca un mínimo de acciones ordinarias. Lo que no necesariamente implica que la Ley de Sociedades Comerciales admita la existencia de sociedades con 100% de capital representado en acciones preferidas. Este análisis exorbita la presente ponencia pero no puede dejar de mencionarse por los motivos que acabamos de señalar.

Conclusiones

1. Plantemos la admisibilidad en el derecho uruguayo de acciones relacionadas en un sentido amplio que exorbita el concepto manejado por la Doctrina, acciones que confieren derechos exclusivamente en lo relativo a un emprendimiento de la sociedad: concretamente el voto relativo a esa actividad y dividendos generados por la misma.

2. Ello se concreta mediante acciones preferidas cuyo voto estará limitado en el sentido señalado y contarán con derecho a percibir la totalidad del dividendo que la sociedad genera por la actividad relacionada.

3. Es admisible en tanto:

- a. Por ley el derecho de voto de las acciones preferidas puede incluso suprimirse, tratándose en este caso de un grado menor de “afectación” del derecho del socio.
- b. La postergación del derecho al dividendo está prevista en nuestro derecho cuando admite que los titulares de acciones preferidas cobren un dividendo fijo, tratándose en este caso de una variante de postergación del derecho de los restantes accionistas. Postergación que, sin perjuicio de lo discutible del tema, consideramos puede²⁷ afectar incluso al derecho al dividendo mínimo obligatorio²⁸.
- c. El mismo artículo está admitiendo que las acciones preferidas no concedan derechos sobre los dividendos residuales (los que sobren luego de cobrarse el “fijo” establecido para las mismas), por lo cual puede perfectamente pactarse que no tendrán derecho a los beneficios de otras actividades sociales.
- d. A su vez, la LSC no limita la forma en que se deben distribuirse las utilidades, mientras no implique que todas las ganancias sean para algún/os socio/s o las ganancias se distribuyan de forma claramente desproporcionada al aporte. Consideramos que pueden adoptarse otros criterios para medir la proporcionalidad exigida por la Ley, fuera de la comparación matemática entre aporte y derechos económicos conferidos, lo cual deja cabida a la distribución según la vinculación de la acción con la actividad generadora del dividendo.

4. No es admisible el pacto por el cual las acciones ordinarias puedan ver limitado su derecho al voto en todo lo relativo a la actividad relacionada con las acciones preferidas objeto

²⁷ Dependerá de lo pactado en el Estatuto.

²⁸ Primero se liquida todo el dividendo fijo del titular de acciones preferidas y luego si sobra se hace la distribución de acuerdo a las reglas generales de distribución (salvo previsión estatutaria, según la participación en el capital).

de este trabajo. La derogación de la prohibición de emisión de acciones preferidas por más de un 50% permitiría afirmar que la LSC uruguaya admite las sociedades anónimas sin acciones ordinarias, con lo cual la estructura societaria que planteamos presentaría un obstáculo menos: los restantes socios (no titulares de acciones relacionadas) podrían ser todos titulares de acciones preferidas que no detentarían el derecho de voto en todo lo relativo a la actividad relacionada.

5. Ha quedado fuera de este trabajo la consideración de esta limitación como objeto de un convenio de sindicación de acciones.