

Acerca de las denominadas «*tracking shares*»

Alberto Díaz Moreno

Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Sevilla

Consejero académico de Gómez-Acebo & Pombo

1. Concepto

Aunque aún son prácticamente desconocidas en la práctica española, cada vez con más frecuencia los operadores económicos se cuestionan acerca de la posibilidad de emitir acciones (o participaciones sociales) en las que la participación de sus titulares en las ganancias sociales se module o defina de acuerdo con la marcha económica de un «sector» de la actividad de la compañía emisora.

Estas acciones o participaciones (denominadas «*azioni correlate*» en italiano, «*tracking shares*» en inglés y «acciones sectoriales» en algún texto académico español [VAQUERIZO, «La emisión de acciones vinculadas a un sector de actividad de la sociedad emisora», *RdS*, 41, 2013, pp. 59 y ss.]) presentan una relevante particularidad: el dividendo que corresponde a sus titulares se determina (en mayor o menor medida, dependiendo de su concreta configuración estatutaria) en atención a los resultados obtenidos por un sector, división, unidad productiva o filial. En términos gráficos estas acciones o participaciones «siguen», en cuanto al derecho al dividendo, el comportamiento de cierto sector de la empresa social (de tal forma que la rentabilidad correspondiente a sus titulares se alinea hasta cierto punto con tal comportamiento). Económicamente, los resultados de la inversión materializada en la adquisición de estas acciones o participaciones se acompasan con los resultados del sector o rama de actividad al que se vinculan.

En ocasiones las *tracking shares* presentan además otros rasgos especiales en relación con las acciones o participaciones ordinarias (rasgos que, sin embargo, no constituyen elementos caracterizadores de la figura).

2. Caracterización e ideas generales

Desde el punto de vista del Derecho español este tipo de acciones y participaciones presentarán las siguientes características generales:

- a) Las acciones y participaciones sectoriales representan partes del capital de la sociedad, no de una porción de él. Sus titulares son socios de la compañía, no de una parte de ella. Por tanto, los derechos que les corresponden se han de ejercer en el seno de dicha persona jurídica en los términos previstos en la ley y en los estatutos sociales. Y, en la medida en que tales estatutos no establezcan otras especialidades, las acciones o participaciones sectoriales serán equivalentes a las ordinarias en todo lo que no haga referencia al reparto de las ganancias sociales.
- b) Las reglas relativas a la aplicación del resultado entrarán en juego en todo caso. Esto significa que sólo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio o a reservas de libre disposición si el valor del patrimonio neto de la sociedad emisora de las acciones (o creadora de las participaciones) no es o, a consecuencia

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

- del reparto, no resulta ser inferior al capital social (art. 273.2 de la Ley de Sociedades de Capital o LSC). Ello implica, en definitiva, que los titulares de *tracking shares* no podrán recibir dividendos si no hay beneficios partibles para el conjunto de la sociedad, aun cuando el sector específico con el que estén vinculadas sus acciones o participaciones genere efectivamente resultados positivos. En otras palabras: la remuneración depende de la existencia de un «doble beneficio» (ha de obtener resultados positivos tanto la rama de actividad o división que sirve de referente como la propia compañía cuyo capital representan las acciones o participaciones sectoriales). Además, para el nacimiento del derecho concreto al dividendo resultará necesario el correspondiente acuerdo de la junta general (art. 273.1 LSC). Estas dos circunstancias evidencian la importancia de determinar si el dividendo «preferente» tiene o no carácter acumulativo y si resulta obligatorio para la sociedad acordar el reparto de dividendos si existieran beneficios distribuibles (*infra*, 4).
- c) La existencia de acciones o participaciones de esta naturaleza no tiene efecto real alguno sobre el patrimonio social. Con su emisión no se crea, en suma, ningún tipo de separación en el patrimonio que pueda ser opuesta a los acreedores sociales. De tal forma que todos ellos podrán dirigirse contra el entero patrimonio social, con independencia de que sus créditos hayan surgido vinculados con la actividad sectorial o con la residual u ordinaria.
- d) Los titulares de acciones o participaciones sociales no tienen ningún derecho especial sobre los activos integrados en la rama de actividad o unidad productiva con la que se encuentran vinculadas tales acciones o participaciones (como no lo tienen los accionistas ordinarios sobre el resto de los activos de la compañía!). Cuestión distinta es que los estatutos puedan prever especialidades en materia de derecho a la cuota de liquidación que consistan, precisamente, en preferencias sobre el patrimonio resultante de la liquidación de los activos afectados al sector o rama de actividad con el que se vinculan las acciones o participaciones sectoriales (lo cual puede conducir a que se reproduzcan en esta sede —con mayor o menor proximidad— los criterios seguidos para determinar la participación en las ganancias sociales).
- e) Frecuentemente la inversión materializada a través de acciones o participaciones sectoriales se considera temporal, esto es, conectada con una unidad económica destinada finalmente a integrarse (desde el punto de vista de los rendimientos generados) en la actividad social general o, por el contrario, a ser enajenada. De ahí que en la práctica comparada no sea raro que estas acciones o participaciones se emitan como rescatables (por lo común, a voluntad de la sociedad, bien una vez transcurrido un determinado plazo, bien una vez verificados ciertos hechos). En la legislación española las acciones rescatables sólo figuran expresamente en relación con las sociedades cotizadas (arts. 500 y 501 LSC); esta circunstancia impide afirmar con seguridad que las sociedades no cotizadas españolas pueden emitir acciones o crear participaciones rescatables, aunque en rigor no parece que exista una razón material o de fondo que justifique la vigencia de tal prohibición.
- f) Por supuesto, y dado que para determinar la participación del socio «sectorial» en las ganancias sociales resulta necesario distinguir qué parte de los resultados económicos de la compañía tiene su origen en una unidad empresarial o rama de actividad, reviste especial importancia la redacción de las correspondientes cláusulas estatutarias en cuanto a estos aspectos. Ha de cuidarse de modo especial, por consiguiente, la formulación de las disposiciones estatutarias, tanto en lo que concierne a la definición precisa del sector vinculado (rama de actividad, filial, establecimiento...) como en lo que respecta a la fijación de la forma y de los criterios de contabilización de los costes y gastos del sector e, incluso, en lo que se refiere a la

identificación de la información contable que sobre la marcha de dicho sector debe proporcionarse a los socios.

3. Admisibilidad en el Derecho español¹

En principio, y teniendo siempre en cuenta lo que se acaba de señalar (*supra*, 2) no parece que la legislación española contenga obstáculos insalvables para la creación de acciones o participaciones sectoriales.

Dejando ahora al margen las dudas que acompañan a la emisión de acciones o a la creación de participaciones que concedan derechos «especiales» durante la vida de la sociedad (en la medida en que ello puede afectar a derechos individuales o colectivos: *cfr.* arts. 291a 294 LSC), puede decirse que no hay impedimento para que los dividendos que han de abonarse a determinados socios se calculen en función de los rendimientos generados por un sector de la empresa social previamente identificado.

La razón de esta afirmación se encuentra en la consideración de que, en materia de derechos económicos (y especialmente en lo que respecta a la participación en las ganancias sociales) la libertad de configuración estatutaria es extraordinariamente amplia. De hecho, en esta materia, la Ley de Sociedades de Capital sólo establece un límite específico en el artículo 96.1: no será válida la creación de participaciones ni la emisión de acciones con derecho a percibir un interés (es decir, con derecho a percibir una retribución —fija o variable— independiente de la existencia de beneficios partibles y de la decisión corporativa de distribuirlos). Por lo demás, y de acuerdo con los principios generales, tampoco resultaría admisible un pacto leonino por el que alguno o algunos de los socios quedaran absolutamente

excluidos de las ganancias (art. 1691 del Código Civil).

Ninguno de estos límites se sobrepasarían con la emisión de acciones o con la creación de participaciones «sectoriales» o «alineadas». No, obviamente, el primero; pero tampoco el segundo, ya que en ningún caso se pretende excluir de «toda parte» en las ganancias sociales ni a los titulares de las *tracking shares* ni a los restantes socios. Sin perjuicio de que, en determinadas circunstancias, pueda llegar a suceder —dependiendo del origen de los beneficios obtenidos— que, acordado el reparto de dividendos en un ejercicio determinado, no corresponda nada a los titulares de acciones o participaciones «sectoriales» o a los restantes socios.

Por lo demás, la previsión de que los derechos «especiales» que afecten al dividendo habrán de concretarse indicando en los estatutos su cuantía «por medio de múltiplos de la unidad» (184.2.2.º del Reglamento del Registro Mercantil o RRM) debe ser entendida, a mi juicio, como expresión de lo que habitualmente sucede y como expresión particularizada de la regla —esta sí, general— según la cual las especialidades han de quedar suficientemente precisadas en los estatutos. Pero no parece plausible considerar que la norma reglamentaria puede imponer un límite adicional (y además de tipo formal) a los legales (por ello debería bastar con que constaran estatutariamente «el contenido y la extensión del derecho atribuido», según precisa la regla general del artículo 184.2.3.º RRM).

4. La configuración convencional del derecho al dividendo de las *tracking shares*

Según lo comentado, resulta posible que exista en las sociedades de capital españolas una

¹ Como nota de *lege ferenda* cabe recordar que el Anteproyecto de Ley del Código Mercantil del 2014 contiene la siguiente previsión: «Artículo 233-17. Acciones vinculadas a un sector de actividad. 1. La sociedad anónima podrá emitir acciones con derecho a un dividendo vinculado a los beneficios que se obtengan en una o varias actividades de entre las que integran el objeto social. 2. Los estatutos deberán establecer los criterios para la determinación de los ingresos y gastos de la actividad sectorial, los derechos atribuidos a esta clase de acciones así como las condiciones y modalidades de conversión en acciones ordinarias. 3. Si las pérdidas sufridas por la sociedad no absorbiesen todos los beneficios obtenidos en la rama o ramas a las que estuvieran vinculadas las acciones, éstas participarán en la medida que les corresponda en la parte de los beneficios no absorbida por las pérdidas».

clase de acciones (o un conjunto o categoría de participaciones) que atribuyan a sus titulares un derecho a participar en las ganancias sociales medido con referencia a los rendimientos generados por una rama o parte de la empresa social.

Ahora bien, esta especialidad puede concretarse con «intensidades» y modalidades muy diferentes.

En el caso extremo puede llegar a establecerse en los estatutos que toda la parte del beneficio social atribuible a los resultados de la rama de actividad de referencia se destine a los titulares de las acciones o participaciones sectoriales (*close tracking*) y que estos mismos socios carezcan del derecho a participar en los resultados originados en otras actividades. Cuando esto sucede, la compañía queda internamente dividida o disociada: los socios permanecen agrupados en bloques con intereses que pueden ser divergentes (eventualmente, incluso contrapuestos). En esta medida se ha sugerido en ocasiones que la configuración señalada podría ser contraria al artículo 1665 del Código Civil (aunque, en rigor, formalmente no se elimina con ella el ánimo de repartir las ganancias de la sociedad) y que podría incluso, llegado el caso, colisionar con el dato esencial de la persecución a través de la organización societaria de un fin común.

Pero es igualmente factible (y parece que más frecuente en la práctica comparada) que las acciones o participaciones sectoriales se emitan como acciones o participaciones con derecho a obtener un dividendo preferente en relación con los resultados de una unidad productiva o rama de actividad. Una vez atendida esta preferencia, los restantes accionistas participan (junto con los socios «sectoriales» o sin ellos) en los beneficios originados en ese sector de la empresa social (*loose tracking*). Y nada impide tampoco que se prevea estatutariamente que los titulares de acciones o participaciones sectoriales participen (en la medida que se establezca, incluso en condiciones de igualdad con los demás socios) en los beneficios producidos por las restantes ramas o unidades productivas.

Debe observarse, por tanto, que muy frecuentemente la especialidad de estas acciones y

participaciones estriba estrictamente en que gozan de una preferencia en cuanto al orden de distribución de los dividendos (en rigor, en cuanto a una parte de ellos). Pero no siempre —dependerá de la marcha concreta de las diferentes actividades sociales— la especialidad se traducirá en una ventaja en cuanto a la «cantidad» de dividendos que se vayan a percibir (salvo que los socios «sectoriales» participen en la misma medida que los restantes en los rendimientos de las ramas de actividad ordinarias o residuales).

Al margen de lo anterior, hay que observar que la situación de los titulares de acciones o participaciones sectoriales presenta perfiles bien diferentes según que se establezca o no estatutariamente la obligación de la sociedad de acordar el reparto de dividendos y según se atribuya o no carácter «acumulativo» a los que pudieran corresponder a las *tracking shares*.

Por lo que respecta a lo primero, no parece que haya obstáculo en introducir en los estatutos sociales la obligación de la compañía de acordar el reparto de aquella parte de los beneficios distribuibles de la sociedad que tengan su origen en el sector o rama de actividad tomado en consideración para la emisión de las *tracking shares* (como no es seguro que esta regla sea del todo equivalente en su supuesto de hecho a la que por defecto —art. 95.2 LSC— rige para las sociedades no cotizadas —e imperativamente para las cotizadas: art. 498 LSC—, resulta aconsejable formularla expresamente en los estatutos si se pretende asegurar su vigencia).

También debe considerarse la posibilidad de configurar como «acumulativo» el dividendo correspondiente a las acciones o participaciones sectoriales. De esta manera podría preverse la posibilidad de añadir a los dividendos que se fueran a percibir en ejercicios posteriores (siempre, naturalmente, que haya beneficios repartibles) los dejados de percibir por las *tracking shares* en los anteriores, bien por no haberse acordado su distribución por la junta pudiendo haberlo hecho, bien porque los resultados de la actividad residual u ordinaria de la compañía hubieran llevado a ésta a una situación de imposibilidad de reparto aun a pesar del resultado positivo del sector

vinculado a las referidas acciones o participaciones (esta acumulación, de preverse en los estatutos, puede, obviamente, limitarse en el tiempo, de manera análoga a lo que sucede con las acciones o participaciones sin voto: art. 99.3 LSC).

5. Los conflictos de intereses entre socios: la *sibling rivalry*

La coexistencia de acciones o participaciones ordinarias con acciones o participaciones sectoriales se traduce en una multiplicación de los conflictos intrasocietarios. La división interna en la estructura de la compañía se evidencia en la diversidad de los intereses de los diferentes grupos de accionistas. Mientras para unos es relevante la marcha de la sociedad en su conjunto, para otros lo más importante será la marcha del sector concreto con el que se vinculan sus ganancias (o parte de ellas). Por supuesto, el conflicto interno presentará perfiles especialmente agudos si los titulares de las *tracking shares* tienen derecho a todos los rendimientos derivados del sector empresarial de que se trate y no participan en el resto de las ganancias de la compañía (es un caso límite en el que la divergencia de intereses puede llegar a convertirse, directamente, en una colisión de intereses). Pero incluso en situaciones menos extremas resulta claro que los intereses no necesariamente serán confluyentes.

A este respecto debe observarse que frecuentemente el control de la compañía estará en manos de los socios «ordinarios» (quienes normalmente tendrán la mayoría de los derechos políticos). Y ello pone a los titulares de acciones o participaciones sectoriales en una situación vulnerable dado que las decisiones de los órganos sociales pueden llegar a afectar negativamente a sus intereses al reducir los rendimientos del sector con el que se vinculan sus beneficios en favor del interés global de la compañía.

Obsérvese, en este sentido, que las decisiones adoptadas en la junta general pueden repercutir directamente sobre los intereses de los titulares de acciones o participaciones sectoriales. Sin perjuicio de la posibilidad de impugnar los acuerdos impuestos de manera abusiva

(los adoptados por la mayoría en interés propio y en detrimento de los demás socios, aun cuando no causen daño al patrimonio social: art. 204.1 LSC), resulta oportuno plantearse la introducción de mecanismos de tutela adicionales a los ya previstos legalmente para los casos en los que se pretenda modificar los estatutos sociales (arts. 292 y 293 LSC).

En efecto, cabría preguntarse por la posibilidad de incluir en los estatutos un sistema que exigiera una «doble mayoría» (de la junta y de la clase especial constituida por las acciones o participaciones sectoriales) para la adopción de acuerdos sociales susceptibles de afectar a los intereses de las *tracking shares*. En realidad, el establecimiento convencional de un mecanismo de este tipo parece difícilmente compatible con la regla de estricta proporcionalidad entre capital y voto que rige en nuestro Derecho para las sociedades anónimas y suscita también algunas dudas en lo que respecta a las sociedades limitadas (aunque el artículo 200.2 de la Ley de Sociedades de Capital podría ofrecer algún argumento favorable a su admisibilidad).

Podría por ello pensarse, como alternativa, en un sistema en el que determinadas decisiones requieran mayorías estatutarias reforzadas que, de hecho, supongan la atribución a la mayoría de los titulares de acciones o participaciones sectoriales de un derecho de veto. O, en las sociedades limitadas, cabría valorar la posibilidad de atribuir ciertos privilegios en materia de voto a las participaciones sectoriales en relación específicamente con determinados asuntos que pudieran afectar a los intereses de sus titulares de modo particular (aunque no dejan de existir dudas sobre la licitud de esta solución).

También pueden ser potencialmente perjudiciales para las acciones o participaciones sectoriales las decisiones del órgano de administración (por ejemplo, las relativas a la política de inversiones o a la asignación de recursos), las cuales podrían llegar a lesionar directamente la posición jurídica y económica del titular de la acción o participación. No tratándose de un daño derivado de la lesión del propio patrimonio social, podría plantearse, concurriendo los presupuestos legales, el

ejercicio de la acción individual de responsabilidad. Asimismo cabría pensar en prever estatutariamente que ciertas decisiones sobre asuntos relevantes para el sector al que están vinculadas las *tracking shares* deban ser autorizadas por la junta general (y, en tal caso, habría que tener en cuenta las consideraciones que se han expuesto un poco más arriba).

Con carácter general, la previsión en los estatutos de derechos de separación a favor de los titulares de acciones o participaciones sectoriales para determinadas hipótesis

especialmente significativas (venta de la unidad productiva a la que se encuentran vinculadas tales acciones o participaciones, escisión de la compañía, cambio de control...) puede también constituir un mecanismo adecuado de tutela (aun cuando debe tenerse en cuenta la dificultad de su inclusión durante la vida de la sociedad dada la necesidad de consentimiento de todos los socios: art. 347.2 LSC). Del mismo modo que puede serlo la concesión, en los supuestos referidos o en otros, de un derecho estatutario de «conversión» de las acciones sectoriales en acciones ordinarias.