



***UN INSTRUMENTO ÚTIL EN LA CONFORMACIÓN DEL CAPITAL DE LAS
SOCIEDADES POR ACCIONES ANTICIPADAS.
LAS ACCIONES RELACIONADAS O VINCULADAS.***

**-de Rafael Barreiro, Juez de Cámara, Sala F de la Cámara Nacional de
Apelaciones en lo Comercial-**

Sumario: el autor analiza un proyecto de ley mediante el que se crea un nuevo tipo societario, de características particulares: la Sociedad por Acciones Simplificada (SAS).

1. La novedad legislativa: ley N° 27.349.

El 5 de septiembre de 2016 ingresó en la Cámara de Diputados de la Nación un proyecto de ley, denominada de *apoyo al emprendedor*, originado en el Poder Ejecutivo Nacional que, con modificaciones fue aprobado en la sesión del 16/11/16 y remitido al Senado que finalmente le dio sanción en la sesión del 29/03/17. En 12/04/17 se promulgó la Ley que porta la denominación de *Apoyo al Capital Emprendedor* (N° 27.349).

El régimen elaborado, de manera evidente, se propone articular la actividad estatal y la iniciativa privada ordenándolos a la consecución de una finalidad común: obtener adecuado financiamiento para el progreso de diversos emprendimientos de distinta magnitud. Para el Estado significa un sacrificio en la recaudación, sea por la mengua en la percepción del impuesto a las ganancias, o bien por el diferimiento que en esa materia la ley también autoriza. En relación a los particulares se establece un medio de participar en la generación de proyectos y la posibilidad cierta de participar en los beneficios económicos que de ellos resulten. Por último, a los emprendedores se les

permite acceder a una pluralidad de instrumentos de financiación que antes les estaban vedados o eran inalcanzables.

También cabe tener en cuenta que, según está previsto en el art. 1, es propósito de esta novedosa legislación promover el desarrollo de capital emprendedor considerando la presencia geográfica de la actividad emprendedora en todas las provincias del país, de modo de fomentar el desarrollo local de las distintas actividades productivas.

Resulta llamativa la visión que se tiene en estos tiempos de las normas societarias que son objeto de permanente revisión. Lo dicho no significa en modo alguno formular una crítica, sino destacar la inescindible relación entre aquellas disposiciones legales con contenido económico y la realidad de esa misma naturaleza que están destinadas a regir. La adecuación de las unas a la otra determina su eficaz aplicación y observancia. Esta clase de reglas tienen por propósito la provisión de instrumentos legales que se ponen a disposición de los particulares hacer más flexible recurrir al financiamiento aun por fuera del sistema bancario y financiero, con la consecuente posibilidad de reducir costos y evitar morosas tramitaciones, a la vez que debería permitir establecer fluidos vínculos entre el inversor y el destinatario de los capitales.

Relaciones económicas de esta categoría permiten dotar de flexibilidad a los mecanismos apropiados a fin de obtener los recursos necesarios para el ejercicio de tales actividades, promoviendo ostensibles beneficios mutuos si ellas tienen éxito. Pero además, ante eventuales quebrantos las consecuencias negativas se atenúan o dispersan –porque es este un efecto ínsito en la actuación en el medio económico bajo forma societaria- y se reducen los efectos del impacto en cada situación particular, en tanto las inversiones pueden ser de escasa entidad. Claro es que ello sucederá si los esfuerzos comunes tienen por sustrato la cooperación, aspecto que es frecuente encontrar en micro y pequeños emprendimientos.

A la par de la modificación del régimen fiscal diferenciado según la localización del emprendimiento y los demás incentivos que en ese orden contiene la ley, se ha propuesto la creación de un nuevo tipo societario que exhibe características bastante particulares: la Sociedad por Acciones Simplificada (SAS). Se trata de un modelo normativo en el que se facilita la rápida constitución y se reducen al mínimo los requisitos legales de organización y funcionamiento. Confiere, en la misma línea

directriz adoptada en materia contractual por el Código Civil y Comercial de la Nación (CCyC), un amplio margen a la libertad de determinación del contenido de la estructura que regirá sus relaciones.

2. La autonomía atenuada del nuevo régimen legal.

Como no puede ser de otra manera, se trata solamente de reducir exigencias para permitir un funcionamiento acorde con la importancia económica de la actividad y no de una autorización para actuar sin control alguno. Los terceros no pueden quedar desprotegidos, en especial porque la SAS puede coleccionar fondos de terceros (el *crowdfunding* que describe el art. 22), de modo que la iniciativa establece un marco sencillo, pero preciso, de los alcances de los derechos y obligaciones de los socios, mediante la remisión a las normas que regulan la Sociedad de Responsabilidad Limitada (SRL), y aquellos que refieren al capital, que se representa por acciones, regidos por las disposiciones de las anónimas.

El art. 24 de la reciente normativa establece el punto de contacto entre el régimen promocional de participación en las inversiones y el nuevo tipo diseñado; dispone en dicha dirección que “*las únicas formas de participación de los inversores en un Proyecto de Financiamiento Colectivo serán a través de: (i) la tenencia de acciones de una sociedad anónima (SA) o de una sociedad por acciones simplificada (SAS), teniendo en especial consideración en ambos casos aquellas sociedades que dentro de su objeto prevean adicionalmente generar un impacto social o ambiental en beneficio e interés, colectivo; (ii) la adquisición de préstamos, convertibles en acciones de una SA o de una SAS.; y (iii) la participación en un fideicomiso*”. Es notorio que esta apreciación debe ser tomada con la debida prevención, sin desnaturalizar la SAS ¹.

El Mensaje que precedió al Proyecto enviado por el PEN formuló algunas consideraciones vinculadas con la justificación del diseño de este nuevo modelo tipológico: *la necesidad de contar con un cuerpo normativo autónomo para las nuevas empresas, en particular, aquellas micro, pequeñas y medianas y, en especial, para los*

¹ DUPRAT, Diego A. J., *Sociedad por Acciones Simplificada (SAS)*, LL ejemplar del 21.04.17, p. 3, ha dicho que “aun cuando la razón pudiera encontrarse en la necesidad de vincular todo el ‘paquete’ de medidas a favor del capital emprendedor en un solo cuerpo legal, lo cierto es que la SAS no siempre será favorecida por dichos beneficios, sino en la medida en que fuera considerada o desarrolle un ‘emprendimiento’ y siempre y cuando se verifiquen las condiciones impuestas por la ley (entre ellas, la de la antigüedad y la de mantener el control político de la persona jurídica). O sea que la SAS excede el objeto de la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor y seguramente será de utilidad aunque no pueda beneficiarse de todas las ventajas de la nueva ley. Además, como suele suceder, dichas ventajas no suelen mantenerse en el tiempo, mientras que el nuevo tipo societario se supone que vino para quedarse”.

emprendedores, ha sido una demanda de antigua data, ante la insuficiencia de las formas o tipos regulados en la Ley General de Sociedades, frente a los nuevas expresiones de formas empresarias que requieren marcos normativos más dinámicos, menos rígidos y plazos de inscripción abreviados.

Esa aseveración no está exenta de alguna dosis de razón, pero su demostración exige un estudio más profundo que esa mera referencia. Por ahora y a los fines del estudio emprendido aquí, baste con señalar lo llamativo que resulta no haber modificado la LGS, incorporando el nuevo tipo con sus especiales elementos definitorios; en particular, en esta época propicia para hacerlo mediante el aprovechamiento del impulso dado en tal dirección por la entrada en vigencia del CCyC, a cuyos modernos principios y directrices debe acomodarse toda la legislación de derecho privado, en especial aquella con contenido patrimonial.

Podría sostenerse que la previsión de un cuerpo normativo autónomo resulta más práctica, pero ese parecer se desvanecerá tan pronto como se advierta que no se ha conformado un régimen totalmente autosuficiente que impone expresamente la vigencia supletoria de las reglas de otro tipo social de la LGS. Queda por ver, y lo intentaré demostrar más adelante, si la combinación de las normas originales y las anteriores alcanzan para poder calificar al régimen Proyecto como *autónomo*, aunque sin desconocer la relatividad propia de esa noción en esta materia.

Se ha dicho, en relación a la pretensión de autonomía del sistema diseñado en el Proyecto, que parecería hacer referencia *“a distintas cuestiones que no necesariamente deben ir unidas. Así, cabe resaltar como primer análisis que lo que puede sin dudas ser calificado como una demanda de antigua data es la necesidad de contar con normas y tipos societarios más dinámicos, menos rígidos y con plazos de inscripción abreviados para las pymes. No así, al menos no necesariamente, que ello deba ser llevado a cabo mediante la sanción de un cuerpo normativo con pretensiones de autonomía a contramano de la aún reciente modificación a la Ley de Sociedades, introducida por la ley 26.994, que desde la propia nomenclatura de la ley (se sustituyó la denominación Ley de Sociedades Comerciales –LSC– por la de Ley General de Sociedades –LGS–) pretendió unificar en un único cuerpo normativo a todas las figuras asociativas generadoras de una personalidad jurídica diferenciada –civiles y comerciales–, excluyendo de su régimen cualquier otra no personificante y traspolando las existentes en la ley reformada (Sociedad accidental, U.T.E., Contratos de Colaboración) al*

*Capítulo 16 del Título IV (“De los contratos en particular”), Libro Tercero (“De los derechos personales”) del nuevo Código Civil y Comercial de la Nación”*².

Esta particular concepción es muy atinada porque introduce un análisis de la cuestión mucho más amplio. En efecto, es destacable que se haya señalado la orientación de la novedosa codificación privada precisamente apreciándola desde una perspectiva lógica adecuada: el reconocimiento de leyes especiales, que prevalecen aun respecto de las normas del CCyC, como *microsistemas*. Si se admitiera pasivamente el desmembramiento de esos regímenes particulares podría quebrarse la comunidad de principios que los caracterizan y gobiernan³.

3. El capital de las SAS.

Para la constitución de una SAS se requiere de un capital mínimo equivalente a dos veces el salario mínimo, vital y móvil. El art. 396-6 de la Ley General de las Sociedades Comerciales y Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada dominicana lo establece en una cantidad que nunca podrá ser menor a tres millones de pesos dominicanos o su equivalente en moneda extranjera libremente convertible.

Rovira opinó que *“la moderna doctrina ha criticado y valorado desfavorablemente el valor del capital como garantía de los acreedores. Lo que a éstos interesa es el patrimonio social y existen normas fiscales que castigan la infra*

² FERRERO, Luis Facundo-JUNYENT BAS, Francisco, *Un proyecto de ley con un nuevo tipo societario con pretensión de autonomía: la Sociedad por Acciones Simplificada (S.A.S.)*, ED, 270, ejemplar del 26.10.16.

³ CRACOGNA, Dante, *Importante novedad en el campo societario: la sociedad por acciones simplificada (SAS)*, AP/DOC/546/2017, comparte esta opinión: “La nueva figura surge en el campo societario a menos de dos años de la entrada en vigencia de la ley 26.994 que, además de aprobar el Código Civil y Comercial, introdujo importantes reformas en la ley 19.550, actualmente llamada Ley General de Sociedades. Entre dichas reformas se encuentra la creación de la Sociedad Anónima Unipersonal (SAU) que había sido anunciada como figura jurídica adecuada a las necesidades de las pymes y a la que, sin embargo, le impuso exigencias tan onerosas que debió ser a su vez modificada sólo un año más tarde por la ley 27.290 a fin de tornarla más aceptable. Vale decir que la nueva figura (SAS) pudo haber sido ubicada dentro del contexto de la Ley General de Sociedades de manera orgánica y sistemática, con todas las ventajas consiguientes, pero debió esperar. Empero, aun en esta nueva oportunidad, fue legislada por fuera del régimen societario general, aunque se prescriba la aplicación supletoria de sus disposiciones “en cuanto se concilien con las de esta ley” (art. 1º, in fine, ley 27.349). De tal suerte, la aparición de la nueva figura fuera del contexto de la Ley General de Sociedades puede llevar a concluir que se trata de un régimen especial —autosuficiente en principio— diverso del que corresponde al resto de las sociedades, interpretación que se refuerza si se tiene en cuenta que el proyecto del P.E.N. que dio origen a la ley 27.349, limitaba asimismo la aplicación supletoria de las disposiciones de la ley 19.550 a aquéllas que se conciliaran con ‘la naturaleza de la SAS’”.

capitalización. De ahí que en una forma societaria de esta naturaleza parece innecesario prever un capital mínimo como lo hace el art. 40”⁴.

Coincide Vítolo quien postuló una atrayente pauta referencial -si es que se decide mantener con vigencia prolongada el umbral en la ley- porque en su visión *“parece desacertado atar una suma de capital mínimo para una organización empresaria a una cifra vinculada con los salarios. Hubiera resultado más conveniente -si se buscaba establecer un parámetro variable-, vincularlo con otras actividades de presentación de servicios o producción e intercambio de bienes, como podría haber sido, pues, la actividad de los monotributistas”⁵.*

No exige capital mínimo el Cod. Com. francés porque el art. 227-1 declara inaplicable la regla del art. 224-2 que lo establece en relación a las anónimas en la suma de 37.000 euros. Tampoco esta exigencia aparece en el Cód. mercantil chileno.

En España, el art. 443, 1, de la Ley de Sociedades de Capital determina el piso y el tope, porque dispone que el capital social de la SLNE no podrá ser inferior a tres mil doce euros y, curiosamente, prohíbe que supere la cifra de ciento veinte mil doscientos dos euros.

La Ley General de Sociedades mexicana admite que se prevea en relación a este tipo que el capital sea variable, caso en el que se indicará el monto mínimo (arts.1 y 6, inc. VI) y además, en el art. 260 que define la SAS, establece que *los ingresos totales anuales de una sociedad por acciones simplificada no podrá rebasar de 5 millones de pesos. En caso de rebasar el monto respectivo, la sociedad por acciones simplificada deberá transformarse en otro régimen societario contemplado en esta Ley.* Existe, entonces, una tercera variante que se agrega a las dos descriptas precedentemente: la SAS con un caudal máximo de ingresos, pero sin piso, salvo que el capital sea variable. Traduce la postura del legislador ubicándose al lado del español y reserva el tipo legal para emprendimientos de una determinada magnitud, no demasiado considerable.

Los lineamientos de las regulaciones española y mexicana parecen más ajustados a los requerimientos de pequeños emprendimientos y sería preferible adoptarlas en nuestro medio. Coincidentemente se opinó que *“el soslayo es criticable, pues tratándose de una herramienta que tiene como principal destinatario al pequeño y mediano empresario, resulta erróneo omitir restringir la cuantía del capital social*

⁴ ROVIRA, Alfredo L., *Necesaria reforma integral de la Ley General de Sociedades. Régimen de sociedad anónima simplificada*, LL ejemplar del 17.10.16.

⁵ VÍTOLO, Daniel Roque, *La Sociedad Anónima Simplificada (SAS)*, LL, 2016-E-1137.

máximo que la misma pueda tener, para evitar de esa manera que se utilice este tipo societario para canalizar emprendimientos económicos de magnitud”⁶.

4. Las acciones.

El art. 40 de la Ley N° 27.349 dispone que el capital se dividirá en partes denominadas acciones. Al momento de la constitución de la sociedad, el capital no podrá ser inferior al importe equivalente a 2 veces el salario mínimo vital y móvil. La media sanción de la Cámara de Diputados eliminó la discutible denominación de esas acciones como partes *alícuotas* del capital, fraccionamiento que resulta impropio en las sociedades accionarias que presentan como característica distintiva la representación del capital o títulos.

Con la corrección introducida se suprimió una previsible fuente de conflictos y, además, se ha precisado de manera más exacta cual es la referencia normativa que se aplicará en subsidio que, sin dudas, deberá ser la regulación de las acciones en la SA. Se aleja, en consecuencia, la posibilidad de incurrir en confusiones acerca de la naturaleza del capital de la SAS. De cualquier manera, aludir a la *división* del capital en acciones no es del todo correcto desde un punto de vista técnico o, cuanto menos, es insuficiente. La característica más saliente de la acción, entre otras que luego se mencionarán, es ser un título representativo de un conjunto de derechos y, también, de obligaciones.

El art. 47, primer apartado, permite que se reconozcan idénticos derechos políticos y económicos a distintas clases de acciones, independientemente de que existan diferencias en el precio de adquisición o venta de las mismas. En el instrumento constitutivo se expresarán los derechos de voto que le correspondan a cada clase de acciones, con indicación expresa sobre la atribución de voto singular o plural, si ello procediere. Adviértase que el art. 166, inc. 1°, LGS, en relación al capital de la anónima impone, como contenido exigible del instrumento constitutivo, la determinación de la naturaleza, clases, modalidades de emisión y demás características de las acciones y, en su caso, su régimen de aumento. Esa regla se complementa con la del art. 207, parte

⁶ ABDALA, Martín E., *Análisis del proyecto de ley de sociedad por acciones simplificada*, LL diario del 8.02.17, p. 3. Complementa su análisis señalando que “que debe modificarse este aspecto del proyecto y debe establecerse un capital social máximo que impida constituir una Sociedad por Acciones Simplificada con un capital social por encima de una cifra determinada y que, cuando ello ocurra, les obligue a transformarse en alguno de los tipos previstos en la Ley General de Sociedades y, si es corresponde, la incluya entre las sociedades con fiscalización estatal permanente mencionadas en el art. 299 de la Ley General de Sociedades”.

segunda, que admite la previsión estatutaria de diversas clases de acciones que confieran derechos distintos, aunque su validez depende -bajo pena de nulidad- del respeto a la igualdad dentro de cada una de esas categorías. Esa regla general que rige en relación a todos los tipos societarios accionarios no parece estar en contradicción con la regulación del nuevo tipo.

La factura técnica del art. 47 ha sido justamente criticada. Como su redacción es desprolija puede inducir la irrazonable conclusión -que contraría el régimen general de las anónimas y el particular de la SAS- que no se permite conferir distintos derechos a clases de acciones diversas. Por ello se ha señalado que *“también ofrece diversos flancos débiles desde una perspectiva técnica. Es viable que se contemple la posibilidad de emitir clases de acciones diferenciadas en cuanto a los derechos que confieren e incluso contemplar la posibilidad de que se emitan acciones con derecho a voto múltiple como libremente pacten los socios”*⁷.

Esa interpretación parece ser la que más se condice con la naturaleza del novedoso tipo social, en razón de que es uno de los aspectos más evidentes de la simplificación del régimen y del diseño que se prefiera adoptar. La comparación de los ordenamientos jurídicos que han reconocido a la SAS o figuras societarias equivalentes no ofrece muchas diferencias, bien porque se aplican las reglas de las sociedades accionarias, o bien porque se las ha reproducido en el régimen específico de la SAS.

5. Las acciones sectoriales.

Reseñado el régimen legal de las denominadas acciones preferidas, es decir, aquellas que confieren a sus titulares alguna prelación de naturaleza patrimonial o simplemente temporal en la percepción del dividendo, corresponde ingresar sin más al análisis de los aspectos centrales del tema bajo estudio. Para ello es necesario retener que el régimen libérrimo que la ley N° 27.349 ha conferido a la determinación del diseño de la SAS permite la configuración del capital con las características que el o los constituyentes prefieran. El único requisito es que ese elemento societario sea representado por acciones. Además, es pertinente advertir la correspondencia con las disposiciones que rigen en las SA, como marco referencial útil.

5.1. La ley chilena de SpA.

⁷ ROVIRA, Alfredo L., *Necesaria reforma integral de la Ley General de Sociedades. Régimen de sociedad anónima simplificada*, LL ejemplar del 17.10.16.

El régimen chileno admite la emisión de acciones de muy particulares características en relación a los derechos que confieren, provenientes del sistema jurídico italiano y conocidas en el derecho de los EEUU desde hace tiempo, ámbito en el que se han emitido decisiones jurisdiccionales a su respecto.

El art. 443, establece que en caso que la sociedad deba pagar dividendos provenientes de las utilidades de unidades de negocios o activos específicos de ésta, deberá llevar cuentas separadas respecto de ellos y las utilidades sobre las que se pagarán dichos dividendos serán calculadas exclusivamente sobre la base de esta contabilidad, sin importar los resultados generales de la sociedad. Por su parte, la sociedad no computará las cuentas separadas para el cálculo de sus utilidades generales, en relación con el pago de dividendos ordinarios a los accionistas. Las ganancias provenientes de las unidades de negocios o activos separados que no sean distribuidas como dividendos se integrarán a los resultados generales del ejercicio correspondiente.

5.2. Noción de acciones vinculadas.

Estas acciones, que se dijo antes tienen expresa recepción en el derecho italiano en el que se las conoce como *traching stocks*, previstas por el segundo párrafo del art. 2350 CC, que admite la posibilidad de emitir acciones que porten derechos patrimoniales (derecho a las utilidades y a una cuota del patrimonio neto) correlativos a los resultados de la actividad social en un determinado sector, en tal caso el estatuto deberá establecer los criterios de individualización de los costos y de los ingresos imputables al sector, la modalidad de la información contable, los derechos atribuidos a tales acciones, las eventuales condiciones y la modalidad de conversión en acciones de otra categoría. La última parte de ese mismo artículo establece que sólo pueden pagarse dividendos a los titulares de esas acciones en los límites resultantes del balance general por la actividad íntegra ⁸.

Ciertamente la regla imperativa de igualdad de derechos dentro de la misma categoría accionaria, reconocida por el art. 2348, párrafo primero, del CC italiano, no puede considerarse un obstáculo para admitir esta particular clase de acciones -regidas por el principio de atipicidad que deriva de la autonomía de la voluntad- que se perfila por su necesaria relación con un determinado segmento de la producción de la empresa social, aunque como variante puede consistir también en un porcentaje del rendimiento

⁸ BIANCHI, Antonio, *Manuale delle Società di Capitali*, Cedam, Italia, 2012, p. 556.

neto de un producto introducido en el mercado, sea que proporcionen o no derecho de voto, amplio o limitado ⁹.

A partir de ese diseño normativo foráneo y de la interpretación amplia que en materia de derechos que pueden atribuir las acciones a sus titulares (arts. 166, inc. 1° y 207, segundo párrafo, LGS), se ha aceptado en doctrina -dentro de una variada gama de alternativas que pueden seleccionarse- la emisión de *acciones relacionadas* que se caracterizan por ser ordinarias que confieren a sus titulares “*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 empresa*” ¹⁰.

Se ha considerado que “*en el marco del artículo 207 de la LSC, que consagra la libertad de creación de títulos accionarios, y atendiendo a las características que presentan las tracking stocks en los ordenamientos donde se viene aplicando, no advertimos mayores inconvenientes para adoptarlas en nuestro régimen legal, aunque reconozcamos la necesidad de regular ciertos aspectos vinculados al alcance del ejercicio del derecho de voto; a la manera de contabilizar las ganancias totales de la sociedad y las particulares del sector vinculado a este tipo de acciones; a la forma en que se distribuirán los dividendos y se participará en la cuota liquidatoria, en la manera de designar un representante en el directorio, entre otros*” ¹¹.

También se explicó que “*las tracking stocks (o acciones sectoriales) son una clase de acciones cuya valuación o rendimiento está relacionado con un activo (o grupo de activos) específicos de una determinada sociedad comercial*” ¹².

Es, en definitiva, un instrumento financiero destinado a promover y facilitar la inversión en las sociedades de capital nacionales, que torna posible acceder a nuevas fuentes de financiación ¹³.

5.3. El derecho de voto.

Como puede advertirse en las descripciones contenidas en el apartado precedente se tiende a atribuir a estas acciones, que confieren a sus titulares preferencias

⁹ GALGANO, Francesco, *Diritto Commerciale: Le società*, Zanichelli-Bologna, Diciassettesima edizione, Bologna, Italia, 2009, ps. 219/220.

¹⁰ FARGOSI, Horacio P., *Acciones “relacionadas”*, en LL 2007-B-1298.

¹¹ DUPRAT, Diego A., *Tracking stocks (Acciones vinculadas)*, DSE, N° 279, Errepar, febrero 2011, p. 211.

¹² MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Tracking Stocks (acciones “sectoriales”) en sociedades anónimas*, LL 2011-C-952.

¹³ DUPRAT, Diego A., *Tracking stocks (Acciones vinculadas)*, DSE, N° 279, Errepar, febrero 2011, p. 211.

patrimoniales focalizadas en un segmento de la actividad productiva de la sociedad, el derecho de voto.

Parece existir coincidencia en la doctrina nacional que ha estudiado esta particular clase de acciones en exigir que otorguen ese derecho, indudablemente como mecanismo de defensa de sus titulares, ante el posible avasallamiento -por desconocimiento liso y llano o modificaciones no consentidas de las condiciones de emisión- de sus derechos que pudieran intentar los demás socios. Sin embargo, como siempre deberá requerirse su conformidad, previa o a modo de ratificación posterior, prestada en asamblea especial ese riesgo quedaría superado.

Recuérdese que las acciones necesariamente atribuyen a los socios los mismos derechos dentro de la misma clase (art. 207), con las excepciones establecidas por la ley que permite estipular en el estatuto la emisión de acciones con derechos disímiles, que pueden consistir en preferencias patrimoniales y carecer de derecho a voto en los términos que contempla el art. 217 de la ley societaria.

Como principio no estimo que ese derecho sea un requisito estructural imprescindible para su admisión, porque sólo parece referir a la facultad atribuida a dichos accionistas de ejercer un más amplio control, por medio de su directa participación en la formación de la voluntad social, sobre la dirección y resultados del giro empresarial, las eventuales ganancias -o los beneficios de otro orden si así estuviera previsto- y los eventuales dividendos. Por cierto que también puede preverse en el estatuto, como derecho explícito, que la clase tendrá representación en el órgano de administración o en la sindicatura o el consejo de vigilancia.

En nuestro ordenamiento societario, reitero, son incompatibles las preferencias patrimoniales con los privilegios de voto, es decir, una acción no puede ser privilegiada y preferida al mismo tiempo (art. 216, LGS). Pero las “acciones ordinarias de voto simple”, como se las ha denominado, pueden conferir tales preferencias.

Ello significa que las *acciones relacionadas* pueden o no tener incorporado el derecho de voto, sin que en ninguno de los dos supuestos resulte alterada su configuración. Considero que el abordaje de esta cuestión no puede hacerse únicamente en base a complejas operaciones de adquisición, fusión o escisión de sociedades de considerable magnitud económica, aunque reconozco que en tales situaciones podrán prestar mayor utilidad, porque como su ámbito de operatividad es ciertamente amplio y por lo tanto pueden ser emitidas también por sociedades cerradas.

La supresión del derecho de voto -en las condiciones en que ello es admitido por la ley societaria- se explica respecto de esta clase de acciones en razón de estar destinadas a fomentar las actividades empresarias del ente emisor, de modo que el accionista no necesariamente debe estar compenetrado con su funcionamiento orgánico ni preocuparse por otras cuestiones ajenas al rendimiento económico de su aporte. En esta perspectiva su posición no difiere demasiado de la de cualquier persona que invierte en los mercados accionarios.

La sociedad que emite acciones sectoriales puede tener por objetivo satisfacer requerimientos de financiación, normalmente transitorios, de alguna rama de su actividad bien sea para desarrollarla inicialmente o con intención de ampliarlo. Pero además puede aprovecharse lícitamente de ciertas condiciones particulares de quienes ingresan como socios. La contrapartida será el reconocimiento de participación en los beneficios que genere el sector productivo individualizado al emitir las acciones. El riesgo también es mutuo: la sociedad puede no tener ganancias y los tenedores de estas acciones soportarán la ausencia de beneficios, generalmente los dividendos.

Los restantes accionistas pueden sufrir una merma patrimonial o una postergación en su goce que eventualmente se compensan con el incremento del giro. Por ese motivo la emisión debe ser expresamente conformada por ellos mediante la correspondiente decisión asamblearia de aumento del capital y diseño de las condiciones de emisión. La regla del art. 188, primer párrafo, que autoriza una delegación limitada al órgano de gestión, es enteramente aplicable. Téngase en cuenta que ante aquellos sacrificios los restantes accionistas conservan su derecho a votar, lo que equivale a decir que decidirán acerca del funcionamiento de la sociedad y su voluntad se impondrá sobre los titulares de beneficios especiales.

El equilibrio interno, de alguna manera, aparece resguardado: unos accionistas gobernarán la sociedad, imponiendo su voluntad a los demás, y estos otros tendrán derechos patrimoniales de mayor intensidad, preferencia que debe ser respetada y satisfecha íntegramente. Claro que si esa relación delicadamente balanceada se tensa y distorsiona, de modo de prevalecer una esfera de intereses sobre la restante, será necesario restaurarla. A ello alude indirectamente el art. 250 que impone el consentimiento o la ratificación de los integrantes de la clase ante la afectación de sus derechos.

Por esa razón las acciones sin voto tienen derecho a recuperarlo en los casos que menciona el art. 217 LGS; y los demás accionistas pueden resistir el pago de la preferencia mediante la decisión de abstenerse de distribuir dividendos si el interés social así lo exigiera.

5.4. El art. 13 LGS y las *tracking stocks*.

No parece que la previsión del dividendo variable pueda infringir las reglas prohibitivas generales que contiene el art. 13 LGS.

(i) El art. 13, inc. 1º dispone que es nula toda estipulación que atribuya a alguno o algunos de los socios todos los beneficios o se les excluya de ellos, o que sean liberados de contribuir a las pérdidas. Los titulares de estas acciones no pueden tener derecho a *todos* los beneficios ni ser relevados de contribuir a las pérdidas, pues admitir estas previsiones atentaría contra la estructura societaria.

La responsabilidad de los tenedores de estas acciones no difiere de aquella de los accionistas que no tienen esa preferencia y que están en las mismas condiciones: sólo responderían por las pérdidas sociales en los términos del art. 163, LGS, es decir, hasta la integración de las acciones suscriptas.

En vista de la experiencia corporativa de los EEUU, se ha señalado que las *tracking stocks -acciones sectoriales-* son aquellas cuyo rendimiento aparece vinculado con algunos activos específicos de la sociedad emisora. No existiría conflicto con alguna de las cláusulas vedadas por el art. 13 LGS porque, en rigor, sus tenedores no están relevados de contribuir a las pérdidas –aunque ello suceda coyunturalmente- ni reciben la totalidad de los beneficios de los que resultarían privados los otros accionistas, dado que sólo atribuyen derechos patrimoniales sujetos a los resultados de la gestión de una fracción del complejo entramado productivo de la sociedad, que puede tener un resultado positivo o no ¹⁴.

(ii) También es en general inválida la previsión estatutaria que confiera al socio o socios capitalistas el derecho a que se les restituyan los aportes con un premio designado o con sus frutos, o con una cantidad adicional, haya o no ganancias.

La preferencia patrimonial específica que confieren estas acciones sectoriales no puede entenderse comprendida en la limitación referida. Su percepción –como dividendo y cumplidas las exigencias legales que lo preceden- dependerá del resultado

¹⁴ MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Tracking Stocks (acciones “sectoriales”) en sociedades anónimas*, LL 2011-C-964.

de la concreta rama de la explotación a la que las acciones se vinculan, que evidentemente puede generar resultados positivos o negativos y el derecho sólo se hará efectivo en el primer supuesto. No hay ventaja o discriminación irrazonable en tal caso.

(iii) Del mismo modo, es nulo el pacto que asegure al socio su capital o las ganancias eventuales. Esta situación, que está prevista en el art. 13, inc. 3º, no se configura cuando se estipule la emisión de acciones relacionadas con un sector de la actividad empresarial de la sociedad.

Insisto en que el resultado de la actividad relacionada -o los *activos específicos* mencionados en la ley chilena- no puede asimilarse a al prohibido derecho de percibir el reembolso de su aporte o a las ganancias eventuales.

Precisamente, se ha destacado que en la práctica se han emitido acciones preferidas que confieren a sus titulares el derecho “a percibir prioritariamente en cada ejercicio un determinado tanto por ciento sobre el valor nominal de la acción”¹⁵. La similitud con el caso aquí examinado es palmaria.

(iv) En relación a las reglas de los arts. 68 y 224, LGS, fue sostenido que “dichas normas sólo operan como una forma de limitación a los alcances societarios de estas acciones, pero de ningún modo impiden, siquiera implícitamente, su validez”¹⁶.

(v) En definitiva, debe tenerse en consideración que, cualquiera que fuere el supuesto analizado, la sociedad está obligada a abonar la preferencia patrimonial solamente si existen ganancias de ejercicio, realizadas y líquidas¹⁷. Y, en consecuencia, el dividendo variará de la misma manera en que varía el que corresponde a las restantes acciones. No hay en ello infracción alguna.

6. Conclusión.

En consonancia con la nueva figura societaria que se ha incorporado al ordenamiento jurídico adquiere renovado impulso el análisis de la emisión de acciones sectoriales con la finalidad de facilitar el financiamiento de la SAS. Su empleo en especial está favorecido por la posibilidad de preverse respecto de las SAS un objeto social múltiple, autorización legal que evita complicaciones en la interpretación relativa a la *sectorización* o *segmentación* de las utilidades realizadas y líquidas que se

¹⁵ SASOT BETES, Miguel A.-SASOT, Miguel P., *Sociedades anónimas. Acciones, bonos debentures y obligaciones negociables*, Ábaco, Bs. As., 1985, p. 94

¹⁶ MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *Tracking Stocks (acciones “sectoriales”) en sociedades anónimas*, LL 2011-C-961.

¹⁷ VANASCO, Carlos Augusto, *Sociedades comerciales*, Tomo 2, Astrea, Bs. As., 2006, p. 424.

distribuirán como dividendos provenientes de un determinado sector de la actividad económica de la sociedad.

Además de no resultar desconocida en el derecho comparado, esa posibilidad guarda correspondencia casi exacta con los objetivos de la ley N° 27.349, pues se presenta como un diseño útil para el desarrollo de la actividad emprendedora, facilitando la innovación y el abaratamiento de los costos de financiación -tradicionalmente elevados en nuestro medio económico- y fomentando la creación de valor.

No queda afectada la estructura societaria en caso de preverse acciones sectoriales que confieran derechos de origen particular que sólo pueden disfrutar algunos accionistas, quedando los restantes excluidos de ellos. Por ese motivo los tenedores de acciones que no accedan a esos especiales beneficios deberán prestar su consentimiento, en forma previa o posteriormente.

Que estas reflexiones pueden ser sugeridas también en relación a las sociedades anónimas de considerable magnitud, no puede ocultar que las SAS parecen ser el cauce legal más adecuado y de fácil acceso. Aquellas otras pueden recurrir la captación de fondos mediante la cotización de los títulos que emitan en mercados públicos.

A fin de cuentas, se trata de establecer un principio de solidaridad en la mejora de las condiciones económicas, haciendo partícipes a pequeños inversores de los potenciales beneficios resultantes. Claro que, casi es innecesario señalarlo, no es más que un instrumento que dependerá en gran medida de su concreto empleo basado en la buena fe y sobre el que no puede formularse una valoración anticipada definitiva.