

## **VALIDEZ DE LOS CONTRATOS ATRIBUTIVOS DE DERECHOS ACCIONARIOS**

*Alejandro Miller*

### **Sumario**

1. Se postula la validez del ejercicio disociado de los derechos, tanto de contenido económico como político, por parte de terceros que no reúnen la calidad de accionistas. Ello es válido en consideración a la acción como bien mueble y objeto de tráfico mercantil y la ausencia legal normativa que considere que los derechos políticos son inherentes a la calidad de socio.

2. En tal sentido, se postula la validez dentro del actual marco jurídico para los contratos en general y en particular en el derecho societario para las sociedades anónimas y en comandita por acciones, de todos los contratos por los cuales se atribuyen a terceros no accionistas derechos que emanan de la tenencia de las acciones. Ello es válido ya que la normativa general en materia contractual así lo autoriza y el derecho societario tampoco cuenta con norma prohibitiva.

3. Son por tanto válidos tanto los contratos de arrendamiento de acciones, como el comodato, el leasing de acciones y la donación con reserva de usufructo para el donante y otros tanto nominados como no. En el caso del usufructo de acciones el mismo puede comprender la atribución tanto de derechos de contenido económico como político, en este caso al tenor amplio del pacto en contrario.

### **Introducción**

1. La acción está conceptuada como un valor que otorga a su titular los derechos que la ley societaria le confiere a los accionistas. Pero la acción tiene un carácter multifacético que va mucho más allá de ese concepto inicial como valor y admite que la misma sea considerada desde un triple aspecto: (a) la acción como cuota parte

representativa del capital social; (b) la acción como un título valor de participación y como tal legitimando a su regular tenedor a ejercer derechos que emanan del referido título, concediéndole la calidad de socio; y (c) la acción como un bien de naturaleza mueble y que como tal es un objeto del derecho y está en el comercio de los hombres. La ley societaria distingue claramente estas diversas facetas, por ejemplo, como cuota parte del capital integrado cuando la ley manda que las acciones sean siempre de igual valor nominal; o bien como título valor cuando se dispone sobre las formalidades de la acción y las menciones esenciales que el título accionario debe contener; y finalmente como un objeto mueble del derecho y contenido en el tráfico mercantil como cuando regula el usufructo de acciones o la prenda.

2. En esta ponencia hemos de considerar a la acción como un bien mueble y por tanto como un objeto de negocios contractuales. En este sentido postulamos la viabilidad legal de los contratos que permiten la atribución de derechos accionarios que emanan de la tenencia de acciones en favor de terceros que no reúnen la calidad de socios. Dicho de otra manera, entendemos que la referencia que hace la ley societaria al usufructo y a la prenda no configuran un nómina taxativa y limitante de los negocios jurídicos sobre los que las acciones pueden ser objeto, sino que el amplio esquema del sistema contractual, tanto de contratos nominados como no nominados, les alcanza a las acciones. En tal sentido, debe admitirse la viabilidad de contratos tales como el arrendamiento de acciones, el comodato o el fideicomiso de acciones, la donación de la nuda propiedad con reserva del usufructo, o el crédito de uso (*el leasing tanto en su modalidad financiera como operativa*) sobre acciones, así como cualquier otro contrato válido no nominado.

## **Los derechos que emanan de la acción**

3. Tradicionalmente la doctrina cuando se refiere a los derechos que emanan de la tenencia regular de la acción ha distinguido entre: derechos económicos y derechos políticos. Fundamentalmente distinguiendo entre el derecho al dividendo a quien se ubica en el primer grupo y el derecho al voto que pertenece al segundo. Asimismo se ha entendido que, si bien todos los derechos son inherentes a la calidad de accionistas (prueba de ello es que la ley societaria uruguaya refiere a derechos esenciales o fundamentales de los accionistas en su

artículo 319 y ubica allí tanto a derechos políticos como aquellos de contenido económico); no obstante, se ha dicho que los derechos políticos hacen a la esencia del socio, y por tanto, el ejercicio de los mismos es imposible de disociar atribuyéndolo a un tercero que no revista la calidad de accionista. Nos permitimos discrepar con esta conclusión.

### **Ejercicio disociado de los derechos accionarios por parte de un tercero**

4. Analicemos si es admisible legalmente disociar el ejercicio de los derechos —en particular los políticos como el voto— en favor de terceros no accionistas. Esto es, si es legalmente viable que el accionista transmita a un tercero todos o parte de los derechos accionarios, sean de contenido económico como político, manteniendo el accionista la titularidad de sus acciones. Dicho de otra manera, por ejemplo, a través del arrendamiento de acciones o la entrega en comodato de las mismas.

### **Tesitura que no admite atribuir a terceros el ejercicio de derechos políticos**

5. En la jurisprudencia se señaló que el estado de socio no es cesible, como tampoco las facultades que de él derivan, salvo el supuesto de sustitución de la persona del cedente<sup>(1)</sup>. En buen romance, todo lo que no sea transferencia de acciones (por acto entre vivos o sucesión) no sería legalmente admisible. Por su parte la doctrina en forma mayoritaria ha acompañado esta tesitura. Así para *Nissen* es inadmisibles sostener la posibilidad que el usufructuario pueda también ejercer los derechos políticos pues el nudo propietario entonces carecería de toda injerencia en la vida de la sociedad<sup>(2)</sup>. Igualmente podemos referirnos a *Verón* para quien la calidad de accionista no es susceptible

---

(1) Fallo CNCom., Sala A, fecha 22.08.79; citado por Mascheroni y Mugillo en *Régimen jurídico del socio*, Astrea, Bs. As., 1996, p. 8.

(2) *Nissen, Ricardo, Curso de derecho societario*, Ad-Hoc, Bs. As., 2004, p. 424.

de ser escindida, reafirmando el carácter de indivisible de la condición de accionista, de tal manera que los derechos políticos deben permanecer en cabeza del socio<sup>(3)</sup>. O también comentando que los derechos políticos deben en caso de usufructo permanecer con el accionista, *Sasot y Sasot Betes* nos dicen que los derechos inherentes a la condición de socio deben permanecer y asignarse en caso de duda al dueño de la acción<sup>(4)</sup>. En esta misma tesitura podemos citar a *Halperin y Otaegui* para quienes todos los derechos que no tengan un contenido patrimonial han de corresponder al propietario de la acción ya que son derechos inherentes a la calidad de socio y por tanto su traslación a terceros no es factible, pudiendo ello afectar las bases de la sociedad<sup>(5)</sup>. A tal punto llega la firmeza de esta posición doctrinaria que *Nissen*, analizando el usufructo regulado en el artículo 218 y a pesar de que el texto legal habla que el ejercicio de los demás derechos (excluido el dividendo) son del nudo propietario **“salvo pacto en contrario”**, aún así entiende que esa expresión final **“sólo se refiere a la posibilidad de que el usufructuario tenga el derecho a la cuota de liquidación, que en principio está reservada al nudo propietario, pero nunca los derechos políticos”**<sup>(6)</sup>. Esta interpretación, con respeto a su autor, nos sorprende ya que el texto legal no incluye ninguna limitante ni cortapisa por lo que en tal caso el intérprete no está autorizado a ejercitar una explicación limitativa o abrogatoria. En una reciente obra también *Vanasco* se suma a esta tesitura, agregando **“Sin embargo, los derechos políticos sólo podrán ser ejercidos por el locador o propietario de las acciones, pues la ley no admite convenciones sobre voto en este caso, a diferencia de lo que autoriza para el caso de usufructo”**<sup>(7)</sup>.

Ahora bien, un comentario: si el autor otorgaba validez al arrendamiento de acciones al no haber norma societaria que lo

---

(3) Verón, Alberto, *Sociedades comerciales*, Astrea, Bs. As., 1988, tomo 3, p. 588.

(4) Sasot y Sasot Betes, *Sociedades anónimas. Acciones y bonos*, Abaco, Bs. As., 1985, p. 334.

(5) Halperín y Otaegui.

(6) Nissen, Ricardo, *Curso de derecho societario*, Ad-Hoc, Bs. As., 2004.

(7) Vanasco, Carlos, *Sociedades comerciales*, Astrea, Bs. As., 2006, tomo 2, p. 459.

contradijese, porque entonces limitar la transferencia a los derechos económicos siendo que la ley nada indica en contrario en este aspecto. El razonamiento no parece, con todos los respetos, consistente. Entendemos que la ley societaria nada dice porque nada debía decir, para ello está el Código Civil y el de Comercio para regular sobre el arrendamiento de bienes muebles, como las acciones. La ausencia de norma societaria expresa no puede ser tomada como prohibición sino como permisión. El principio siempre es la libertad, en este caso a disponer del accionista y a contratar.

6. En suma, el común denominador de esta corriente es que los derechos que emanan de las acciones pertenecen al socio por ser inherentes a su calidad de tal, estando por tanto limitado el ejercicio disociado de los derechos a los casos establecidos expresamente —y agregamos por vía de excepción— por la ley (usufructo y también prenda en el derecho uruguayo); y aún en tales casos la traslación de los derechos no puede alcanzar nunca a los derechos de tipo o contenido político ya que su ejercicio no es separable de la calidad de accionista de quien los ejerza y estaría violentando las bases en que se asienta la sociedad anónima. Los derechos económicos serían propios de la esfera del goce de la acción mientras que los políticos inherentes a la condición de socio.

### **Tesitura que admite disociar el ejercicio de todos los derechos accionarios**

7. Por el contrario, entendemos que es viable jurídicamente el ejercicio disociado de derechos tanto económicos como políticos que emanan de la acción. Ello por los argumentos que sintéticamente se exponen.

*Primero:* Si bien la ley establece que los derechos que emanan de la tenencia regular de la acción pertenecen a su titular, esto es al accionista, ello no significa otra cosa que sostener que el “legitimado primario” de tales derechos es el accionista, pero el texto legal no le concede al accionista carácter exclusivo ni excluyente al ejercicio de esa legitimación. Por el contrario, la ley societaria nos habla de ejercicio disociado cuando refiere al usufructo (y la ley uruguaya agrega el del embargo y la prenda de acciones) y lo hace con gran amplitud ya que se autoriza a las partes a pactar cuáles serán los derechos que ese

legitimado primario cederá y traspasará al tercero. Se podrá argumentar que en el usufructo los derechos atribuidos al usufructuario habrá eventualmente de retroceder al nudo propietario una vez que se cumpla el plazo del usufructo, pero y qué diferencia hay en ello con un arrendamiento de acciones, acaso no hay también un plazo en dicho contrato que asegura legalmente que tales derechos eventualmente han de retornar al propietario. No apreciamos diferencia alguna. Por tanto, los derechos no son ejercidos en forma exclusiva y excluyente por el accionista. El texto legal no consagra este ejercicio excluyente sino por el contrario admite expresas alteraciones a ello, a través del caso del usufructo (y más ampliamente en el texto uruguayo al incluir la prenda). Por tanto, si no se afirma expresamente que los derechos son exclusivos y excluyentes del accionista, no es posible negar validez a los negocios atributivos de tales derechos a terceros.

*Segundo:* La ley societaria establece los derechos de los accionistas (el texto uruguayo dispone en su artículo 319 aquellos que reputa como fundamentales pero incluye tanto derechos políticos como económicos, por lo que en derecho societario uruguayo la distinción es entre derechos esenciales y secundarios, los primeros no pueden ser restringidos o derogados sin texto legal que así lo establezca); pero no obstante nada se dispone con relación a cuáles considera la ley que son inherentes a la condición de socio y cuáles no. Más bien, se trata de una distinción que hace la doctrina y que no compartimos. Todos los derechos, en puridad, son inherentes a la condición de socio. En efecto, si el tenedor no fuera accionista no estaría legitimado para ejercer los derechos que emanan de la acción. Por tanto, no es posible ingresar a una disquisición cuando la ley no lo hace y además se corre el riesgo de propiciar incluso interpretaciones que, a nuestro criterio agravan el texto literal de la ley. La distinción en derecho societario uruguayo es entre derechos esenciales y secundarios, toda otra distinción –derechos políticos como inherentes a la condición de accionista- carece de sustento legal.

*Tercero:* El hacer caudal en la condición de accionista como base para negar toda traslación de derechos políticos tampoco parece apropiada tratándose de sociedades anónimas. En efecto, conocido es que en este tipo de sociedades es donde la calidad personal del accionista tiene menor relevancia. Por tanto no parecería que se esté atentando contra las bases de la sociedad anónima sino, precisamente, teniendo en cuenta las características que tiene el tipo social. Al punto tal que

en el derecho uruguayo las acciones al portador son la mayoría. Esto nos lleva a considerar como fungible el hacer del accionista, respecto de la sociedad. En tal sentido, qué interesa a la sociedad si el compareciente a la asamblea adquirió por compraventa, comodato, arrendamiento, donación o sucesión las acciones que ha de votar. Igualmente qué interesa a la sociedad si el compareciente tiene su voto ya predispuesto por virtud de un pacto de sindicación de voto que integra o emitirá su voto conforme a lo que escuche en la asamblea. Se podrá argumentar que como el voto debe ser conforme al interés social entonces es inherente a la calidad de socio. No estamos de acuerdo. Que el voto sea conteste al interés social es la exigencia legal para marcar la responsabilidad de quien ejercer el voto (evitando el abuso del voto) pero esto no quiere decir que el accionista encarne en forma única y excluyente lo que debe entenderse por interés social. ¿Qué decir entonces del mandatario con amplias facultades para determinar el contenido de su voto? Acaso el mismo no está obligado a votar conforme a lo que él entienda que es el interés social. Efectivamente y si bien representa al accionista no coinciden físicamente mandatario con accionista a la hora de adoptar la resolución.

*Cuarto:* La referencia al usufructo (y a la prenda en la ley uruguaya) no configura a nuestro entender un régimen de excepción en esta disociación. La ley no indica prohibición alguna para otras figuras contractuales, ni excluye a las acciones como objeto del comercio de los hombres. Por tanto la libertad de contratación rige en todo su alcance. La consideración que hace la ley del usufructo, en ese marco, está pensando más en el campo de acción natural que ha de tener el usufructo, esto es, en las sociedades de tipo familiar y allí busca evitar dudas y equívocos, mediante regulación particular. Como acertadamente nos refiere *Sandler* en empresas familiares envueltas en el manto de la sociedad anónima la fórmula común, para establecer la política administrativa del futuro propiciando que las nuevas generaciones adquieran el mando e impedir que el caudal accionario pueda caer en manos foráneas, ésta fórmula consiste en la donación de las acciones con reserva expresa del usufructo. En ese entorno “*el pacto en contrario no es otro que, mediante la concertación parasocietaria, el padre (donante y usufructuario) se reserva el derecho de voto que no es ni más ni menos que el veto a todo aquello que le repugne en la conducción llevada a cabo por el hijo (nudo propietario)*”

*vedando la posibilidad de llevar el negocio a extremos que resulten lesivos para el emprendimiento empresario*"<sup>(8)</sup>.

**Quinto:** Finalmente, entendemos que los negocios jurídicos, sean o no contratos, atribuibles de derechos accionarios a los terceros son válidos al dar cumplimiento a todas las exigencias que la ley establece para su validez. Así si las partes son capaces, el consentimiento es libre, el objeto ya hemos visto no está declarado indisponible por la ley, y la causa. Al respecto y por ejemplo podemos ver que en el contrato de arrendamiento de acciones la causa -entendida ésta como la ventaja o provecho que cada parte obtiene- es lícita ya que para el arrendatario se configura la posibilidad de aunar sus derechos de voto (si ya era accionista) con aquellos que pasa a ejercer al tener el uso y goce de las acciones arrendadas, ejerciendo por tanto la mayoría. Por el otro lado, para el accionista que da en arriendo sus acciones la certeza de percibir una suma por el arriendo superior al dividendo y sin las incertidumbres de éste (y también porqué no los abusos de la mayoría al respecto). Para qué privarle al accionista de negociar tales derechos que le pertenecen. Aclaramos que no estamos en hipótesis de venta de voto, ya que el accionista no se obliga a votar conforme lo que le indique el tercero, sino que traslada el ejercicio del voto al tercero para que éste lo ejerza por cuenta propia, asumiendo por tanto la responsabilidad inherente al buen ejercicio del voto y relevando al accionista de ello (el artículo 254 debería entenderse referido a quien ejerce el voto).

**Sexto:** Cabe acotar que la más reciente doctrina argentina va por el camino de ir admitiendo que el voto tiene un contenido patrimonial o económico y consecuentemente que el mismo es susceptible de ser negociado. En este sentido, la doctrina ha manifestado que el voto incorpora a la calidad de socio un elemento nuevo de evidente contenido económico que no puede ser desconocido ya que una participación social que carezca de ese derecho tendrá un valor, en conjunto, muy inferior a la que sí lo tenga. Así en este sentido *Rovira* denomina al voto como un derecho subjetivo de carácter patrimonial, lo que lo ubica a este autor que confiesa estar colocado en una tesitura flexible y no limitativa en torno a la cuestión

---

(8) Sandler, Max, "Pactos complementarios y anexos de la contratación asociativa" en la obra colectiva: *Negocios parasocietarios*, Ad-Hoc, Bs. As., 1994, p. 185.



del negocio sobre el voto <sup>(9)</sup>. Más recientemente, *Zamenfeld* para quien, considerando los supuestos de representación voluntaria y contractual dice: “*si tenemos claro que la asamblea no es una fiesta cívica, como alguna vez escribiéramos y que el derecho a votar no puede ser comparado con el voto electoral, voto que constituye un derecho público subjetivo insusceptible de ser objeto de tráfico, es fácil concluir que su cesión en materia societaria –en la medida que se ejerza lícitamente- puede transmitirse del modo que mejor se ajuste a los intereses de su propietario, del mismo modo en que puede ejercitarse cualquier derecho que derive de su titularidad*”. Agregando más adelante, que la posibilidad de ceder el derecho a votar no puede ser controvertida y constituye uno de los derechos esenciales y disponibles del accionista <sup>(10)</sup>. Finalmente no podemos dejar de mencionar el famoso fallo “*Sánchez, Carlos c/ Banco de Avellaneda S.A.*” en el cual *Anaya* después de señalar que la convención de voto es censurada en razón de la escisión que comporta entre el título y el derecho de voto, nos dice que el derecho argentino se ubica en una línea permisiva que se avizora a través de la constitución del usufructo de acciones, lo cual es de por sí demostrativo de que para la ley la cuestión se mueve dentro del marco de los intereses meramente privados “*no siendo por lo demás el voto un derecho personalísimo sino un poder para la consecución de intereses y resultados patrimoniales abierto a su libre disposición*” <sup>(11)</sup>.

## **Límites legales a los negocios atributivos de derechos accionarios**

8. Dos son las limitaciones legales. Primeramente, deben indicarse claramente e inequívocamente cuáles son los derechos que se trasladan. Así como la ley societaria impone en materia del usufructo indicar los derechos atribuidos (vía el pacto en contrario) igualmente

---

(9) Rovira, Alfredo, *Pactos de socios*, Astrea, Bs. As., 2006, p. 338.

(10) Zamenfeld, Víctor, “Sobre derecho a voto del accionista en las sociedades anónimas y los límites a la revocabilidad de su cesión” en la obra colectiva: *El voto en las sociedades y los concursos*, Legis, 2007, p. 89.

(11) Fallo de la CNCom., Sala C, de fecha 22.09.82.

en todo contrato hay que indicar el objeto del mismo. En este sentido anotamos que la traslación será taxativa, quedando en manos del accionista todos aquellos derechos no especialmente atribuidos al tercero. En segundo lugar el negocio de atribución de derechos accionarios a un tercero no podrá configurar un fraude a la ley, por ejemplo evitando prohibiciones que hacen a la condición personal de los accionistas como en los casos de sociedades titulares de bancos o titulares de concesiones públicas de obra o de servicios. Si por vía indirecta se estuviera violentando o eludiendo la prohibición entonces el negocio atributivo sería nulo por fraude a la ley.

## Conclusiones

a) Las acciones son entre otras facetas (valores que representan la cuota parte del capital emitido y títulos valores) también bienes de naturaleza mueble. Como tales pueden ser objeto de negocios jurídicos -sean contratos o no- tanto nominados como no. Entre ellos destacamos a vía de ejemplo, la donación con reserva de usufructo pero también el arrendamiento de acciones, el comodato, el leasing financiero u operativo, el fideicomiso.

b) Con la negociación de las acciones se trasladan también los derechos inherentes a la misma, tanto los económicos como los políticos. Esto genera la posibilidad del ejercicio dissociado de todos o algunos derechos accionarios, por parte de un tercero no accionista. La ley societaria al referirse al usufructo señala el camino en forma expresa como implícitamente al no establecer regulación alguna en materia societaria, convalidando así la aplicación de las normas generales contractuales. El principio debe ser la libertad tanto de disponer como de contratar.

c) Los límites para el ejercicio de esta libertad contractual en la negociación de acciones están por un lado en que el objeto de los derechos cedidos debe quedar inequívocamente expresado (en el usufructo la ley así lo establece y en materia contractual el objeto también debe quedar perfectamente delimitado). En caso de duda, entendemos que deberá entenderse que los derechos no han sido trasladados y que permanecen en cabeza del accionista. La otra restricción, común a todos los contratos, es que no puede el negocio jurídico incurrir en fraude a la ley. No es admisible que por la vía de la traslación del derecho de voto se eludan por ejemplo restricciones

**legales específicas que refieren a la identificación de quienes administren o gobiernen en sociedades con determinados giros como el bancario o las concesionarias de obra pública o de servicios.**