

## **Algunas aportaciones a la problemática de la financiación; acciones relacionadas, acciones vinculadas o tracking stocks<sup>1</sup>**

**Jorge Fernando FUSHIMI - Efraín Hugo RICHARD**

**TEMA IV:** CUESTIONES INTERDISCIPLINARIAS

**SUBTEMA 1:** CUESTIONES CONTABLES, FISCALES Y TRIBUTARIAS

**TEMAS:** MODALIDADES DE FINANCIAMIENTO DE LAS SOCIEDADES. CAPITAL Y PATRIMONIO. AFECTACIÓN A DIVERSOS EMPRENDIMIENTOS.

**PALABRAS CLAVE:** Financiamiento - Capital - Participación.

Nos hemos ocupado con anterioridad de estos aspectos<sup>2</sup>.

Pero la problemática en torno al capital operativo de las sociedades y en particular de las cooperativas de trabajo frente a la modificación de la ley concursal abre nuevas expectativas en torno a estas posibilidades, a lo que se unen normas del Proyecto de Código Civil y Comercial.

Frente a expectativas generadas por la reforma italiana en torno al financiamiento de sociedades por acciones deseamos hacer un paralelo con similares posibilidades en el sistema asociativo nacional actual.

Las sociedades anónimas pueden en nuestro país financiar ciertos negocios a través de negocios en participación, en los que el partícipe arriesga su aporte a las resultas del negocio específico en la expectativa de obtener una buena ganancia conforme el proyecto de inversión, y la sociedad gestora mejora sus posibilidades de ganancias, incluso de las que obtendría de la gestión de un fideicomiso.

Esa modalidad no genera especiales problemas impositivos o contables, en cuanto se realicen en forma transparente, lo que no implica que sea ostensible para evitar responsabilidad del partícipe, y no es afectada por el concurso del gestor.

---

<sup>1</sup> **Publicado en *El Derecho Societario y la Empresa en el Tercer Milenio*, XII CONGRESO ARGENTINO DE DERECHO SOCIETARIO, VIII CONGRESO IBEROAMERICANO DE DERECHO SOCIETARIO Y DE LA EMPRESA, 25 al 27 de septiembre de 2013, Ed. Universidad Argentina de la Empresa y Cámara de Sociedades Anónimas, tomo III, pág. 359.**

<sup>2</sup> RICHARD, Efraín Hugo; FUSHIMI, Jorge Fernando en el X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, nuestra ponencia sobre NEGOCIOS EN PARTICIPACIÓN GESTADOS POR SOCIEDAD ANÓNIMA COMO FORMA DE FINANCIAMIENTO DE NEGOCIOS ESPECÍFICOS. Publicación del Congreso, Tomo II, pág. 481. Ed. Advocatus, Córdoba 2007.

## FUNDAMENTACIÓN:

Reflexionaremos sobre la conveniencia del negocio en participación.

El legislador italiano ha introducido dos diversas formas de separación patrimonial<sup>3</sup>. El art. 2447 bis C.C., además de consentir la constitución de patrimonio destinado a operaciones determinadas (1.a), similar a nuestro negocio en participación, concede la facultad, mediante la previsión de 1.b de “*convenire che nel contratto relativo al finanziamento de uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo sino destinati i proventi dell'affare stesso o parte di essi*”<sup>4</sup>.

1. Ninguna de las leyes tributarias, ni sus decretos reglamentarios, contienen cuestiones vinculadas a los aspectos tributarios del negocio parciario. Si bien existen interpretaciones referentes a negocios participativos específicos que -por extensión- podrían aplicarse, resulta necesario que la legislación contemple de manera expresa regulaciones al respecto, o bien que la propia AFIP emita dictámenes de carácter vinculante para despejar todas las dudas que pudieran suscitarse y unificar criterios. Quizá bueno sería adherir a las recomendaciones de las Terceras Jornadas Nacionales Tributarias, Previsionales y Laborales de Rosario del año 2005 del Colegio de Graduados en Ciencias Económicas de Rosario (área Agropecuaria, Tema: Operaciones específicas de la actividad frente al cumplimiento de las normas tributarias y de respaldo documental) quienes, si bien para un área específica de la economía, recomendaron “Promover el dictado de una norma de carácter legal respecto de la actividad del Contratista rural en los casos que su operatoria encuadre dentro del negocio parciario...”. Lo contrario sume en un estado de inseguridad jurídica a los operadores económicos que pueden ver afectada la evaluación del negocio por una interpretación diferente a la sostenida por nosotros en este trabajo.

Como forma de financiación para la sociedad gestora, el negocio ofrece evidentes ventajas, en relación por ejemplo, al préstamo participativo. En efecto, mientras en el préstamo parciario el deudor está obligado a restituir el capital, lo que necesariamente implica que -de resultar perdidoso el negocio- la sociedad deberá recurrir a otros fondos sociales para restituir el capital prestado, lo que agrava la pérdida. Mientras, en el negocio en participación, el aportante padece los quebrantos conjuntamente con la asociante.

Resulta claro que al distribuir el riesgo, el costo financiero para la sociedad gestora tenderá a disminuir radicalmente.

Para el aportante, la inversión es de alto riesgo, toda vez que arriesga íntegramente el capital. Evidentemente, para éste, el análisis de rentabilidad del proyecto de inversión debe compensar con creces no sólo el costo de oportunidad de inversión, sino también cubrir la prima de riesgo al que se ve sometido. Aunque, justo es reconocer también, la rentabilidad que ofrezca el negocio es prácticamente pura, toda vez que su simpleza evita o disminuye notoriamente los costos ocultos del proyecto (entiéndase: gastos de administración, de envíos de resúmenes, etc.).

<sup>3</sup> RICHARD, Efraín Hugo “Aportaciones en torno a financiamiento productivo” en *Ensayos de Derecho Empresario* n° 8, pág. 546, Ed. Fespresa, Córdoba junio 2013, In Memoriam Carlos A. Espinosa.

<sup>4</sup> BALZARINI, Paola – STRAMPELLI, Giovanni “I finanziamenti destinati ad uno specifico affare” en *Rivista delle società*, 2012 pág. 78 y ss.. (anno 57ª gennaio-febbraio 2012, fasc. 1º).

La alternativa puede llegar a ser una opción óptima para que pequeños inversores, de tendencia no excesivamente conservadora, puedan llegar a tener participación en negocios de alta rentabilidad y altos requerimientos de capital, a los que, de no existir este negocio, no tendrían ninguna posibilidad de acceso.

Lo dicho en los dos párrafos anteriores implica el reconocimiento de la existencia de una asimetría informativa entre la sociedad gestora que organiza y conoce el negocio parciario y el partícipe. El concepto que subyace en esta ponencia es que uno de los factores esenciales para el éxito del negocio parciario está en evitar esa asimetría a partir de una necesaria transparencia informativa que se traduce en información contable. La idea es que el negocio sea un negocio no sólo fundado en la buena fe o la confianza, sino que el partícipe del negocio conozca de antemano los riesgos que corre y la tasa de rentabilidad esperada. En caso contrario, la insuficiente o poco transparente información contable previa obligará a la sociedad gestora a prometer una tasa de rentabilidad elevada que compense la asimetría referida y justifique la asunción del riesgo.

2.No podemos soslayar la comparación con el contrato de fideicomiso. Sin perder de vista los elementos comunes con este contrato (naturaleza fiduciaria del negocio, patrimonio de afectación con diferentes efectos), debemos tener presente que –a diferencia de lo que ocurre con la figura que nos ocupa- el fideicomiso tiene un importante tratamiento y desarrollo en la Ley de Procedimientos Tributarios (al convertirlos en responsables por deuda propia), en la Ley de Impuesto a las Ganancias y en la Ley de Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta, a la vez que tiene algunos costos más elevados. En el caso concreto del Fideicomiso ante el Impuesto a las Ganancias, es oportuno destacar que tributan directamente el 35% de la ganancia neta, de modo similar a las sociedades anónimas (excepto fideicomisos en los que el fiduciante tenga el carácter de beneficiario y no se trate de fideicomisos financieros ni el fiduciante sea residente en el exterior), lo que eleva considerablemente el costo impositivo del proyecto, lo que no se daría en el negocio bajo análisis, en especial cuando el aportante sea un residente en el exterior. Nos explicamos: si bien un fideicomiso sujeto tributario y una sociedad comercial gestora tributan ambos a la misma alícuota del 35%, las normas tributarias obligan a que el sujeto responsable por deuda propia practique su propia declaración jurada para lo cual, previamente, deberá practicar su balance contable y luego el tributario, aumentando ostensiblemente los costos externos a la situación fiscal. Para la sociedad gestora, en cambio, el negocio parciario es uno de varios más que debe realizar y por lo tanto forma parte de sus estados contables ordinarios (sin perjuicio de otros parciales que podría practicar para la debida rendición de cuentas a los partícipes) y no aumentan los costos externos por la tributación.

Siguiendo el hilo de lo expresado en relación a la necesaria transparencia informativa, ésta cobra especial importancia si tenemos en cuenta que la correcta explicitación y delimitación del negocio evita posibles doble imposiciones. Advertimos un eventual problema que podría plantearse: dependiendo de la forma en que se plantee y explicita el negocio jurídico, bien puede ocurrir que se produzca un problema de doble imposición. En efecto, si el receptor del aporte en participación oficia de socio gestor y es él quien tributa, al rendir cuentas por la ganancia obtenida, el aportante también deberá considerar a ésta como ganancia gravada, razón por la cual la misma ganancia tributará en dos ocasiones: al obtenerse y al distribuirse. Por lo tanto existe una segunda razón por la que el negocio debería estar debidamente documentado y explicitado, de manera que resulte claro que una vez concluido, se procederá a la rendición de cuentas y, recién una vez acaecida ésta y atribuidos los resultados a cada uno de los partícipes, cada uno podrá declarar la ganancia por sí. Se refuerza la idea de la necesaria documentación y explicitación de la naturaleza participativa del negocio, por cuanto el resultado de éste es independiente del resto de los demás negocios del asociante, de modo tal que al producirse la rendición de cuentas, si hubiera ganancias, éstas serán gravadas para el asociado (a priori), mientras que para el asociante el resultado puntual será absorbido por el resultado general de la actividad empresarial. Recordemos que el Impuesto a las Ganancias grava los resultados positivos de un ejercicio anual y no resultados concretos (con algunas excepciones puntuales y concretas, tal el caso de los beneficiarios residentes en el exterior).

Al mismo tiempo, aseveramos que una cooperativa de trabajo de construcción o similar podría asumir el carácter de fiduciario en un contrato de fideicomiso o ser contratada por el fiduciario para llevar adelante la obra.

3. El negocio en participación no genera dificultades frente a la quiebra y el concurso preventivo de la sociedad gestora o sea de la cooperativa de trabajo en el caso. La quiebra de la sociedad gestora no afecta a los socios partícipes conforme resulta de la expresa previsión del art. 151 LCQ, aunque obviamente posterga los derechos de los partícipes que “no tienen derecho sobre los bienes sujetos a desapoderamiento, sino después que se haya pagado totalmente a los acreedores y los gastos del concurso”. Si el negocio hubiere concluido y se les hubiere liquidado su participación y utilidad conforme a rendición de cuentas en forma anterior a la quiebra no se verán afectados, pues el negocio habría concluido (disuelto), y la declaración de quiebra del socio gestor, si el negocio no estuviera concluido, “produce la disolución de la sociedad accidental o en participación” con los efectos indicados. Conforme a esa conclusión deberá formalizarse la rendición de cuentas y si resulta acreedor el partícipe tendrá derecho a verificar su crédito como quirografario. Si el partícipe hubiere entregado un bien de su propiedad para el cumplimiento del negocio en participación, y el mismo no fuere fungible –salvo que se tratara de un contrato conexo de maquila –art. 138 LCQ-, tendrá derecho a la restitución del mismo, como indirectamente resulta del texto de la norma.

El Concurso preventivo no afectaría a este contrato, que recién quedaría disuelto con la declaración de quiebra como hemos visto. O sea que se mantiene el negocio, la obligación de mantener la gestión por la concursada y de rendir cuentas, debiendo sin duda ser informado en la presentación.

4. Desde el Primer Congreso de Derecho Societario venimos señalando que es incorrecta la interpretación del art. 30 LS como vedatorio para las sociedades anónimas de realizar negocios en participación (art. 361 LS), habiendo llegado a construir la interpretación entre sociedad en sentido amplio y en sentido estricto. Lo volvimos a hacer en el último Congreso como hemos dejando en claro en el principio.

El actual Proyecto de Código Civil y Comercial modifica la estructura, eliminando como sociedad anómala –en sentido amplio- el negocio en participación, tratándolo en el Código dentro de los “contratos asociativos”, modificándose a su vez el art. 30 LGS, quizá innecesariamente: “Las sociedades anónimas y en comandita por acciones solo pueden formar parte de sociedades por acciones y de responsabilidad limitada. Podrán ser parte de cualquier contrato asociativo”.

Lo expresado en relación a la reforma no altera nuestra interpretación del derecho actual, como hemos apuntado.

En efecto, la supuesta incapacidad prevista en el actual art. 30 LS se refiere a sociedades personas jurídicas, y no a la sociedad anómala prevista por el art. 361, claro negocio participativo. Ello llevó a distinguir sociedad en sentido amplio, no persona jurídica, de sociedad en sentido estricto persona jurídica. En la sociedad anómala en participación, la misma no tiene personalidad jurídica, pues la “participación” se incorpora al patrimonio del socio gestor –una suerte de fideicomiso impropio-.

Claro que la misma escasa aunque calificada doctrina que sostiene la amplitud de esa incapacidad –que en realidad es una prohibición, con sanciones impropias de una supuesta incapacidad-, también consideran que los contratos de colaboración tienen personalidad jurídica reconocida por la ley impositiva, sin advertir que ello no es así, pues se trata de obligados por deuda ajena. Por otra parte en muchísimos casos se trata de contratos de colaboración cuyo mandatario de los partícipes asuma una representación orgánica ajena a su mandato exorbitando los límites propios de actuación.

En el X Congreso Argentino de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, con fundamento en el mismo Decreto Legislativo 6/2003 de Italia, Raúl Javier Romero<sup>5</sup> se inclina por sostener que la figura no es admisible en nuestro sistema legal societario vigente, y manifiesta que a ten<sup>6</sup>or de las disposiciones de los artículos 68 y 71 de la ley de sociedades comerciales que ponen límites a la distribución de dividendos, le quitan todo atractivo. Con otra óptica radicalmente Farhi de Montalbán, luego de analizar derecho comparado, llega a una conclusión similar a la nuestra en el sentido que no existen restricciones para la admisión de este instituto jurídico. Diego Duprat<sup>7</sup> realiza también un cuidadoso análisis de ventajas y desventajas, hallándolas no sólo admisibles, sino también, considera *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.*

El Proyecto de Código Civil y Comercial distingue claramente el mandato de la representación orgánica. También a su vez delimita además del contrato asociativo de cuentas en participación, liberando de toda restricción a ese respecto a las sociedades, de un préstamo con múltiples posibilidades contractuales, como las de un préstamo participativo (art. 1531).

Dejamos así expuestos brevemente viejas y nuevas modalidades operativas que facilitan la autonomía de la voluntad en la constitución y funcionalidad de sociedades para asegurar su actuación lícita en el mercado, sin afectar derechos de acreedores, que puede también proyectarse para las cooperativas que tratan de asumir la continuidad de sociedades quebradas.

5. Desde otro punto de vista, conocidas las limitaciones de los mercados financieros y capitales locales en cuanto a capacidad para brindar a las empresas de herramientas financieras adecuadas que le permitan superar la autofinanciación a través de retención de ganancias o de aportes de los socios, el negocio en participación ofrece la posibilidad de titular las participaciones y con ello la posibilidad de que los inversores o partícipes puedan adquirir los valores representativos de los negocios concretos en mercados transparentes. Por su parte la comercialización en masa de estos títulos podría generar un mercado de interesantes perspectivas que, sin perder de vista la posibilidad de crear “burbujas” financieras, consideramos que la debida transparencia informativa y los controles a los que se debería someter en caso de que los títulos se ofrecieran al público en un mercado abierto, bien podrían servir de contrapeso a los negocios especulativos espurios, aun cuando esto implicaría una posterior evolución de los negocios participativos. Sin embargo la titulización y oferta en mercados abiertos podría permitir que pequeños inversores pudieran colocar sus excedentes financieros en negocios a los que usualmente no tendrían acceso y superar los costos de oportunidad que usualmente dispone un pequeño inversor no profesional, es decir, ofrecer tasas de rentabilidad superiores a las inversiones estándar que ofrece el mercado.

---

<sup>5</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 Derecho Societario y de la Empresa”, Tomo II, pág. 494. Ed. Advocatus, Córdoba 2007.

<sup>6</sup> FARHI DE MONTALBÁN, 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 Derecho Societario y de la Empresa”, Tomo II, pág. 439. Ed. Advocatus, Córdoba 2007.

<sup>7</sup> DUPRAT, Diego A. “Tracking stocks (acciones vinculadas)” Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR (DSCE) T-XXIII Pág. 207. Febrero 2011