

Las acciones sectoriales y el anteproyecto de reforma del artículo 307 de la Ley de Sociedades Comerciales: un texto con el que todos ganan

Tracking stocks and the preliminary draft reform of Section 307 of the

Commercial Companies Law: a win-win text

Ações setoriais e o anteprojeto de reforma do artigo 307

da Lei de Sociedades Comerciais: um texto vantajoso para todos

Sebastián Arias

ORCID: 0000-0002-2051-4442

Universidad de la República

Correo: sarias@sd.com.uy

Alan Hirschlaff

ORCID: 0000-0002-4891-1511

Universidad de la República

Correo: hirschlaffalan@gmail.com

Recibido: 13/04/2022

Aceptado: 20/09/2022

Resumen: Las acciones sectoriales son un tipo de acciones que han encontrado asidero en distintas legislaciones societarias de derecho comparado. Estas acciones sin duda responden a las nuevas exigencias del mercado y son una herramienta fundamental en materia societaria. Con una nueva proyección de reforma de la ley de sociedades comerciales, en particular del artículo 307, las acciones sectoriales se convierten en una realidad legislada. Por tales motivos el presente trabajo busca abordar las particularidades de este instituto, su naturaleza jurídica, qué implicaciones prácticas tiene respecto a los derechos económicos y políticos de los accionistas, y cuáles han sido los argumentos esgrimidos por la doctrina uruguaya para consagrarlas aún sin legislación expresa. Sentadas estas bases se busca introducir al lector en los cambios y soluciones que implica su regulación en la reforma proyectada, concluyendo con algunas consideraciones que ha merecido el tópico en estudio.

Palabras clave: acciones sectoriales; naturaleza jurídica; derechos económicos; sociedad anónima; sociedad por acción simplificada; sociedades comerciales.

Abstract: Tracking Stocks are a type of shares that have found support in different comparative law corporate legislation. These shares undoubtedly respond to the new demands of the market, and are a fundamental tool in corporate matters. With a new projection of reform of the Commercial Companies Law, in particular of section 307, the tracking stocks become a legislated reality. For these reasons, this paper seeks to address the particularities of this institute, its legal nature, what practical implications it has regarding the economic and political rights of shareholders, and in particular, what have been the arguments put forward by our national doctrine to consecrate them even without express legislation. Having established these bases, the reader is introduced to the changes

Nota: Cuando se presentó este artículo (13 de abril de 2022) esta propuesta estaba en estadio de anteproyecto de reforma de la LSC, unos meses después adquirió estado parlamentario y al momento (noviembre de 2022) es proyecto de ley.

and solutions implied by its regulation in the projected reform, concluding with some considerations that the topic under study has deserved.

Keywords: tracking stocks; legal nature; economic rights; joint-stock company; simplified joint-stock company; commercial companies.

Resumo: As ações setoriais são tipos de ações que encontraram uma base de apoio em várias legislações empresariais comparativas. Estas ações respondem, sem dúvida, às novas exigências do mercado e são instrumentos fundamentais em questões empresariais. Com a nova reforma da Lei das Sociedades Comerciais, em particular o artigo 307, as ações setoriais tornaram-se uma realidade legislada. Por estas razões, este documento procura abordar as particularidades deste instituto, a sua natureza jurídica, as suas implicações práticas no que respeita aos direitos econômicos e políticos dos acionistas, e os argumentos apresentados pela doutrina uruguaia para os consagrá-los, mesmo sem legislação expressa. Uma vez estabelecidas estas bases, o leitor é introduzido às mudanças e soluções implícitas na sua regulamentação na reforma projetada, concluindo com algumas considerações que justificam o estudo do tema.

Palavras-chave: ações setoriais; natureza jurídica; direitos econômicos; sociedade anônima; sociedade por ações simplificadas; sociedades comerciais.

Introducción

En un mundo cada vez más marcado por la temprana obsolescencia de los emprendimientos a raíz de otros mejores y más innovadores, la posibilidad de que las sociedades comerciales puedan emitir acciones sectoriales las convierte en un vehículo jurídico idóneo para afrontar los nuevos retos de esta era.

En efecto, las acciones sectoriales (también conocidas como *acciones vinculadas o tracking stocks*)¹ son un interesante instrumento que permite segmentar una rama de actividad o proyecto en el que participa la sociedad, facultando a los accionistas titulares de dichas acciones a obtener dividendos en función de las ganancias obtenidas por determinada rama de actividad o proyecto.

A modo de ejemplo, se puede imaginar un grupo de ingenieros que decide fundar una sociedad anónima. Dentro de dicho grupo de accionistas existe un subgrupo que procura llevar a cabo un proyecto de desarrollo de *software*, que requiere de bienes materiales y humanos. Ante este escenario, un posible camino es emitir acciones sectoriales para permitir que dicho subgrupo de accionistas, idóneos en el respectivo proyecto, se aboquen en su totalidad a este. Con la emisión de acciones sectoriales, sus titulares serán destinatarios de las ganancias que su sector obtenga y, además, según la posición que se

¹ A partir de ahora se alude a este tipo de acciones de cualquiera de esas tres formas.

sustente, el estatuto podrá asignar distintos directores al sector, de modo que todos se encuentren representados en la dirección de la sociedad².

El presente artículo se organiza de la siguiente manera: inicialmente, se refiere al origen y caracterización de las acciones sectoriales y se repasa en algunas interrogantes sobre su naturaleza jurídica; luego, se enfoca en la posibilidad de emisión de este tipo de acciones en el ordenamiento jurídico uruguayo; donde se hace énfasis y comenta el anteproyecto de ley de reforma de la Ley de Sociedades Comerciales n.º 16.060 (en adelante LSC); posteriormente, se explica cómo este tipo de acciones pueden ser una importante fuente de financiamiento societario; finalmente, se presentan las conclusiones.³

Origen y caracterización: algunas interrogantes sobre su naturaleza jurídica

La doctrina uruguaya es conteste respecto de que la regulación de las *tracking stocks* o acciones sectoriales, no son, en efecto, un fenómeno nuevo. Este tipo de acciones data de hace ya varios años en el derecho comparado, que ha servido de inspiración para múltiples pronunciamientos, tanto a favor como en contra de su consagración en el derecho societario vernáculo, a la luz de la regulación legal actual.

Así lo recuerda Mailhos Gallo (2020):

Las *tracking stocks* (o acciones vinculadas) tienen su antecedente en la experiencia corporativa de los Estados Unidos, donde se consagró la posibilidad de la existencia de clases o categorías de acciones con derecho patrimoniales acotados al resultado de una determinada actividad [...]. Este tipo de acciones también se encuentran admitidas en los ordenamientos jurídicos de Holanda, Bélgica, Japón, Francia e Italia (p. 101).

² Tal como se ilustra en el desarrollo del artículo, a la luz del marco normativo vigente en Uruguay, ante la falta de previsión expresa, la doctrina vernácula ha debatido sobre la posibilidad de instrumentar acciones sectoriales en la sociedad anónima local. Si se apoya la posición de Rodríguez Mascardi y Ferrer Montenegro (2015) acerca de que pueden emitirse como acciones ordinarias de una serie especial (artículo 296, inciso final, LSC), la elección de directores estaría fundada en el artículo 377 de la LSC, de acuerdo con el cual “Cuando existan series de acciones, el estatuto podrá prever que cada una de ellas elija uno o más directores, reglamentando su elección”. En cambio, si se defiende la posición de Alfaro Borges y Poziomek (2019) y es factible acudir a las acciones sectoriales bajo la forma de acciones preferidas, conforme al artículo 323 numeral 4 de la LSC, “podrá convenirse que las acciones preferidas confieran a sus tenedores, cualquiera de los siguientes derechos: 4) Elegir determinado número de directores”.

³ El presente trabajo refiere al texto del anteproyecto de reforma de la LSC (Ley n.º 16.060) presentado al presidente de la República y a la ministra de Economía y Finanzas el 22 de junio de 2021.

En ese mismo sentido, traen a colación Rodríguez Mascardi y Ferrer Montenegro (2015) que:

En E.E.U.U. adquirieron gran desarrollo desde mediados de la década del 80 y una cierta declinación a partir del 2000. [...] En Italia el caso más relevante fue el de Alcatel y Optronic en el año 2000. A partir de la reforma del derecho societario italiano impuesta en 2003 aparecen reguladas en el artículo 2350 inciso 2 del Código Civil italiano las denominadas *azione correlate* (p. 161).

A la fecha, este tipo acciones son realizables a la luz de la Ley Declaración de Interés Nacional el Fomento de los Emprendimientos - Promoción del Emprendedurismo n.º 19.820 (a partir de ahora LFE) para la sociedad por acciones simplificada (SAS) y mayormente admitidas para la sociedad anónima (SA) en el seno de la LSC. Sin embargo, lo cierto es que no encuentran aún regulación expresa como instituto autónomo en el derecho uruguayo.

En ese escenario, es sumamente celebrable la consagración prevista en el anteproyecto de ley de reforma de la LSC, que las recoge expresamente dentro del elenco de acciones que pueden ser emitidas por las sociedades de capital. Por ello, es un punto no menor estudiar cuáles han sido los elementos considerados hasta ahora por la doctrina para admitir este tipo de acciones y, en particular, analizar qué obstáculos se han planteado, ya que es en estos donde pueden apreciarse las ventajas y avances legales que aparejaría la sanción de la reforma proyectada.

El primer punto de este análisis radica en responder a las preguntas: ¿qué implican este tipo de acciones? y ¿cómo se caracterizan?

Las *tracking stocks* son, en efecto, la materialización de las nuevas necesidades de mercado, sin perjuicio de lo que se expresa a continuación.

No es novedad, que, ante la vorágine empresarial de los últimos tiempos, las empresas decidan diversificar cada vez más sus campos de actividad, optando por incursionar en proyectos o negocios que muchas veces tienen, aunque no necesariamente, una conexión complementaria más “satelital” respecto del objeto central de la actividad societaria. Sin perjuicio de que sería más fácil desarrollarlas mediante una nueva figura societaria, no es menos cierto que el beneficio de una marca ya instaurada en el mercado es un insumo esencial al que nadie quiere renunciar.

En ese marco, este tipo de acciones se vuelven una herramienta fundamental para diversificar la actividad empresarial, al tiempo que permiten un mecanismo de financiamiento sin corromper o modificar en forma sustancial el esquema estructural de la empresa.

Así, tomando como fuente principal la regulación de las *azione correlati* del derecho italiano, Alfaro Borges y Poziomek (2019) refieren a este tipo de acciones como aquellas que “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’” (p. 194).

En otras palabras, son un tipo de acción por medio de la cual su tenedor ingresa de pleno a la sociedad emisora en calidad de accionista, pero con la particularidad de que la obtención de sus ganancias estará, en principio, relacionada y sometida al rendimiento económico del proyecto o la actividad para las cuales fueron emitidas. En igual sentido el ejercicio y alcance de sus derechos políticos.

Asimismo, la emisión de acciones sectoriales no implica la ruptura del principio de unidad patrimonial de la sociedad. No hay una segregación, escisión o división del patrimonio social a efectos de atender a las acciones sectoriales, sino que se produce una contabilidad discriminada con la finalidad de establecer el rendimiento del sector y de esta manera poder determinar el monto del dividendo a percibir (Miller, 2020b).

Caracterizadas, y antes de abordar el análisis doctrinario en pro o en contra de su consagración en el derecho uruguayo, impera precisar o al menos asentar las principales posiciones respecto de su naturaleza jurídica, lo que conduce a la siguiente interrogante: ¿tracking stocks ordinarias o preferidas?

Gran parte de la doctrina, nacional y extranjera, categoriza este tipo de acciones como ordinarias con derecho a voto. Ese es el caso del derecho norteamericano (Miller, 2020b) o de las *azione correlate* del derecho italiano (Alfaro Borges & Poziomek, 2019).

Por su parte, tanto en el derecho francés como en el brasilero las acciones sectoriales son consideradas variantes de las acciones preferidas (Miller, 2020b). En la doctrina uruguaya, Alfaro Borges y Poziomek (2019) se inclinan por dicha posición:

Sostenemos que en nuestro derecho se pueden instrumentar acciones sectoriales a través de acciones preferidas. [...] Ello implica decir que se trata de accionistas que tienen suprimido el derecho de voto en otros

sectores, así como que, en principio, no tienen derecho a percibir utilidades generadas por otras actividades (p. 196).

Rodríguez Mascardi y Ferrer Montenegro (2015) han entendido que “Se trata en definitiva de acciones ordinarias, pero cuyos derechos patrimoniales están referidos y vinculados con los resultados de un determinado sector de actividad de la empresa o unidad de negocios” (p. 162). Para estas autoras, basta que se regulen como una serie especial dentro de las ordinarias, en base a la posibilidad prevista en el artículo 296 de la LSC.

Esta postura tiene efectos prácticos en materia de asambleas, ya que el artículo 349 de la LSC reza que “Para adoptar resoluciones que afecten los derechos de una clase de acciones, se requerirá la aprobación o la ratificación de sus titulares adoptada por una asamblea especial”.

Sin perjuicio de destacar lo rico y abundante del debate acerca de su naturaleza jurídica, en definitiva, a efectos prácticos, la pregunta es ¿realmente esto es importante? Se considera que no.

En efecto, una de las principales implicancias que produciría que este tipo de acciones disponga de expresa recepción legislativa es que la discusión respecto a si se trata de una acción ordinaria o preferida deja de ser fructífera, pues basta con decir que es una acción sectorial y en tanto que sus principales características estén plenamente reguladas nada más parecería importar. Consagradas y reconocida la autonomía de la voluntad como principio rector de la ley, nada más importa. Ello demuestra una vez más cómo la doctrina juega un rol central para posibilitar figuras necesarias en el ordenamiento que son ignoradas por el legislador.

Sin embargo, ello puede implicar, muchas veces, diversas visiones o formas de entender un mismo instituto, cuando, bien regulado, un solo artículo puede solucionar y ampliar el campo de acción de los operadores.

Por lo hasta ahora dicho, impera abordar en los siguientes apartados cómo se afecta, si es que así ocurre, el resto de las disposiciones de la ley, sobre todo en materia de dividendo, con la nueva proyección de las tracking stocks en el derecho uruguayo.

Las acciones sectoriales en el ordenamiento jurídico uruguayo

Las acciones sectoriales en la sociedad anónima

La Ley de Sociedades Comerciales n.º 16.060 no establece a texto expreso la posibilidad de emitir acciones sectoriales. De allí que la tarea de analizar su posibilidad o prohibición de emisión se ha trasladado a la doctrina.

Rodríguez Mascardi y Ferrer Montenegro (2015) entienden que es posible introducir este tipo de acciones, en tanto la LSC no es de orden público y concede un razonable marco a la autonomía de la voluntad. En efecto, las autoras expresan:

En el marco de la ley de sociedades 16.060 que consagra la libertad de creación de títulos accionarios y atendiendo a las características que presentan las acciones vinculadas en los ordenamientos donde se regulan no encontramos obstáculos para su adopción en nuestro orden societario (p. 165).

Como se mencionó en el capítulo anterior, Rodríguez Mascardi y Ferrer Montenegro (2015) esgrimen que es posible su emisión como acciones ordinarias de una serie especial (artículo 296, inciso final de la LSC):

A la que se le atribuirán dividendos sobre la actividad de un sector de los negocios de la sociedad, acotando los derechos consagrados en el numeral 2 del artículo 319 sin contradecir lo indicado en el inciso final de dicho artículo (p. 165).

Para Alfaro Borges y Poziomek (2019) es factible instrumentar acciones sectoriales a través de acciones preferidas. Para analizar la validez de estas acciones, las autoras se centran en analizar si la LSC permite (o no prohíbe) cumplir con los dos rasgos caracterizantes de estas acciones.

El primero consiste en que el derecho de voto únicamente tiene lugar en lo que refiere a la actividad con la cual se vinculan o en la que pueden influir; el segundo, que los derechos económicos se encuentran limitados a los beneficios de la referida actividad. La consecuencia de esas dos premisas, razonando *a contrario sensu*, es que estos accionistas tienen suprimido el derecho de voto en otros sectores, así como, en principio, carecen de derecho a percibir utilidades generadas por otras actividades.

En cuanto al derecho de voto, sostienen las autoras 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)” (Alfaro Borges & Poziomek, 2019, p. 197). Ello por cuanto la limitación e incluso la supresión del derecho de voto es admitido para las acciones preferidas, sin perjuicio de dos hipótesis legales en donde este resurge (Alfaro Borges & Poziomek, 2019).

El escollo más difícil de sortear reside en determinar a través de qué forma es posible restringir la toma de decisiones de los titulares de acciones ordinarias en las materias atinentes a los sectores que competen a los accionistas sectoriales. Es allí donde las autoras exponen que se presenta la principal dificultad: “En este punto surgen los mayores obstáculos: al titular de acciones ordinarias no le puede ser limitado el derecho de voto” (Alfaro Borges & Poziomek, 2019, p. 198).

Posteriormente, centrándose en el derecho al dividendo, las profesoras explican que el artículo 323 de la LSC admite dar un trato diferencial a los titulares de acciones preferidas. Consideran que el derecho a percibir en exclusividad utilidades generadas por la actividad relacionada queda abarcado por la referida disposición normativa, puesto que al hablar de *dividendo fijo* no necesariamente se está hablando de un monto predeterminado; “Por el contrario, ingresarían otras estipulaciones por las cuales se estableciera un dividendo determinable por algún mecanismo objetivo, que implicaría una postergación de los derechos de los demás socios” (Alfaro Borges & Poziomek, 2019, p. 199).

Las autoras culminan su análisis sosteniendo, sin perjuicio de señalar matices, que se puede limitar el derecho de ese accionista respecto de beneficios emergentes de otras actividades y el de los restantes accionistas sobre la actividad relacionada.

Miller (2020a) acepta la posibilidad de emitir acciones sectoriales en la sociedad anónima:

Como se señaló anteriormente, la ley admite la presencia y emisión de acciones preferidas, y también admite que estas acciones cuenten con ciertas preferencias económicas como dividendos fijos o un porcentaje de las utilidades. Ahora bien, si bien es presumible, que el legislador estaba pensando en preferencias económicas de tipo global, es decir, sobre la utilidad total de la sociedad, no es menos cierto que el lenguaje empleado admite esta última interpretación. El texto legal en su expresión literal no

es limitativo. Por tanto, se hace aplicable la pauta interpretativa que ordena el Código Civil respecto de que cuando el sentido de la ley es claro, no se desatenderá su tenor literal (p. 28).

Las acciones sectoriales en la sociedad por acciones simplificada

La LFE implicó un avance respecto de la LSC por cuanto previó a su tenor literal, en el artículo 16, la posibilidad de crear clases y series de acciones, encomendando a los estatutos el establecimiento de los derechos correspondientes a las mismas.

Alfaro Borges y Poziomek (2019) explican que las dificultades que pudieran presentarse en materia de sociedades anónimas no se presentan en sede de SAS, donde no se requiere recurrir a las acciones preferidas, pudiendo directamente preverse acciones sectoriales como una serie de acciones, ya que su emisión está permitida en el artículo 16 de la LFE.

Para Ferrer Montenegro (2019) “la libertad que otorga la Ley 19.820 para la emisión de diferentes clases de acciones en el marco de la autonomía de la voluntad expresamente consagrada hacen perfectamente viable el ingreso de las acciones vinculadas” (p. 267).

En el entender de Mailhos Gallo (2020), de acuerdo con el artículo 16 de la LFE, no existen obstáculos para admitir este tipo de acciones en la SAS. Precisamente: “la regulación de la SAS ubica a este tipo societario como un vehículo dúctil y dotado de la flexibilidad necesaria —en el marco de la autonomía de la voluntad— para la instrumentación de las acciones vinculadas” (p. 103).

Aplicando el artículo 16 de la LFE, Miller (2020b) expone que es una norma breve pero que dice mucho y, en consecuencia, si el estatuto así lo indica, se pueden crear clases y series de acciones.

Después de explicar que, al analizar el tema bajo el régimen de la LSC, concluyó que no se regulaban ni prohibían las acciones relacionadas, vinculadas o sectoriales (y que, si se interpreta que las preferencias previstas por el artículo 323 no son de carácter taxativo, podría crearse una clase de acciones que participe exclusivamente sobre el resultado patrimonial de una de una parte del negocio de la sociedad anónima) Lapique (2021) enseña: “Bajo el régimen previsto por la SAS entendemos que no hay dudas que pueden ser utilizadas mediante la creación de una clase, a la cual se le asignen derechos especiales” (p. 134).

En similar sentido, Bellocq (2019) ilustra:

Las SAS pueden emitir distintas clases de acciones, que permiten asignar a sus titulares distintos derechos en función del perfil de los inversores. De esta forma, se promueve el ingreso de fondos a la sociedad contemplando los intereses y expectativas de los accionistas (p. 78).

La consagración de las acciones sectoriales en el anteproyecto de reforma de la ley de sociedades comerciales

El anteproyecto de reforma de la LSC propone modificar el actual artículo 307, agregando, a texto expreso, a las acciones sectoriales.⁴ De acuerdo con el anteproyecto, en primer lugar, “dichas acciones darán a sus tenedores el derecho a recibir dividendos resultantes de las utilidades netas distribuibles producidas por uno o más sectores de actividad o uno o más proyectos específicos” (inciso tercero del artículo 307 proyectado).

La acción sectorial como tal concede derecho al dividendo resultante de las utilidades netas distribuibles producidas por uno o más sectores de actividad o uno o más proyectos específicos. Sin embargo, se entiende que también deben de cumplirse los requisitos dispuestos por el artículo 98 del anteproyecto, para lo cual deben de verificarse los siguientes presupuestos: i) deben ser las utilidades netas resultantes de un balance; ii) dicho balance debe haber sido confeccionado de acuerdo con normas contables adecuadas y preparado en la moneda funcional de la sociedad; iii) el balance debe haber sido aprobado por el órgano social competente; iv) la distribución no puede poner en grave peligro la solvencia actual o futura de la sociedad, o tornar manifiestamente insuficientes

⁴ La redacción del artículo 307 vigente es la siguiente: (Clases de Acciones) “Las acciones serán ordinarias, preferidas o de goce, según los derechos que otorguen a sus titulares. No podrán emitirse acciones de voto plural”.

En el anteproyecto, la nueva redacción al artículo reza: (Clases de Acciones) “Las acciones serán ordinarias, preferidas, de goce o sectoriales, según los derechos que otorguen a sus titulares. Podrán emitirse acciones de voto plural. El estatuto podrá contemplar la emisión de acciones sectoriales que darán a sus tenedores el derecho a recibir dividendos resultantes de las utilidades netas distribuibles producidas por uno o más sectores de actividad o uno o más proyectos específicos. Las acciones sectoriales afectadas a cada sector o proyecto específico o, en su caso, a cada conjunto de ellos constituirá una clase especial de acciones. Al tiempo de su emisión, los sectores de actividad o proyectos específicos deberán estar precisamente descritos y delimitados. El estatuto deberá prever la forma de determinación de la utilidad de cada sector o proyecto específico y la forma de imputación al mismo de los costos indirectos de la sociedad. Deberá establecer igualmente si las acciones sectoriales participarán además y en qué condiciones en las utilidades netas distribuibles de la sociedad. En caso de emisión de acciones sectoriales, la sociedad deberá confeccionar estados contables especiales por cada sector o proyecto, elaborados de acuerdo con normas contables adecuadas, además de los estados contables generales de la sociedad. En ningún caso podrán distribuirse dividendos a las acciones sectoriales si la sociedad no hubiera tenido utilidades netas distribuibles, y sin compensar previamente las pérdidas de ejercicios anteriores”.

o inadecuados los recursos patrimoniales de la sociedad para el ejercicio de la actividad a la cual se dedique.

Asimismo, el inciso final del artículo 307 del anteproyecto dispone: “En ningún caso podrán distribuirse dividendos a las acciones sectoriales si la sociedad no hubiera tenido utilidades netas distribuibles, y sin compensar previamente las pérdidas de ejercicios anteriores”. Por consiguiente, se deja de manifiesto que no existe un trato preferencial sobre la acción sectorial. No pueden distribuirse dividendos al sector si la sociedad como unidad no atravesó con éxito la misma senda.

Por otra parte, el proyectado texto de la ley encomienda al estatuto prever la forma de determinación de la utilidad obtenida por cada sector o proyecto, y la forma de imputación a estos de los costos indirectos de la sociedad.

También se establece que deberá estipularse en el estatuto si las acciones sectoriales participarán y en qué condiciones, en las utilidades netas distribuibles de la sociedad, es decir, las utilidades netas que se tienen en cuenta quitando las utilidades obtenidas por los sectores o proyectos respecto de los cuales se emitieron acciones sectoriales. De esta forma, es posible que el titular de la acción sectorial obtenga dividendos a raíz de las utilidades generadas por su sector, así como también por las generadas por la sociedad.

En tanto todos estos puntos quedarían desarrollados en el estatuto social, los cambios que se deseen efectuar tornan imperante una reforma del mismo. El anteproyecto mandata la confección de estados contables especiales por cada sector o proyecto, además de los estados contables generales de la sociedad, los cuales naturalmente deberán de cumplir con los requisitos mencionados por el artículo 98 proyectado.

La relación con los sistemas de financiamiento societario

Para poder entender por qué el tema de las acciones vinculadas o sectoriales tiene una fuerte conexión con el fenómeno del financiamiento empresarial es menester tener presente las palabras de Olivera García (2020):

La sociedad anónima es una unidad económica que tiene su propio interés social, consistente en el desarrollo de su objeto en el mercado. La realidad económica determina que la misma se vea enfrentada a requerimientos y necesidades, impuestas por nuevas realidades económicas, por avances tecnológicos y por la competencia en el mercado que determinan necesidades de financiamiento para mantener su capacidad operativa (p. 357).

Si bien esta noción fundamental puede ser extensible a los demás tipos societarios, cobra particular relevancia en sede de sociedades de capital. Esto también guarda estrecha relación con el concepto de interés social, sobre el cual se han escrito ríos de tinta, tanto en doctrina uruguaya como extranjera.

En cuanto a las discusiones respecto de las teorías contractualistas e institucionalistas, estas superan ampliamente el objeto de este trabajo, por lo cual, y coincidiendo con el citado autor, se entiende por *interés social* “aquél que se encuentra alineado con la creación de valor para la sociedad, maximizando la rentabilidad y los beneficios sociales, tanto para los accionistas (actuales, futuros y eventuales) como para los terceros (*stakeholders*)” (Olivera García, 2020, p. 361).

Este último concepto es neurálgico para entender lo siguiente: al optar por emitir acciones sectoriales, en términos *ut supra*, la sociedad está tomando una decisión, está escogiendo financiar una nueva actividad, proyecto o sector, en aras de potenciar la actividad social actual para captar nuevos sectores del mercado bajo una de las modalidades de financiamiento disponibles.

Al decir de Pascale (2017):

El tema central de las finanzas es la utilización más adecuada de los recursos financieros (caja) en términos de los objetivos de la empresa, es decir la maximización del valor de ella. En definitiva, el campo de estudio está delimitado por la mejor forma de asignar recursos financieros en el tiempo en un contexto de incertidumbre, así como el papel de las organizaciones económicas en la facilitación de esa asignación (p. 1).

Se observa que hay tres grandes políticas o líneas de decisión que deben ser consideradas: decisiones de inversión, tomando en cuenta el impacto de cada una de ellas, consideradas en sí mismas respecto del portafolio de inversiones de la sociedad; decisiones de financiamiento (límites del endeudamiento y la forma más óptima de obtener fondos); y las políticas de dividendos, es decir, la búsqueda del equilibrio entre la retribución de los accionistas (derecho fundamental) y su contracara, la privación de recursos propios a la sociedad (Pascale, 2017).

Todo esto pone sobre la mesa un tema fundamental, que es cómo una sociedad decide o elige hacerse de recursos para cumplir con su objeto y poder así maximizar su valor de mercado. Con la emisión de acciones sectoriales, la sociedad elige una forma de financiarse distinta del endeudamiento, se excluye el salir a buscar préstamos o líneas de

crédito y se opta por obtener recursos mediante aportes de capital de nuevos accionistas, que queden vinculados a la sociedad, pero limitados respecto del ejercicio de sus derechos a solo un sector de esta.

Ello, a su vez, trae aparejado un conjunto de consecuencias que habrán de ser sopesadas por la sociedad y los nuevos accionistas sectoriales. De acuerdo con Pascale (2017):

El costo de una deuda, no es solo la tasa de interés que promete el instrumento de deuda utilizado. Es en realidad, la tasa de rendimiento entre los fondos que recibe la empresa y todos los pagos que debe hacer ya sea por intereses, principal, gastos, depósitos en cuenta y todo otro tipo de erogación o restricción que imponga costos explícitos o implícitos (p. 5).

Ahora bien, como con buen tino el autor concluye:

El costo de la deuda tiene de hecho, menor costo que la inversión que hace quien invierte sus fondos en el patrimonio de la empresa.

¿A qué se debe que los fondos propios tengan más costo que las deudas? La causa es, básicamente que los fondos propios tienen más incertidumbre en sus rendimientos que el precio que se paga por una deuda que está pactado y que es una tasa prometida.

¿Y cuál es el costo de los fondos propios? Es el costo de oportunidad de los mismos. Entiendo por costo de oportunidad, el rendimiento esperado que se sacrifica por invertir en un activo, en lugar de hacerlo en el mejor proyecto alternativo al que se renunció invertir, dentro de la misma clase de riesgo (p. 5).

En ese sentido, pareciera que se debe buscar la justificación de la emisión de acciones sectoriales fuera del riesgo-beneficio que implica este tipo de financiamiento, y es ahí justamente donde se observan las ventajas tanto para la sociedad como para los futuros accionistas sectoriales.

Para los futuros inversores, quienes pueden no estar necesariamente interesados en todo el conjunto de actividades de la sociedad, mas sí en un proyecto o sector particular, supone poder ser parte de este, entrando al mercado bajo una entidad que ya cuenta con cierto nombre y reputación, asociada a unos estándares de calidad y que, en la mayoría de los casos, ya cuenta con una cartera de clientes. De esta forma, el inversor sectorial no debe “iniciar de cero” y asumir los costos y esfuerzos que ello supone, no solo respecto

del proceso de constitución societaria, sino además con lo que implica entrar a competir en el mercado.

Por su parte, para la sociedad y los accionistas actuales implica una forma de obtener los recursos necesarios para poner en marcha un nuevo negocio sin que ello les requiera erogaciones propias por aumentos reales de capital o capitalización de recursos ya existentes. Además, al no acudir al endeudamiento financiero, no deben asumir el costo de los intereses bancarios. Hay una minimización considerable de los riesgos asumidos por quienes ya forman parte de la sociedad.

Dicho esto, surgen algunas interrogantes respecto de otra de las tres grandes decisiones financieras: la política de dividendos.

Como fue analizado supra, las acciones sectoriales son acciones ordinarias con derecho a voto, caracterizadas porque sus derechos patrimoniales se encuentran vinculados a los resultados de un determinado sector de la actividad de la sociedad. La particularidad que presentan, como expresa Mailhos Gallo (2020) mencionando a Miller, es que “son acciones que ‘rastrear’ la *performance* financiera de determinada unidad de negocios pre-determinada y por ello no al resultado global de la sociedad emisora de tales acciones” (p. 102).

Sin embargo, en el texto de reforma proyectado se observa que, si bien de regla este tipo de acciones tienen condicionado o, al menos plenamente reconocido su derecho al dividendo en la existencia de ganancias netas del sector, nada obsta a que en ejercicio del principio de la autonomía de la voluntad se prevea cierto grado de participación en las ganancias provenientes de los restantes sectores de la sociedad.

En ese marco pareciera que la idea mencionada por Miller, citada por Mailhos Gallo (2020) puede ser relativizada ante el artículo proyectado, pudiendo interpretarse que, lejos de quitarle su particularidad a este tipo de acciones, se reafirma su naturaleza ordinaria.

Ahora, en lo que sí hace sentido la cita comentada es respecto al móvil por el cual se emite y, por ende, al especial vínculo del accionista sectorial, ya que su motivación principal para invertir en la sociedad fue el negocio, unidad o proyecto y quizá no así el restante sector de actividad. En otras palabras, si no se hubiera configurado ese negocio puntual, quizá nunca habría invertido. Pero, además, se reafirma la unidad societaria, de lo contrario simplemente hubiera bastado con formar su propia empresa. Por ello es que se reconoce la naturaleza ordinaria de la acción, y lo que ello implica en materia del derecho a voto.

Sin embargo, la característica más destacable es la limitación del dividendo a la existencia de utilidades en el sector o unidad. No obstante, expresa Miller (2020b):

Debe tenerse presente una limitación relativa al dividendo de las acciones sectoriales y su percepción. No podrá existir distribución de dividendo para las acciones sectoriales si la sociedad no ha tenido utilidades netas o bien no ha absorbido las pérdidas de ejercicios anteriores y además sin la previa constitución, recomposición o mantenimiento de la reserva legal (p. 112).

De esta forma, se aprecia cómo la política de dividendos que adopte la sociedad en su conjunto repercute directamente en los derechos económicos de los accionistas sectoriales, pues si bien su dividendo se limita a la existencia de ganancias de su sector, aun existiendo los mismos, la distribución queda sujeta a que se reporten ganancias netas en el resto de la actividad de la sociedad considerada en su conjunto y que exista resolución del órgano de gobierno en aras de la distribución.

Por corolario, la pregunta fundamental es ¿cómo repercute tal extremo en el ejercicio del derecho al voto? Ello, en la medida en que, los accionistas sectoriales, muchas veces minoritarios, van a estar interesados en que se distribuyan los dividendos siempre que los balances sectoriales arrojen tal posibilidad. Pero si aún verificado ese extremo no acontece lo mismo para el resto de la actividad societaria, pueden generarse ciertas desavenencias a nivel asambleario.

Otro punto no menor es el alcance de la limitación de la responsabilidad. Como expone Olivera García (2020):

El concepto de capital aparece como contrapartida de la idea de limitación de responsabilidad, como forma de establecer una cifra de retención sobre los activos sociales, fuera de la potestad de decisión de los accionistas, en beneficio de los acreedores. Esta función de garantía es la más importante y antigua que cumple el capital social (p. 356).

Esta idea es importante, pues, aun cuando la doctrina ha puesto en tela de juicio la función de garantía del capital respecto de su debilitamiento, no deja de ser menos cierto que la limitación cuantitativa para responder de cada accionista frente a terceros es, en esencia, el porcentaje de tenencia de capital del que son titulares. Ello es el germen de este tipo de sociedades frente a otras figuras.

Por lo tanto, el accionista sectorial ¿debe responder solo por las pérdidas o daños generados en el seno de su sector de actividad? O, al margen del límite de capital, ¿es igualmente responsable por toda la actividad desarrollada por la unidad societaria? Es un punto discutible y que debe estar claro al momento de materializar la posibilidad de emisión de este tipo de acciones a nivel de los estatutos sociales. Pero a priori es defendible la idea de que, amén de la especial vinculación de este tipo de accionistas con la sociedad, sobran elementos en pro de la noción de unidad, de forma tal que, salvo disposición estatutaria en contrario, el grado de responsabilidad seguirá siendo medido por el porcentaje de tenencia de capital, sin discriminar el sector o proyecto que motivó la emisión.

Por tal motivo aquí no se considera que estos cuestionamientos, aunque válidos, sean razones para descartar este tipo de acciones, máxime si se está a su consagración a texto expreso tal como está proyectado.

Compartiendo lo expresado por Mailhos Gallo (2020) “El desafío radica en una correcta interpretación del negocio societario y su regulación —a nivel estatutario—” (p. 103). De manera que, aspectos tales como los costos de la sociedad que deben ser soportados por los accionistas sectoriales, el determinar si las acciones tienen derecho a participar exclusivamente en la distribución de utilidades vinculadas a su sector de actividad o si también pueden ser contempladas en los resultados netos globales de la sociedad (se deduce que ello es posible dado el principio de autonomía de la voluntad que informa a toda la reforma, mas no así y por la expuesto en sentido contrario), la regulación del derecho de voto y su participación en el órgano de administración, al erigirse en elementos claves, sean considerados por los operadores jurídicos a la hora de instrumentar los estatutos sociales.

Conclusiones

A modo de conclusión, es enteramente celebrable que se encuentre en análisis la posibilidad de modificar el texto del artículo 307 de la LSC, con pretensión de convertirse próximamente en derecho positivo. No solo porque coloca a la legislación comercial uruguaya un paso más adelante y en sintonía con los nuevos tiempos y necesidades del mercado, sino porque viene a sanear, al menos en parte, una discusión puramente doctrinaria respecto a si es o no posible emitir este tipo de acciones en el Uruguay.

Si bien el punto ya había encontrado cierto asidero a la luz de la LFE para la SAS, de sancionarse la reforma proyectada, el legislador brinda una herramienta más en el seno de la LSC, aportando un elemento tan necesario como lo es la certeza jurídica respecto de la utilización, o no, de un instituto tan útil como lo son las tracking stocks.

De mantenerse el texto proyectado, se está frente a acciones ordinarias (sin perjuicio de ser afines a que esta categoría debe ceder lugar ante la sola referencia a “acciones sectoriales”) con derecho a voto y con una limitación, en principio, del derecho al dividendo, que queda en cierta forma supeditado a la existencia de ganancias netas del sector y a la existencia de ganancias distribuibles para los restantes sectores de actividad de la sociedad emisora.

Respecto a este último punto es donde más críticas pueden esbozarse, ya que pareciera existir cierta contradicción en el hecho de que si un inversor decide entrar en una sociedad por un determinado sector y este luego obtiene ganancias, el accionista deba ver postergado su derecho al dividendo (fundamental) por la suerte que corra el resto de la sociedad. Cuando quizás su interés no esté en los restantes negocios de esta. De todos modos, este punto es opinable, ya que de acuerdo con la definición de interés social citada, la postergación individual resulta justificada.

Respecto a la posibilidad de que los accionistas sectoriales puedan, eventualmente, recibir ganancias provenientes de sectores de actividad de la sociedad ajenos al sector o proyecto por el cual les fueron emitidas las acciones, se entiende es un punto válido. Incluso, muchas veces puede llegar a ser de utilidad como forma de incentivo para estos accionistas, en mayoría minoritarios.

La pregunta de rigor sería ¿qué pasa en sentido inverso? Es decir, aun cuando existan ganancias netas de toda la sociedad, así como del sector específico en el cual se emitieron las tracking stocks (escenario requerido para la distribución de dividendos de estas últimas), ¿podrían los restantes accionistas, no sectoriales, verse beneficiados de las utilidades del sector? Todo apunta a que no, lo que guarda cierto sentido con el fin y la naturaleza con la que nace dicho instituto, ya que la limitación del resto de los accionistas en beneficiarse de las ganancias del sector hace en contrapartida al beneficio o “privilegio” de los titulares de dichas acciones vinculadas. Sin embargo, podría llegar a salvarse mediante disposiciones en sentido contrario, como corolario de la autonomía de la voluntad, en la medida en que no fue prevista tal posibilidad en el texto proyectado.

Respecto a los derechos políticos y al derecho al voto como derecho esencial, no existen elementos para que los accionistas sectoriales no puedan efectivizar dicho derecho en igualdad de condiciones con los demás accionistas, pudiendo incluso llegar a regular el ejercicio del mismo mediante convenios de sindicación, de manera de aunar voluntades en pro del sector. Ello no supone, en principio, ningún tipo de conflictos de interés, pues va de suyo, máxime si se consideran las condiciones de distribución de dividendos, que tanto los accionistas sectoriales como los demás accionistas habrán de bregar por el interés social como maximización del valor de mercado de la empresa. En última instancia, si a toda la unidad le va bien, así y solo así se verá el beneficio para todos los implicados.

En lo que concierne a la responsabilidad, sin descartar la opinabilidad del tema, todo apunta a que nada cambie en este sentido, es decir, cada accionista, sectorial o no, será igualmente responsable respecto de toda la unidad social, con el único límite de su tenencia en el paquete accionario. En otras palabras, el sistema de limitación de responsabilidad del accionista continúa siendo cuantitativo y no cualitativo. Cuando se es accionista, sectorial o no, se lo es de toda la unidad, de lo contrario el instituto perdería sentido.

Las ventajas van más allá y responden a realidades de mercado. Este instituto permite al accionista sectorial vincularse a una actividad o proyecto de la que es afín, incorporándose a una estructura ya consolidada, inserta en el mercado, seguramente con un nombre y reputación que implique poder desarrollar la actividad en un escenario de mayor y mejor recepción que si se empezara de cero.

Por su parte, a los accionistas originales les permite expandirse, adaptarse y reinventarse sin que ello les implique erogaciones por aumentos de capital integrado propio o, en su defecto, endeudamiento de la sociedad por la toma de una deuda bancaria y lo que ello implica.

A la postre, es central el rol de las disposiciones estatutarias para lograr regulaciones claras que hagan que todas las reglas del juego estén sobre la mesa a la hora de embarcarse en la emisión de este tipo de acciones para que la decisión de todos los implicados sea sopesada y certera.

En ese sentido, elementos como la posibilidad de obtención de ganancias fuera del sector, asunción de gastos, regulaciones del voto, incidencias y participaciones en el órgano de administración, mecanismos de contabilidad, entre otros, son elementos que

han de quedar claramente establecidos, lo que implica un desafío a los operadores jurídicos a la hora de consolidar los estatutos sociales.

Seguramente, en un futuro no tan lejano, los estatutos estándar dejen de ser la regla, y cada vez más se acuda a estatutos a medida, que regulen una pluralidad de aspectos con mayor especificidad en función del negocio particular. A criterio de los autores, este representa uno de los puntos más destacables del proyecto de reforma, pues cuando se opera en ámbitos de mayor libertad, adecuando los estatutos a las necesidades y deseos de cada proyecto, se observa la riqueza que posee el derecho societario uruguayo. Esta riqueza se presenta como tierra fértil para continuar debatiendo ideas, investigando y proponiendo cambios que conduzcan hacia un derecho de vanguardia en pro de las nuevas formas de manifestación del mundo de los negocios.

Referencias

- Alfaro Borges, J., & Poziomek, R. (2019). Acciones sectoriales en el derecho uruguayo. En Instituto de Derecho Comercial. Universidad de la República (Ed.), *El derecho comercial en el camino de revisión de la normativa societaria y concursal* (pp. 193-202). Fundación de Cultura Universitaria.
- Belloq, P. (2019). *Manual de Sociedades por Acciones Simplificadas*. Fundación de Cultura Universitaria.
- Ferrer Montenegro, A. (2019). Clases de acciones en la ley 19.820. Libertad para la disparidad. Incluyamos a las acciones vinculadas. En Instituto de Derecho Comercial. Universidad de la República (Ed.), *El derecho comercial en el camino de revisión de la normativa societaria y concursal* (pp. 265-267). Fundación de Cultura Universitaria.
- Lapique, L. (2021). *Sociedades por Acciones Simplificadas* (2ª ed.). Fundación de Cultura Universitaria.
- Mailhos Gallo, J. (2020). Como anillo al dedo: las “tracking stocks” (o acciones vinculadas) en las Sociedades por Acciones Simplificadas. En Instituto de Derecho Comercial (Ed.), *El derecho comercial frente a las crisis globales: sociedades-contratos-concursos* (pp. 101-104). Fundación de Cultura Universitaria.
- Miller, A. (2020a). ¿Acciones sectoriales en la sociedad anónima uruguaya? *Revista CADE: doctrina y jurisprudencia*, (53), 23-30.
- Miller, A. (2020b). Sociedades por Acciones Simplificadas. Acciones sectoriales. En Instituto de Derecho Comercial (Ed.), *El derecho comercial frente a las crisis globales: sociedades-contratos-concursos* (pp. 105-113). Fundación de Cultura Universitaria.
- Olivera García, R. (2020). *Ensayos sobre sociedades comerciales*. La Ley.

Pascale, R. (2017). Fisiología y anatomía financiera de las empresas: entendimientos y hallazgos empíricos recientes. *Revista de Derecho Comercial*, (57), 1-9.

Rodríguez Mascardi, T., & Ferrer Montenegro, A. (2015). ¿Las acciones vinculadas (*tracking stocks*) son admisibles en nuestro derecho societario? En Instituto de Derecho Comercial, Universidad de la República (Ed.), *Los retos de la modernidad: cuestiones de derecho comercial actual* (pp. 161-166). Fundación de Cultura Universitaria.

Uruguay. (1989, 1 de noviembre). Ley n.º 16.060: Sociedades Comerciales.
<https://www.impo.com.uy/bases/leyes/16060-1989>

Uruguay. (2019, 27 de septiembre). Ley n.º 19.820: Declaración de Interés Nacional el Fomento de los Emprendimientos - Promoción del Emprendedurismo.
<https://www.impo.com.uy/bases/leyes/19820-2019>

Cómo citar: Arias, S., & Hirschlaff, A. (2022). Las acciones sectoriales y el anteproyecto de reforma del artículo 307 de la Ley de Sociedades Comerciales: un texto con el que todos ganan. *Revista de Derecho*, (26), 3-22. <https://doi.org/10.22235/rd26.2878>

Contribución autorial: a) Concepción y diseño del trabajo; b) Adquisición de datos; c) Análisis e interpretación de datos; d) Redacción del manuscrito; e) revisión crítica del manuscrito.

S. A. ha contribuido en a, b, c, d, e; A. H. en a, b, c, d, e.

Editora científica responsable: Dra. María Paula Garat.