

Acciones de fidelización como herramienta para mejorar el funcionamiento societario

Gabriel de las Morenas

Palabras clave: Acciones. Fidelización. Compatibilidad

Ponencia de lege lata: *“Debe admitirse en las sociedades por acciones que el contrato prevea la emisión de acciones de fidelización con preferencias patrimoniales y/o políticas para accionistas que permanecen sin transferir sus tenencias, como forma de incentivar que socios estratégicos permanezcan y no vendan sus acciones”.*

I.Introducción. ¿Qué son las “loyalty shares” o “acciones de fidelización”?

Las acciones de fidelización, también conocidas como “acciones con voto por tenencia” o “acciones con voto escalonado”, son un mecanismo diseñado para recompensar la participación a largo plazo de los accionistas, otorgando derechos de voto incrementados o dividendos adicionales a quienes posean acciones durante un período determinado. Son también conocidas en el mundo anglosajón como *loyalty shares*.

¿Cuál es el problema que se propuso conjurar con las acciones de fidelización?

En los Estados Unidos se crearon como un remedio para evitar el cortoplacismo corporativo y alinear los intereses de los accionistas con el rendimiento a largo plazo de la empresa.

Es decir, en un contexto societario como el norteamericano caracterizado por la separación entre la propiedad de la sociedad y su gestión, es frecuente hallar tensiones expresadas entre el cortoplacismo de quien procura el mayor lucro en el más breve plazo y lo que son las necesidades de los negocios de la sociedad que, en no pocas veces, requieren tiempo para su maduración.

El *board* de una sociedad tiene la presión por el resultado. El accionista cuando hace una inversión rara vez está pensando en un horizonte de largo plazo. El inversor puro persigue una renta, sobre todo si quien invierte es administrador de una cartera en la que existen rendimientos “promocionados” o “comprometidos”. De tal suerte, se impone una carrera por el dividendo y la consecuencia de tal conducta es lo que se llama el cortoplacismo. Es decir, privilegiar la satisfacción inmediata y procrastinar los riesgos futuros de la actividad. Es algo que podríamos llamar una “demagogia accionarial”.

Las consecuencias negativas son múltiples. Las actividades potencialmente rentables pero que requieren tiempo de maduración son descartadas. Los administradores se ven tentados a tomar decisiones que oculten los riesgos de mediano plazo para potenciar la rentabilidad en corto. Y, por sobre todo, los administradores con bonos de productividad tienen la tentación de exprimir toda la rentabilidad de corto plazo posible para luego tomar otro puesto en otra sociedad y abandonar aquella cuya rentabilidad ya no está en su cénit.

Lo que es peor, y he aquí el meollo del problema, los accionistas que vislumbran un rendimiento inferior de su inversión se alejan. La consecuencia puede ser una caída en los valores de venta de las participaciones sociales e, incluso en casos extremos, la caída de la sociedad misma.

II. ¿Cómo funcionan las acciones de fidelización?

Estas acciones vienen a buscar una mayor estabilidad en el elenco de accionistas de modo que, por carácter transitivo, las decisiones de la sociedad sean también más estables.

Son una recompensa por la fidelidad entendiendo que esta se visibiliza por la permanencia: Las acciones de fidelización ofrecen un incentivo adicional a los accionistas que mantienen su inversión durante un período determinado, generalmente en forma de acciones o dividendos extras.

Para concretar este incentivo el contrato debe prever que, bajo determinadas condiciones que consisten -en general- en la permanencia en el capital, o de otro lado en la no disposición de las acciones, por un tiempo determinado, asignar derechos preferentes que pueden ser tanto políticos como económicos.

De esta manera, el accionista que cruza el umbral temporal fijado por el contrato social, o sea que cumple, por ej., dos años siendo propietario de las acciones; cuenta a partir de entonces con un mejoramiento de sus derechos políticos o económicos. También se puede limitar el beneficio político a las votaciones de determinadas materias como por ejemplo la designación de administradores, aprobación de balances de ejercicio, manteniendo los votos originarios para el resto de las decisiones. O, al revés, aplicar la preferencia de voto en toda decisión que no sean ciertas materias consideradas estratégicas.

III. Caracterización del fenómeno de “las acciones de fidelización”

El fenómeno de las “acciones de fidelización” tiene una característica muy peculiar que modifica radicalmente la relación entre el accionista y sus acciones. Y, además, que trastoca el concepto de “acción” que se tenía tradicionalmente.

En efecto, en Argentina es una realidad normativa que la acción es un título valor (art. 226 LGS y 1815 CCyC) que contiene los derechos políticos y patrimoniales que su titular ostenta en la sociedad emisora. Es también una verdad aceptada que no hay derechos para el accionista fuera de aquellos que contiene la acción. Dice Zunino en su obra largamente reeditada que la acción fija los derechos económicos y políticos del accionista y prueba la calidad del tal¹. Además, de las reglas de los títulos valores se desprende que la transferencia del título comprende los accesorios que son inherentes a la prestación incorporada (art. 1818 CCyC).

Pues bien, en el caso de las “acciones de fidelización”, lo peculiar es que **el beneficio es asignado a la persona del accionista y no a los títulos accionarios**. De modo que, si el accionista a la postre, decide vender las acciones, las vende en las mismas condiciones que tenían cuando las adquirió; esto es, desprendidas de esa ventaja patrimonial o política que conjugaban con ellas cuando se hallaban en cabeza del *tradens*.

Estos caracteres, lo sabemos, ponen en crisis la aseveración anterior en cuanto que la acción es resguardo y límite de los derechos del accionista; y, porque, en tanto título valor, los derechos que ella confiere se transfieren a los sucesivos adquirentes por las vías de transmisión típicas.

Del mismo modo, los derechos derivados de la fidelización serían, en principio, insusceptibles de ser cedidos. Constituirían derechos asignados *intuitu personae* al accionista que

¹ Zunino Jorge Osvaldo, “Régimen de sociedades comerciales. Ley 19.550”, 15ª Edición, pág. 205, Ed. Astrea, Bs. As., 1997.

permanece en exceso del plazo estipulado como mínimo por el contrato social para conferir tales derechos. Desde el punto de vista de la ley fonal respecto de los títulos valores serían derechos “no inherentes” en los términos del art. 1818 CCyC. También podemos llamarlos, desde la óptica estrictamente societaria, como derechos “para accionarios”.

¿Podría el accionista tener esos derechos “extra” sin tener acciones? La respuesta obvia es no. Entonces, esta regulación contractual parece crear una serie novedosa de derechos del accionista que los tiene porque tiene acciones pero que no son derechos emanados o situados o incorporados en el título accionario, sino por razón de ese título. Lo sabemos, es polémico.

IV. ¿Qué soluciones y riesgos derivan de “las acciones de fidelización”?

Luego de esta enunciación acerca de las acciones de fidelización cabe reflexionar en las ventajas que ellas reportan.

La ventaja principal es que fomentan la propiedad a largo plazo al recompensar la fidelidad al proyecto, estas acciones buscan promover accionistas estables y comprometidos, quienes son menos propensos a vender sus acciones con frecuencia.

De esa ventaja se desprenden los siguientes beneficios:

1. Definir intereses de largo plazo y un administrador que los tutele: Las acciones de fidelización pueden mejorar el gobierno corporativo al alinear los intereses de los inversores a largo plazo con los de la dirección de la empresa.
2. Disminución de los costos de agencia: La concentración de poder en los accionistas fidelizados por su mayor incidencia en la asamblea es una herramienta apta para mitigar los problemas de agencia entre accionistas y administradores. En efecto, el accionista mayoritario tiene mayor facilidad para controlar a los administradores en pos de una administración eficiente.

Como toda obra humana, las acciones de fidelización no son perfectas y presentan posibles riesgos que seguidamente enumeramos:

- Profundización del cesarismo de las mayorías. La confusión entre el interés de la mayoría accionaria y el de la sociedad es una patología de gran arraigo en el contexto del derecho societario argentino. Las acciones de fidelización pueden profundizar el problema.
- Aceptación de riesgos excesivos. Si el abandono de la representación proporcional permite que un socio mayoritario tenga mayor poder que el que indica su inversión eso puede llevar a la conducta de realizar un manejo altamente riesgoso de los negocios sociales desde que el capital arriesgado es proporcionalmente menor al peso de sus decisiones.
- Profundizar el *karma* de las sociedades sin dividendos. El largo plazo ha servido de excusa consuetudinaria en la realidad societaria argentina para que las minorías societarias se las prive de su acceso al dividendo.

V. Las *loyalty shares* en el Derecho Comparado

El problema del cortoplacismo no ha sido ajeno a las reflexiones de los gobernantes porque sus efectos trascienden el escenario meramente societario. Es así que algunas legislaciones recogieron el guante e introdujeron reglas para generar mecanismos de fidelización societaria. Tal lo que ocurre con la *Loi Florange* en Francia. La *Loi Florange* de Francia habilitó el premio del voto doble para accionistas que tengan cierta permanencia -no inferior a dos años-. En un contexto legislativo como el europeo que no aprecia, sino más bien desconfía, de las acciones de voto múltiple, la introducción de las *loyalty shares* ha sido una revolución

En Italia, a su turno fue introducida por el legislador italiano en 2014 en el Decreto de Competitividad y aplica para las sociedades cotizadas. Las sociedades italianas con acciones cotizadas pueden introducir en sus respectivos estatutos sociales la atribución de un aumento de los derechos de voto de hasta dos votos por cada acción ordinaria poseída por el mismo accionista durante un período ininterrumpido no inferior a 24 meses a partir de la fecha de registro. En el régimen italiano no se pueden conceder beneficios de fidelización que no sean universalizables. Es decir, la CONSOB no permite una discriminación. Todos los accionistas que atraviesan el umbral temporal deben tener la posibilidad de gozar los mismos beneficios de fidelización.

VI. ¿En qué medida las acciones de fidelización pueden ser útiles en el contexto argentino?

Una primera mirada nos parece indicar que este tipo de provisiones contractuales son para otras latitudes. Ello así, toda vez que en nuestro país la amplísima mayoría de las sociedades son cerradas. De esas sociedades cerradas la gran mayoría son, a su vez, pertenecientes a una misma familia. La fidelidad parece estar implícita y no requerir de ningún incentivo pues que nace de intereses extrasocietarios. En cuanto al mercado de acciones cotizadas, el mismo es muy poco significativo. El mercado de valores accionarios no tiene ninguna importancia en función del tamaño del PBI. En Argentina es del 9% del PBI mientras que el promedio de América Latina es del 50%.

Es decir, resulta visible que los problemas societarios argentinos son otros, los de siempre. El cesarismo de las mayorías; el desvío del interés social; la negación del dividendo; la sociedad inorgánica; el minoritario chantajista; y un largo etcétera.

No obstante, la aparición del fenómeno de los emprendimientos tecnológicos ha visto nacer entre nosotros como si fuera una *rara avis*, sociedades más al estilo anglosajón. Estamos hablando de la existencia de sociedades por acciones en las que se combinan emprendedores sin capital con capitalistas puros que solo procuran obtener jugosos dividendos apostando a un negocio ajeno.

En ese contexto naciente, embrionario, no es descabellado que deban enfrentarse las tensiones entre quienes pretenden una renta inmediata, la que van evaluar según un costo de oportunidad mensurado en base a otras inversiones posibles; y la perspectiva del emprendedor que desea el desarrollo paulatino del negocio con sus tiempos de maduración. No siempre los acuerdos iniciales de inversión y conformación de la sociedad dejan en claro los ritmos de amortización. Otras veces, el optimismo inicial de todo emprendimiento basado en expectativas no siempre bien fundadas, se apaga.

Es más. aún en el caso de las sociedades cerradas y de familia, puede ser un interesante incentivo para que, en caso de sucesión, los herederos se vean impulsados a la permanencia en la sociedad.

Es obvio que, como todo, la implementación de este tipo de cláusulas no está exenta de algunos bemoles que agregamos a los que ya habíamos referido:

- En primer lugar, la permanencia desalienta la venta. Quien compre no estará en igualdad de condiciones con los accionistas fidelizados. Ergo, el valor de venta de las acciones será inferior a su máximo potencial.

- Además, la permanencia de un grupo de control ahorra los costos de agencia para supervisar la administración. Ahora bien, si esa administración responde al grupo de fidelizados, los riesgos de confusión de intereses, como ya mencionamos, se incrementarán.

-La solución de los conflictos societarios pasa, en la mayor parte de los casos referidos a Pymes, por la adquisición de las acciones del disidente por el grupo mayoritario para uniformizar las decisiones sociales. La incidencia de las acciones de fidelización sobre el precio de venta, desalienta la solución y es un potencial eternizador del conflicto.

VII. ¿Qué tipo de sociedades reguladas en Argentina podrían utilizar el mecanismo de las *loyalty shares*?

Considero que, dada la realidad de la societaria argentina, este instituto puede resultar particularmente atractivo para ser aplicado a las SAS. Ello pues, en ese contexto contractual existe una amplitud regulatoria y flexibilidad normativa que son óptimas para poder regular con libertad este instituto. Entiendo que las acciones de fidelización, en la medida que su inclusión sea prudente, son permitidas por los arts. 46 y 47 de la ley 27.349.

En efecto se desprende de dichas normas una amplitud que permite, vía autonomía de la voluntad, regular acciones de fidelización. En particular, creemos que es muy útil la regla prevista en el art. 47 en tanto establece que "...Podrán reconocerse idénticos derechos políticos y económicos a distintas clases de acciones, independientemente de que existan diferencias en el precio de adquisición y venta de las mismas". Este párrafo autoriza a pensar que el legislador previó la existencia de una diversidad de tipos de accionistas en el seno de la misma sociedad. Es cierto que, en el caso que analizamos no se trata de "clases de acciones" sino de "categorías de accionistas". Sutil diferencia que apuntamos más arriba. Aun así, no vemos obstáculo legislativo que lo impida.

En el caso de las S.A. los límites son imperativos y más estrechos. Como por ej. que las acciones de voto preferido no pueden tener, además, preferencia patrimonial (art. 216 ley 19.550). De modo que, bajo este tipo, no podrían conferirse ambos beneficios, algo que no aparece vedado en el caso de las SAS. En particular, si la sociedad es cotizada la ley prohíbe que pueda emitir acciones con voto plural, algo inverso a la regulación italiana que solo permite las acciones de fidelización cuando hay cotización en mercados públicos y bajo supervisión de la CONSOB (sucedáneo italiano de lo que en Argentina es la CNV).

En suma, no puede afirmarse que la inclusión de cláusulas de acciones de fidelización en un estatuto de S.A. sea necesariamente contraria a la ley. Empero, resulta evidente que será sumamente más limitada su regulación y operatividad.

Al contrario, en el caso de las SAS sus límites se encuentran en el art. 13 de la ley 19.550 y en el art. 279 CCyC.

VIII. Las zonas grises

De todas formas, hay muchas cuestiones para dilucidar que no podemos abordar por razones de espacio y tiempo pero que dejamos planteadas: i) La conjugación de las acciones de fidelización con los usufructos de acciones (art. 218 LGS); ii) Las limitaciones del art. 217 LGS para las acciones con preferencia patrimonial; iii) Los derechos de los acreedores del accionista en lo que toca a esos derechos *para accionarios* que están más allá de la acción; iv) Los derechos del accionista en caso de amortización de acciones (art. 223 LGS); v) El ejercicio del voto acumulativo; vi) El ejercicio del derecho de voto en los casos regulados por el art. 244 in fine LGS; vii) ¿Será posible aplicar las *loyalty shares* a acciones sectorizadas?

IX. Conclusiones

Las acciones de fidelización fueron creadas para generar un sistema que obture el cortoplacismo premiando las inversiones que requieren maduración y estabilidad.

En tal sentido, vemos que en la legislación argentina no hay un obstáculo insalvable con los textos normativos actuales aunque, como vimos, existen zonas grises que deben ser delimitadas. En el caso de las SA esa delimitación debe provenir de una interpretación que conjugue las normas imperativas con la naturaleza de las *loyalty shares*. En el caso de las SAS esa delimitación quedará mayormente en manos del operador jurídico en ejercicio de la libertad contractual. La propuesta está hecha. Esto es solo el comienzo.