

Citación sugerida: Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, N° 279, febrero 2011.

## **TRACKING STOCKS (ACCIONES VINCULADAS)**

1. Introducción. 2. Ventajas. 3. Desventajas. 4. Nuestra posición. 5. *Tracking Stocks* y dividendos.

Diego A. Duprat<sup>1</sup>

### **1. Introducción.**

La reforma del derecho societario italiano impuesta por el Decreto Legislativo N° 6, del 17 de enero de 2003<sup>2</sup>, al introducir nuevos instrumentos financieros para las sociedades por acciones, abrió la discusión, en nuestro ámbito, sobre la viabilidad y conveniencia de la adopción de las denominadas “*azioni correlate*”<sup>3</sup>.

Estas acciones son bien conocidas bajo la denominación que les brinda el derecho norteamericano: *tracking stocks*<sup>4</sup>. En nuestro país fueron denominadas, por Fargosi, como “acciones relacionadas”, aunque tal vez sea preferible llamarlas “acciones vinculadas”<sup>5</sup>.

Sin perjuicio del nombre que se adopte, se trata de acciones ordinarias con derecho a voto, pero cuyos derechos patrimoniales están referidos y vinculados con los resultados de un determinado sector de la actividad de la empresa o unidad de negocios<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Profesor Titular ordinario de Derecho Societario, Dpto. de Derecho (UNS). Doctor en Derecho (UBA).

<sup>2</sup> Están reguladas en el art. 2350, inc. 2 del C. Civil italiano.

<sup>3</sup> Ya existentes en Holanda, Bélgica, Japón, Francia y con gran desarrollo en Estados Unidos desde mediados de la década del 80 y con cierta declinación a partir del año 2000. (Se cuenta a partir de la emisión de *tracking stocks* por parte de General Motor en la adquisición de Electronic Data Systems, en el año 1984, no obstante haber sido un caso aislado hasta mediado de los años 90).

<sup>4</sup> Conocidas también, como “*alphabet stocks*”, en Norteamérica, “*actions reflet*” o “*action sectorielles*” en Francia, y “*Bereichsaktien*” y “*Spartenaktien*”, en Alemania.

<sup>5</sup> Según el Diccionario de la Real Academia Española, 22ª edición, la palabra “vincular”, en su 3ª acepción significa: “*Someter la suerte o el comportamiento de alguien o de algo a los de otra persona o cosa*”; mientras que el término “relacionar”, en su 2ª acepción, significa: “*Establecer relación entre personas, cosas, ideas o hechos*”, por ello parecería ser más apropiada la denominación de “acciones vinculadas”.

<sup>6</sup> Las *tracking stocks* suelen subdividirse en *letter stocks* y *targetted stocks*, ambas vinculadas al éxito de un determinado sector de la actividad empresarial pero, mientras las primeras tienen derechos de voto fijos y la cuota liquidatoria se debe distribuir a *pro rata* entre todos los accionistas; las segundas pueden variar el número de votos por acción, como también la participación en la liquidación de la sociedad, en proporción al valor de mercado entre estas acciones y el resto de las acciones de la sociedad emisora. Ver, al respecto: LANGNER, Sabine Johanna, “Tracking Stocks” (2002), <http://ssrn.com/abstract=302173>.

Ciertos estudios empíricos han sostenido que las ventajas de estas acciones se advierten en un mayor valor de sus cotizaciones al momento de su emisión y oferta (*positive announcement effect*) pero que, en el largo plazo, va decreciendo, lo que demuestra que no siempre el valor de las *tracking stocks* está directamente relacionado con el desenvolvimiento, potencialidad, desarrollo y rentabilidad del sector al cual se vinculan<sup>7</sup>.

## 2. Ventajas.

Suelen señalarse como ventajas de este tipo de acciones las siguientes:

1. Mejora la información que la sociedad brinda a los eventuales inversores. La emisión de acciones vinculadas impone un mayor nivel de información hacia el accionista sobre el sector o unidad de negocios involucrados. Además, la emisión de este tipo de acciones, junto a la política de dividendos que se adopte, puede operar como una buena señal hacia el mercado sobre el futuro desarrollo de dicha unidad de negocios<sup>8</sup>.

2. El mercado de capitales puede evaluar mejor y en forma separada las unidades de negocios de una sociedad, lo que suele otorgarle mayor valor<sup>9</sup>. Se reducen los costos vinculados a auditorías y análisis de estados contables y se reducen los riesgos de la falta de información o de información deficiente, sobre todo en sociedades altamente diversificadas. Esto lleva a un aumento de las rentas promedio<sup>10</sup> de la sociedad y a una revalorización de la unidad de negocios vinculadas a las *tracking stocks*.

3. Se reducen costos internos porque se mantiene una misma administración y gestión para todas las unidades de negocios.

4. Se facilita la financiación de nuevos proyectos sin afectar el valor de la participación de los accionistas existentes.

---

<sup>7</sup> CHEMMANUR, Thomas J. y PAEGLIS, Imants; "Why Issue Tracking Stock? Insights from a Comparison with Spin-offs and Carve-outs" (2000), <http://ssrn.com/abstract=250522>; ver también BILLETT, Matthew T. y VIJH, Anand M.; "The Wealth Effects of Tracking Stock Restructurings", [http://ssrn.com/abstract\\_id=516383](http://ssrn.com/abstract_id=516383); y DANIELOVA, Anna N.; "Tracking Stock or Spin-Off? Determinants of Choice", <http://ssrn.com/abstract=1018302> ("*El anuncio de la creación de tracking stocks provoca una ventajosa respuesta sobre el precio de las acciones de 2,17%, en promedio, sobre un período de dos días. Pero, al mismo tiempo, las empresas que emiten tracking stocks no experimentan aumentos de valor en el largo plazo, lo que sugeriría que los problemas de agencia no fueron resueltos con la creación de tracking Stocks*").

<sup>8</sup> DANIELOVA, Anna N.; op. cit., (sugiere que el mercado premia a las empresas que optan por las *tracking stocks*).

<sup>9</sup> HARPER, Joel T. y MADURA, Jeff; "Sources of Hidden Value and Risk Within Tracking Stock", *Financial Management*, Vol. 31, No. 3, Autumn 2002 ("*Se presume que las tracking stocks vinculadas a una unidad de negocios permiten que el mercado la valore y monitoree en forma independiente al resto de la empresa*").

<sup>10</sup> CHEMMANUR, Thomas J. y PAEGLIS, Imants; op. cit., p. 11

5. Constituye un incentivo para los que tienen a cargo la gestión directa de la unidad de negocios o sector involucrados.

6. Se adapta mejor a las necesidades de los inversores. Todo instrumento financiero tiene una clientela específica. En el caso de las *tracking stocks*, el inversor puede elegir el título que más se acerque a sus preferencias, teniendo en cuenta la eventual renta, las potencialidades del área de negocios a la que las acciones se encuentran vinculadas, etc.

7. Pueden ser utilizadas como moneda de cambio en operaciones de adquisiciones societarias. Las adquisiciones pagadas con *tracking stocks* de la sociedad a adquirir permiten a sus accionistas continuar participando del éxito de la gestión de la sociedad adquirida.

8. Crean valor por su propio diseño legal. Esta afirmación es más una percepción que de una realidad, ya que no hay investigaciones empíricas que avalen tal premisa. No obstante, es de suponer que las *tracking stocks* son aptas para disminuir ciertos riesgos y alinear intereses de acreedores con derechos fijos y predeterminados sobre el patrimonio social (prestamistas, proveedores, trabajadores, etc.) con los de los acreedores residuales (accionistas) que dependen de las ganancias de la sociedad, desde que las *tracking stocks* pueden garantizar un dividendo fijo mínimo y ciertas condiciones particulares en la forma de percibir la cuota liquidatoria de la sociedad.

9. Se aprovechan las sinergias y la reducción de los costos, al reestructurarse el esquema de capital de la sociedad sin acudir a mecanismos contractuales externos que, por lo general, imponen altos costos de transacción.

10. Constituye una buena opción para obtener fondos o mayor liquidez.

### **3. Desventajas.**

Dentro de las desventajas, se señalan:

1. Problemas de monitoreo y control<sup>11</sup> de la gestión de la unidad de negocios vinculada a las *tracking stocks*, ya que se trata de un sector dentro de la sociedad que está sometido a la gestión de un directorio único para toda la empresa. Los titulares de *tracking stocks* no tienen sus propios órganos de administración<sup>12</sup>, por lo que el principio de lealtad se desvanece a poco que se

---

<sup>11</sup> FERRARINI, Guido; "Finanza e Governo d'impresa nelle riforma del diritto azionario", Centre For Law and Finance, Working Paper Series, Working Paper N° 2-2003.

<sup>12</sup> En Estados Unidos de Norteamérica los directorios suelen tener comités que gestionan los intereses de los titulares de *tracking stocks*. El problema radica en los conflictos de intereses en que puedan incurrir estos directores al privilegiar ciertas acciones en detrimento de otras (caería bajo la fórmula de "operación desleal" ("*operative disloyalty*"). Hubo dos fallos en

advierta que el interés al cual debe atender el directorio es el común a todos los accionistas y no sólo al de los titulares de *tracking stocks*.

2. La emisión de *tracking stocks* no cambia la estructura de capital, ni de gobierno de la sociedad, lo que puede afectar a los tenedores de tales acciones ante la existencia de eventuales conflictos derivados de las políticas de dividendo implementadas, de la afectación de la unidad de negocios a la cual están vinculadas dichas acciones, de la forma en que se decide compensar las ganancias obtenidas por el sector o unidad de negocios vinculadas a las *tracking stocks* con las pérdidas de otros sectores de la sociedad, de los precios de transferencia que se fijen, de la forma en que se admite el ejercicio de derecho de voto, etc<sup>13</sup>.

3. Los titulares de acciones vinculadas generalmente no tienen fuerza relativa para poder mejorar sus intereses dentro de la sociedad. Tienen pocas posibilidades de influir en decisiones importantes de la sociedad, ni siquiera en las que podrían llegar a afectarlos, como la venta de la unidad de negocios a la cual se encuentran vinculados. Por ello se los suele llamar “ciudadanos corporativos de segunda clase”.<sup>14</sup>

4. El esquema de incentivos sobre los administradores no funciona como pretenden los defensores de las *tracking stocks*, ya que no existe un directorio aparte por cada unidad de negocios, sino que existe uno solo para toda la sociedad. Además, si el director fuera titular de un alto porcentaje de *tracking stocks* no cabría la exención de responsabilidad –ya vista- ante la falta de lucro o beneficio personal alguno y, por ende, podría ser responsable de los perjuicios causados a la sociedad por imputación de una conducta desleal.

5. Se aumentan los costos de información hacia los inversores en *tracking stocks*<sup>15</sup>.

#### 4. Nuestra posición.

Mas allá de los pros y contras que pueden presentar estas acciones, se trata de títulos que tratan de combinar las ventajas de la sociedad con las ventajas del mercado<sup>16</sup>.

---

Delaware vinculados a los deberes fiduciarios de los directores representantes de *tracking stocks* que sostuvieron que un director no puede ser acusado de operación desleal si no obtuvo ninguna ganancia o beneficio personal en la decisión a favor de una unidad de negocios y en detrimento de otra.

<sup>13</sup> VENTORUZZO, Marco; "Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition", Bocconi University, Institute of Comparative Law "Angelo Sraffa" (I.D.C.), Legal Studies Research Paper Series, Research Paper N° 06-02, <http://ssrn.com/abstract=556601>

<sup>14</sup> HAAS, J.; "Fiduciary Duties of Tracking Stock Directors Under Delaware Law", Director's Monthly (Nat'l Assoc. of Corp. Directors), citado por LANGNER, Sabine; op. cit., p. 20.

<sup>15</sup> PORTALE, Giuseppe B.; "Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks", Riv. Soc. 2002, p. 165.

La doctrina nacional ya ha comenzado a manifestarse tanto a favor<sup>17</sup> como en contra<sup>18</sup>.

Por nuestra parte consideramos que la implementación de las *tracking stocks* merece el apoyo en tanto instrumento financiero destinado a facilitar la inversión en las sociedades de capital nacionales, al posibilitar el acceso a nuevas fuentes de financiación.

En el marco del art. 207, 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.

Sin entrar en un análisis particular de cada aspecto señalado, que exorbitaría el objetivo del presente trabajo, mencionaremos que, en cuanto al derecho de voto, nada obsta que las acciones con cierta preferencia patrimonial gocen, también, de este derecho, aunque, reconocemos, podrían darse algunas cuestiones particulares referidas a eventuales conflictos de intereses.

## **5. Tracking Stocks y dividendos.**

En lo que refiere a los dividendos, entendemos que no habría obstáculo para la implementación de las *tracking stocks* bajo el actual régimen de la LSC. Debe tenerse en cuenta que no se trata de efectuar escisión patrimonial alguna, sino de exponer contablemente las ganancias y pérdidas del sector o unidad de negocios que se encuentra vinculado a las acciones mencionadas<sup>19</sup>. La expresión del rendimiento de tal sector queda a un nivel contable y al solo efecto de la determinación del dividendo. La doctrina italiana ha aclarado que

---

<sup>16</sup> LANGNER, Sabine; op. cit., p. 2

<sup>17</sup> FARGOSI, Horacio; "Acciones «relacionadas»", LL 2007-B-1298 y FARHI de MONTALBAN, Diana V.; "Acciones con derecho a las utilidades provenientes de una explotación específica de la sociedad", Libro de ponencias del X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Dcho. Societario y de la Empresa, T.II, Fespresa, Edit. Advocatus, Córdoba, 2007, p. 439.

<sup>18</sup> ROMERO, Raúl Javier; "Inadmisibilidad de las llamadas acciones relacionadas en nuestro derecho societario vigente", Libro de ponencias del X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Dcho. Societario y de la Empresa, T.II, Fespresa, Edit. Advocatus, Córdoba, 2007, p. 493

<sup>19</sup> Existe una separación financiera y contable, más no jurídico-patrimonial.

no hay división patrimonial alguna, sino una contabilidad discriminada<sup>20</sup>. De todas maneras, a esta altura, aferrarnos a la idea de que el patrimonio es único e indivisible parecería desconocer las numerosas situaciones que brinda la realidad actual<sup>21</sup> que ha colocado en la situación de excepción la regla clásica que sostenía que nadie podía tener más de un patrimonio, salvo excepciones legales limitadas<sup>22</sup>.

La distribución de tales dividendos quedará sometida a las exigencias y condicionamientos de los artículos 68 y 224, LSC, que imponen que – previamente- deban verificarse ganancias líquidas y realizables<sup>23</sup> correspondientes a un balance de ejercicio regularmente confeccionado y aprobado<sup>24</sup>; de los artículos 70 y 71, LSC, que imponen la constitución y mantenimiento de la reserva legal y la cobertura de las pérdidas de ejercicios anteriores y el respeto al principio de proporcionalidad entre las acciones de la misma clase.

De todas maneras, y como bien señaló Fargosi, la implementación de estas clases de acciones requiere de ciertas previsiones que, en el caso de las sociedades cerradas, bien podrían disponerse contractualmente, sin perjuicio de la conveniencia de pautas legales de aplicación subsidiaria.

---

<sup>20</sup> NASI Alessandro; “I “patrimoni dedicati”: la disciplina della fattispecie di cui all’art. 2447 bis, comma 1, lett. a) c.c.”; Diritto & Diritti - il Portale Giuridico italiano, 2007, <http://www.diritto.it/art.php?file=/archivio/23313.html>; DE ACUTIS, Maurizio; “Il finanziamento dell’impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli “altri strumenti finanziari partecipativi”, Nuova Giurisprudenza civile commentata”, 2003, II, p. 361; PORTALE, Giuseppe B.; op. cit., p. 146.

<sup>21</sup> Aceptación de la herencia con beneficio de inventario, el patrimonio del ausente declarado presuntamente muerto, el conjunto de bienes del fallido desapoderado, el patrimonio del menor emancipado constituido por los bienes recibidos a título gratuito, fideicomisos, entre otros.

<sup>22</sup> RIVERA, Julio César; “Las sociedades como instrumento para el fraccionamiento del patrimonio”, LL Sup. Esp. Sociedades Comerciales 2004, p. 117 (*“Pero la pretendida unidad del patrimonio no ha podido hacer frente a la realidad de las necesidades impuestas por las nuevas y crecientes complejidades de los negocios empresariales, así como a la pretensión de las personas físicas de: (i) no arriesgar todo su patrimonio en cada actividad que emprenden; (ii) preservar ciertos bienes de Cualquier catástrofe individual. De donde el fraccionamiento voluntario del patrimonio ha venido a hacerse casi la regla por la vía de la utilización –más o menos acorde o más o menos al margen de la ley- de la empresa individual de responsabilidad limitada, las sociedades de responsabilidad limitada (autorizadas o no, constituidas o integradas por un solo socio), y en ciertos casos, las fundaciones”*). En contra: DEPPELER, Néstor R. (h.); “Cuando se fuerzan la lógica y el derecho (Sobre la posibilidad de fraccionamiento sistemático del patrimonio)”, Sociedades ante la I.G.J., Suplemento Especial La Ley, abril de 2005, p. 207.

<sup>23</sup> Tanto en el ejercicio social de la sociedad, como en la actividad, sector o unidad al cual las acciones están vinculadas.

<sup>24</sup> El tercer párrafo del reformado art. 2350 del C.Civile italiano, dispone que no pueden ser pagados dividendos a los poseedores de las acciones previstas en el párrafo precedente sino en el límite de los resultados del balance de la sociedad.