



UNIVERSIDAD DE CHILE
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales
Escuela de Derecho
Departamento de Derecho Comercial

EL DIVIDENDO POR UNIDAD DE NEGOCIO EN LA SOCIEDAD POR ACCIONES

Memoria para optar al grado de licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales

FELIPE IGNACIO GIANELLI O'RYAN

Profesor guía: Guillermo Fernando Caballero Germain

Santiago, Chile 2019

A mi familia, amigos y a Florencia.

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	4
CAPÍTULO I.....	6
Concepto, origen y desarrollo del Dividendo por unidad de negocio	6
1. La Ley N.º 20.190 y el principio de la Autonomía de la Voluntad.....	6
2. Concepto de dividendo por unidad de negocio	7
a. Chile	7
b. Derecho comparado	8
3. Antecedentes y orígenes	9
4. Características de las acciones sectoriales	11
5. Naturaleza jurídica	12
6. Tipos de Acciones	14
a. El derecho a voto.....	14
b. Derechos de liquidación de la unidad.....	15
7. Sobre la determinación de la Unidad	18
a. Ley N.º 20.720	18
b. Derecho comparado	19
CAPITULO II.....	22
Ventajas y desventajas de las acciones sectoriales	22
1. Motivos para implementar las acciones sectoriales	22
2. Ventajas de las acciones sectoriales.....	22
a. Mejora los canales de información a los eventuales inversores.....	22
b. Reducción de costos y aprovechamiento de sinergias internas	23
c. Aprovechamiento el mercado interno.....	24
d. Pueden ser utilizadas como una herramienta de fidelización e incentivo	25
e. El valor agregado del diseño legal	26
f. Se facilita el financiamiento de nuevos proyectos	27
g. Mecanismo de adquisición de sociedades comerciales	27
h. Alternativa a la escisión de una sociedad	28
3. Desventajas de las acciones sectoriales	28
a. Dificultades para identificar el sector o la unidad de negocio	29
b. Carencia de un órgano administrativo propio	29

CAPITULO III.....	32
Uso de las Instituciones Introducidas por la Ley N.º 20.190 en el País.....	32
1. Estadísticas.....	32
a. Notaría Eduardo Diez Morello:.....	33
b. Notaría Antonieta Mendoza Escalas:.....	35
c. Notaría Félix Jara Cadot:	38
d. Notaría Eduardo Avello Concha:	40
e. Notaría Humberto Santelices Narducci:	44
f. Notaría Patricio Zaldívar Mackenna:	46
CAPITULO IV	49
Análisis De Datos: Dividendo Por Unidad De Negocio	49
1. Análisis de la cláusula	49
2. Porcentaje de Utilización	52
3. Conclusiones de los datos analizados.....	54
CONCLUSIÓN	55
BLIBLIOGRAFÍA.....	58

INTRODUCCIÓN

En el año 2007 se promulgo la Ley N.º 20.190, que introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria del capital de riesgo y continúa el procedimiento de modernización del mercado de capitales. El legislador buscó con dicha ley crear un tipo de sociedad flexible, que fuese capaz de adecuarse a la industria de capitales de riesgo y suplir una serie de falencias que sufren las sociedades anónimas abiertas y cerradas. Es así como nace la Sociedad por Acciones o SpA, la cual se encuentra regulada en el Código de Comercio entre los artículos 424 al 446.

En esta línea, el legislador creó una serie de instituciones dentro de la SpA que son inéditas en nuestro país, y que por supuesto, no se pueden encontrar en la Sociedad Anónima. El presente trabajo analiza una de estas nuevas instituciones dentro de la SpA, el llamado dividendo por unidad de negocio, institución que se encuentra consagrada en el artículo 443 de nuestro Código de Comercio. Este análisis no podrá estar desprovisto de los objetivos y principios que contiene la Ley N.º 20.190, en particular sobre la autonomía de la voluntad, piedra angular de la Sociedad por Acciones, a la par de esto, realizaremos un análisis general de la aplicación de todas aquellas nuevas instituciones que incorporó la Ley N.º 20.190.

La importancia de esta institución radica en las múltiples ventajas que presenta y que se verán más adelante, pero cabe adelantar que se trata de una herramienta financiera flexible y que involucra una serie de beneficios y desafíos que no se suelen encontrar en los mecanismos financieros convencionales.

La doctrina nacional poco y nada se ha referido al dividendo por unidad de negocio, por lo cual no hemos podido apoyarnos mucho en los autores nacionales para el desarrollo de este trabajo, debiendo en consecuencia, recurrir casi exclusivamente al derecho y la doctrina comparada, especialmente la estadounidense y europea. Por ello la importancia de este trabajo, pues busca suplir el vacío de información sobre esta institución, esquematizando sus beneficios y problemas, a fin de que se convierta

en una herramienta útil dentro del mercado de capitales de riesgo, en concordancia con la Ley N.º 20.190.

Este trabajo de investigación se estructura en cuatro capítulos, en los cuales se busca conjugar el área dogmática con una investigación en terreno, de esta forma, se puede dividir el trabajo en dos grandes partes. La primera parte trata sobre un desarrollo dogmático del dividendo por unidad de negocio, su concepto, problemática, ventajas y desventajas. La segunda parte se trata de una investigación en terreno desarrollada en diversas notarias a fin de extraer una muestra representativa que nos sirva para medir el impacto general de la Ley N.º 20.190 en la práctica societaria chilena; es decir, un análisis general del uso de las nuevas instituciones de la SpA y que no se encuentran en las sociedades anónimas, para después referiremos en particular sobre el uso del dividendo por unidad de negocio en la práctica societaria patria. Finalmente realizaremos una síntesis general del trabajo y extraeremos conclusiones de este.

CAPÍTULO I

Concepto, origen y desarrollo del Dividendo por unidad de negocio

1. La Ley N.º 20.190 y el principio de la Autonomía de la Voluntad.

Como se mencionó en la Introducción, en el año 2007 fue promulgada la Ley N.º 20.190 y tuvo como principal objetivo, según el propio mensaje del ejecutivo, generar un incentivo en el mercado de capitales de riesgo. Para este fin, la ley creó la sociedad por acciones como una forma de organización comercial alternativa a la sociedad anónima, pues el legislador consideró que ésta, tanto la abierta como la cerrada, carecen de la suficiente flexibilidad para incentivar el mercado de capitales de riesgo.

Si bien el fin de este trabajo no es el análisis a cabalidad de la sociedad por acciones ni tampoco de la totalidad de los presupuestos de la Ley N.º 20.190, creemos necesario esclarecer y contextualizar los objetivos de la citada ley en relación con el principio de la autonomía de la voluntad, pues este principio juega un rol primordial en la sociedad por acciones, y en particular en el dividendo por unidad de negocio.

Con el principio de la autonomía de la voluntad se busca dotar de rapidez y flexibilidad a la sociedad por acciones, en contraste a los excesivos niveles de regulación presentes en la sociedad anónima. En efecto, sobre este punto el profesor Jara concluye:

“Así, una estructura liviana y flexible permite que los inversionistas en capital de riesgo puedan, a través de tecnología contractual más sofisticada, hacer valer directamente sus derechos en la forma pactada y no pasando por medio de intrincadas alternativas legales diseñadas para dar cabida a las especificidades puntuales de un proyecto y sus condicionantes financieras”¹.

A diferencia de la sociedad anónima, donde la autonomía de la voluntad está relegada a los pactos de accionistas, en la sociedad por acciones la autonomía de la voluntad queda reconocida en los propios estatutos de la sociedad, dotando de libertad

¹ Jara, A. (2007) “Sociedad por Acciones, Ley 20.190” *Revista Chilena de Derecho*, vol. 34, p.382.

contractual los socios para establecer lo que mejor les parezca para el cumplimiento del fin social.

De esta forma, el legislador no regula exhaustivamente la SpA, proponiendo que sean los mismos socios quienes decidan las reglas a las que se someterán, suponiendo que son ellos mismos los que mejor sabrán velar por sus propios intereses y por los de la sociedad comercial. Esto se conoce como el fenómeno de la desregularización, el cual se viene desarrollando hace años en países como Estados Unidos de América, Francia y Alemania².

Es bajo este principio que los socios toman un rol protagónico, pues podrán realizar todo aquello que no contravenga la ley, dándoles una libertad contractual mucho mayor que a cualquier otra tipo de sociedad comercial a la fecha. Esto se ve reflejado en una serie de instituciones que incorporo la Ley N.º 20.190, tales como: el voto múltiple, aumento de capital por parte de la administración, venta forzada de acciones, la elección de la administración, dividendo por monto fijo, prohibición de adquirir acciones de emisión de la sociedad, y por supuesto, el dividendo por unidad de negocio. Sobre esta última nos referiremos a continuación.

2. Concepto de dividendo por unidad de negocio

a. Chile

En un solo artículo, el 443 del Código de Comercio, se regula todo lo relativo al dividendo por unidad de negocio. El legislador, en su búsqueda de crear una institución flexible, omitió de forma voluntaria una regulación más exhaustiva de esta institución. El artículo establece lo siguiente:

“En caso que la sociedad deba pagar dividendos provenientes de las utilidades de unidades de negocios o activos específicos de ésta, deberá llevar cuentas separadas respecto de ellos y las utilidades sobre las que se pagarán dichos dividendos serán calculadas exclusivamente sobre la base de esta contabilidad, sin importar los resultados generales de la sociedad. Por su parte, la sociedad no computará las

² Jara, Ob. Cit. p.382

cuentas separadas para el cálculo de sus utilidades generales, en relación con el pago de dividendos ordinarios a los accionistas. Las ganancias provenientes de las unidades de negocios o activos separados que no sean distribuidas como dividendos se integrarán a los resultados generales del ejercicio correspondiente”.

El mencionado artículo tiende a ser una mera descripción de lo que es el dividendo por unidad de negocio, estableciendo únicamente la obligación de llevar una contabilidad separada. En síntesis, podemos resumir el artículo en las siguientes afirmaciones:

- La sociedad puede pagar dividendos de una unidad específica de esta.
- La sociedad deberá llevar cuentas separadas de cada unidad de negocio para efectos de realizar esta distribución, independientes del resultado general de la sociedad.
- La separación de cuentas no se reputará para el cálculo de distribuciones generales de la sociedad.
- Las utilidades de las unidades de negocio que no se distribuyan ingresarán al resultado general de la sociedad.

En atención a lo breve del artículo, es necesario acudir al derecho comparado para comprender cabalmente esta institución, pues la doctrina nacional no ha profundizado sobre esta institución.

b. Derecho comparado

El dividendo por unidad de negocio tiene diferentes nombres dependiendo del país en que nos encontremos. Fue en EE. UU. donde se acuñó el primer concepto con el nombre de “tracking stocks”, en alusión al rastro que deja un determinado sector de la sociedad comercial. En Italia se llaman “azioni correlate”, derivado de su establecimiento legal. En Francia como “action reflet”, por el reflejo de una determinada acción económica. En España como “acciones sectoriales” por su vínculo a un sector económico, y como acciones relacionadas en Argentina por su relación con un determinado sector de la sociedad³.

³ Molina, C. (2011) “Tracking Stocks (acciones “sectoriales”) en sociedades anónimas”. Revista La Ley. Disponible en: http://works.bepress.com/carlos_molina_sandoval/40/. p.2

El dividendo por unidad de negocio tiene diferentes nombres dependiendo del país en que nos encontremos. A pesar de los múltiples nombres que se les pueden dar, todos tienen como denominador común que se trata de acciones que participan en un determinado sector de la sociedad, y no de ésta en su conjunto⁴. Por ello, y para efecto de este trabajo, se usarán indistintamente los conceptos de tracking stocks, acciones sectoriales, acciones reflejas, acciones por unidad de negocio y acciones relacionadas.

En el resto del mundo, las denominadas “acciones sectoriales” han evolucionado en la praxis societaria en virtud del principio de la autonomía de la voluntad y en el ámbito de las sociedades que cotizan en el mercado de valores. Por otro lado, en el 2003 se llevó a cabo una gran reforma en el Derecho Societario Italiano con la intención de modernizarla y simplificarla⁵, en ella se introdujo el derecho a una utilidad y cuota de la liquidación dentro de la sociedad⁶. La ley italiana lo establece en un sentido semejante al nuestro, teniendo como principal característica la vinculación de las utilidades a un sector particular.

En Chile nuestro legislador innovó en dos sentidos: primero al introducir positivamente esta institución y segundo al establecerla sólo en relación a la sociedad por acciones. En comparación al resto del mundo, donde usualmente se utiliza sin necesidad de norma expresa y en sociedades que cotizan en el mercado de valores.

3. Antecedentes y orígenes

⁴ Cucinella, G. (2003) “Sparse Sulla Disciplina dei Patrimoni Destinati ad uno Specifico Affare”, *Rivista di diritto dell'economia, dei trasporti e dell'ambiente*, p. 136.

⁵ Pastor, C. (2016) “Modernización del Derecho Societario” *Revista Ius et Praxis*, vol. 22 N°1, pp. 570-571.

⁶ Decreto legislativo 17 de enero del 2003 N°6, Artículo 2350. “Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative”: Ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, salvi i diritti stabiliti a favore di speciali categorie di azioni. Fuori dai casi di cui all'articolo 2447-bis, la società può emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore. Lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni, nonché l'eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria. Non possono essere pagati dividendi ai possessori delle azioni previste dal precedente comma se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società.

Como lo anticipamos, el primer caso icónico donde se vincularon las utilidades a una unidad de negocio dentro de una sociedad comercial sucedió en EE. UU. es el caso de General Motors (GM). Esta compañía adquirió a Electronic Data Systems (EDS) en 1984, adquisición que se pudo realizar gracias a que GM emitió acciones vinculadas a los resultados de EDS, pero como una unidad de negocio dentro de GM. Mediante dichas acciones GM pudo convencer a los accionistas de EDS, para que estos permutaran sus acciones a cambio de estas acciones vinculadas a EDS. De esta forma, las tracking stocks funcionaron como moneda de cambio para convencer a los accionistas y permitirles la posibilidad de seguir vinculados al éxito de EDS a pesar de su adquisición. GM utilizaría el mismo mecanismo un año después, para adquirir la compañía Hughes Aircraft. A estas acciones también se les conoció con el nombre “alphabet stocks” por tratarse de las series de acciones E y H respectivamente⁷.

En ambas situaciones se emitieron dichas acciones con el fin de no diluir el valor de las acciones de GM, y a la vez como una forma para persuadir a los accionistas de vender su participación en la sociedad adquirida. Probablemente no se tenía conciencia en este punto de todas las ventajas y desventajas aparejadas al momento de emitirse este tipo de acciones. En efecto, como nos señala Boreck:

“GM's general counsel set forth two non-tax business reasons for the company's choice in structuring the transactions. First, the shareholders of the acquired companies were accustomed to holding growth stock with a high price-to-earnings ratio, but the GM stock was trading at a low price-to-earnings ratio and had shown slow growth immediately preceding the acquisition. Second, GM wanted to create an equity vehicle that would reflect the growth potential of the new subsidiaries without any dilution, which would occur if the new entrepreneurial acquisitions were combined with its traditional business”⁸.

Otro caso es el de USX Corporation (USX), sociedad que se dedicaba a dos ramas fácilmente identificables: el acero y la energía. Este último sector resultaba ser más rentable que el del acero, lo cual produjo la objeción de los accionistas al ver que sus acciones se devaluaban por el mal desempeño de uno de los sectores. En este caso la sociedad optó por dividir en unidades ambas ramas y emitir acciones

⁷ Schnorbus, Y. (2001). Tracking Stock in Germany: is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovations? *Penn law legal Scholarship Repository*, vol. 22 n°3, p.549.

⁸ Borek, C. (1994) Corporate taxation's Square Peg: an analysis of possible solutions to the problems of characterizing “tracking stock” for tax purposes”. *Catholic University Law Review*, vol. 43, p. 1110.

vinculadas al desempeño de cada una de estas. De esta manera, se evitó la escisión de la sociedad, sorteando los gravámenes tributarios y a la vez permitiendo a los accionistas disfrutar de las sinergias internas de la sociedad⁹.

En Europa, la llegada de las acciones sectoriales fue bastante posterior. En el año 2000 la sociedad Alcatel emitió las acciones llamadas Alcatel O para propiciar la adquisición de Optronics bajo similares condiciones a las de GM cuando adquirió EDS.

4. Características de las acciones sectoriales¹⁰

- a) Los accionistas sectoriales son accionistas de la sociedad en su conjunto y no de la unidad económica como sector autónomo, por lo tanto, gozan de todos los derechos que los accionistas ordinarios, con la sola distinción de la vinculación de las utilidades al resultado de la unidad de negocio. Todo ello sin perjuicio de las diferencias que los estatutos puedan establecer en virtud de la autonomía de la voluntad.

- b) Solo podrán repartirse dividendos a los accionistas sectoriales cuando los resultados generales de la sociedad sean positivos. Como mencionamos en la letra a), los accionistas sectoriales son accionistas de toda la sociedad y por ello no podrán repartirse dividendos si la sociedad no arroja utilidades líquidas de acuerdo con la Ley de Sociedades Anónimas a pesar del buen desempeño de la unidad de negocio en particular. 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)”¹¹.

⁹ Molina, C. (2011) “Tracking Stocks (acciones “sectoriales”) en sociedades anónimas”. Revista La Ley. Disponible en: http://works.bepress.com/carlos_molina_sandoval/40/. pp.2-3

¹⁰ En esta parte seguimos a Díaz, A. (2016). Acerca de las Denominadas «Tracking Stocks». Disponible en gomezacebo-pombo: <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/acerca-de-las-denominadas-tracking-shares.pdf>. pp.1-3.

¹¹ Ob. Cit. p. 2.

- c) La emisión de acciones sectoriales no significa un doble patrimonio, es solo una división contable y con efectos internos, entre la sociedad y la unidad de negocio; no existe enajenación de ningún tipo. Para terceros, ya sean particulares o públicos, solo existirá una sola entidad, cuestión relevante en materia tributaria y de responsabilidad.
- d) Usualmente la emisión de acciones sectoriales se realiza de forma temporal, como una forma de financiar una nueva línea productiva durante su maduración. Por ello, es habitual que las acciones sectoriales se integren al común de las acciones dentro de cierto plazo, de ahí la importancia del estatuto de establecer la forma de liquidación de aquella unidad de negocio.
- e) En relación con la letra anterior, la unidad de negocio suele ser accesoria a la producción general de la sociedad, de forma que los accionistas ordinarios suelen poseer más acciones que los accionistas sectoriales, y, por lo tanto, un mayor control político de la sociedad.
- f) La principal característica es la vinculación de la unidad de negocio a la serie de acciones, es así como la definición del sector o unidad de negocio resulta ser clave para la exitosa emisión de acciones sectoriales.

5. Naturaleza jurídica

Aunque el artículo 443 no lo establezca, la única forma práctica de hacer uso del dividendo por unidad de negocio es mediante la emisión de series de acciones, creándose series ordinarias y preferentes. Las acciones ordinarias son aquellas que le atribuyen a su titular los derechos y obligaciones propias del régimen normal, mientras que las acciones preferentes son aquellas que entregan una ventaja o derecho en

comparación a las acciones ordinarias.¹² Como sabemos, las acciones sectoriales gozarán preferentemente de las utilidades de la unidad de negocio, en consecuencia podemos decir que las acciones sectoriales se tratarían de acciones preferentes al entregar una ventaja que se sale de la regla general, como nos señala el profesor Puga Vial: “Otra forma de acciones preferentes en las SPA son aquellas conexas a una inversión específica de la sociedad”¹³. Mientras los accionistas ordinarios gozarán de la utilidad del conjunto de la sociedad con exclusión de la unidad.

En el artículo 436 del Código de Comercio se consagran las acciones preferentes en las SpA, debiendo establecerse las cargas, obligaciones y privilegios de la serie preferente en el estatuto social. Dicho artículo en su parte final nos señala lo siguiente: “No es de la esencia de las preferencias su vinculación a una o más limitaciones en los derechos de que pudieran gozar las demás acciones”. Esto viene a solucionar una discusión doctrinaria sobre si una serie de acciones preferentes deberían o no tener aparejada una limitación en relación con la serie ordinaria de acciones.

Sin embargo, que las acciones sectoriales gocen de una preferencia no significa que siempre estarán en una posición más ventajosa que las acciones ordinarias, pues la unidad de negocio puede tener un peor rendimiento que el resto de la sociedad o incluso no generar utilidad.

Junto con esto, puede que la unidad de negocio no produzca nunca condiciones más ventajosas para los accionistas sectoriales en comparación a los accionistas ordinarios, siendo la preferencia un despropósito. Esta situación nos llevaría a cuestionarnos su calidad de preferencia, ya que no se estaría otorgando efectivamente una ventaja o beneficio, meramente se estaría reconociendo un derecho en comparación a las acciones sectoriales, correspondiendo por lo tanto a acciones especiales y no preferidas.¹⁴

¹² Herrera, L (1996) “Acciones Preferentes de Sociedades Anónimas” Colegio de Abogados de Chile A.G., p.12.

¹³ Puga, J. (2011) “La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho Chileno y Comparado” *Editorial Jurídica de Chile*. p.730.

¹⁴ ¹⁴ Herrera, L (1996) “Acciones Preferentes de Sociedades Anónimas 17

Sin embargo, consideramos que dicha situación es bastante artificiosa, pues las acciones sectoriales se emiten con la intención de producir dicha ventaja, y no ser una suerte de trampa para los accionistas sectoriales. Dado lo anterior, al hablar de acciones sectoriales estaremos hablando de acciones preferentes, pues se consagra la ventaja de la utilidad vinculada a una unidad de negocio o activo específico de la sociedad, beneficio del cual no gozan los demás accionistas ordinarios, todo ello con independencia de si se produce o no utilidad en la unidad de negocio.

6. Tipos de Acciones

La doctrina estadounidense realiza una clasificación dentro del tracking stocks e identifica dos tipos: las llamadas Letter Stock y las Targetted Stock. La división se realiza en atención al derecho a voto y los derechos de liquidación, y evidentemente en ambas acciones los dividendos están sujetos al desempeño de la unidad de negocio¹⁵.

a. El derecho a voto

Lo que ocurre normalmente es que el derecho a voto sea fijo, es decir, que exista un voto por acción¹⁶. Esta es una característica de las *Letter Stock*, y fue el mecanismo utilizado por GM y Alcatel O. Por otro lado, podrá establecerse el derecho a voto en relación con el valor de mercado de la acción, cuestión que ocurre en las *Targetted Stocks*, que fue el mecanismo utilizado por USX¹⁷.

Es sumamente cuestionable la aceptación del voto fluctuante en nuestro ordenamiento. En la sociedad anónima ya resulta bastante difícil sostener su aceptación debido a la prohibición de voto múltiple que contempla el artículo 21 de la Ley N.º 18.046. Sin embargo, que nuestro ordenamiento no permita el voto fluctuante

¹⁵ Langner, S. (2002). Tracking Stocks. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=302173> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302173>. p.4

¹⁶ Sin perjuicio de que nos encontremos en la hipótesis del artículo 437 del Código de Comercio, el cual establece la posibilidad de que los accionistas establezcan más de un voto por acción.

¹⁷ Langner, S. (2002). Tracking Stocks. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=302173> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302173>. p.5

no implica la ilegalidad de las tracking stock, pues no se trata de una característica esencial. En este sentido, el caso en nuestro país es similar al que ocurre en Sudáfrica, donde la ley no permite un voto fluctuante:

“From this analysis it appears that South African companies are able to implement a TS restructure in a manner similar to their counterparts in the United States of America and New Zealand. This is, however, subject to the legal impediment in regard to the voting rights associated with a TS issue because our law does not allow for floating voting rights based on market values of each class of TS. This is an important requirement of a TS issue, but not essential”¹⁸.

El voto fluctuante no solo es discutible en la sociedad anónima, sino que también es cuestionable su implementación en la sociedad por acciones. En primer lugar, no son sociedades que cotizan en la bolsa, por lo que la determinación del valor de la acción dependerá de los auditores, incrementando los costos y la desconfianza de los socios al valor asignado. En segundo lugar, a pesar de que esté expresamente permitido el voto múltiple por acción o las series de acciones sin derecho a voto, estos deberán estar expresamente señalados en el estatuto social, como una forma de salvaguardar los derechos de los socios. En el caso del voto fluctuante, éste está sujeto a una contingencia incierta, pues el valor de la unidad de negocio puede aumentar o decrecer sin que conste en el estatuto social. Por ejemplo, puede suceder que en un año existan 2 o más votos por acciones de la unidad de negocio y en el otro exista menos de un voto, contradiciendo la seguridad que la norma busca. Es por ello que resulta complejo asimilar esta situación a la contemplada en el artículo 437 del Código de Comercio.

A pesar de lo expuesto, aún se puede sostener la admisibilidad del voto fluctuante en la sociedad por acciones en virtud del espíritu de la Ley y el rol que juega la autonomía de la voluntad en ella.

b. Derechos de liquidación de la unidad

El otro elemento fundamental de esta clasificación trata sobre los derechos de liquidación de la unidad. Si los derechos de liquidación de la unidad de negocio se

¹⁸ Marais, W. (1997) “Legal Considerations for a Targeted Stock Issue in South Africa” *South African Mercantile Law Journal*, Vol. 9, p.137.

reparten a pro rata entre todos los accionistas, estaremos ante la Letter Stock. Por el contrario, si los derechos de liquidación se reparten en proporción al valor de mercado de cada acción, estaremos ante la Targetted Stock.

La liquidación de una parte o del total de la sociedad puede darse por muchos motivos, como por causal de nulidad, por acuerdo de disolución, por someterse a un procedimiento concursal de liquidación o porque los socios acuerden liquidar o enajenar parte de la sociedad. Es esta última situación en la que nos centraremos, pues debemos preguntarnos si es posible para la sociedad liquidar una unidad de negocio, aun con la oposición de los accionistas sectoriales¹⁹.

La Ley N.º 20.190 no regula esta materia, la única alusión que hace se encuentra en el artículo 428 inciso final del Código de Comercio, el cual señala que en caso de que se declare nula la sociedad los accionistas podrán liquidar la sociedad de hecho o designar a uno o más liquidadores. Dicho artículo es un claro ejemplo de la importancia que tiene la autonomía de la voluntad en la sociedad por acciones, donde son los accionistas quienes decidirán la forma de liquidar la sociedad. Si bien la situación que se menciona en el artículo 428 no se asemeja a la liquidación voluntaria o enajenación de los bienes de la unidad de negocio, estimamos que no existe norma alguna que impida a los accionistas establecer la liquidación de parte o todo el activo de la sociedad, en virtud del principio de la autonomía de la voluntad.

Por lo tanto, en el caso que se decida liquidar la unidad de negocio debemos preguntarnos como se distribuirán las ganancias producidas por dicha realización. Al ser la creación de unidades de negocio solo una forma de división interna, la regla general será que toda venta del activo que se realice ingrese a la sociedad en su conjunto para luego ser distribuido entre los accionistas, si correspondiese realizar una repartición de dividendos²⁰. Junto con esto, cabe señalar que el artículo 443 del Código de Comercio reconoce la posibilidad de distribuir preferentemente los dividendos de una unidad de negocio, pero no se refiere a los derechos de liquidación. Es más, en

¹⁹ Magina, J. (2012). Tracking Stocks Uma ausência motivada pelo esquecimento ou pela rejeição? Tesis para optar al grado de Magister. Universidade Católica Portuguesa. Pp.37-38

²⁰ Puga, J. (2011). La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho Chileno y Comparado. 1st ed. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, pp. 706-707.

su parte final señala que las ganancias provenientes de la unidad de negocio o activos separados que no sean distribuidos como dividendos se reintegrarán al resultado general del ejercicio correspondiente. De esta forma se deberán aplicar las reglas generales, es decir, si existen pérdidas acumuladas primero se destinarán a absorberlas y el dividendo se distribuirá a pro rata entre los accionistas. Por lo tanto, la regla general en Chile será la aplicación de la Letter Stock en relación con los derechos de liquidación.

Sin embargo, dado el caso de que el valor de la unidad de negocio sea mayor que el resto de la sociedad aquello puede ser una situación desventajosa para los accionistas sectoriales. En situaciones como esta surge la Targetted Stock, que es un tipo de acción que entrega derechos de liquidación no a pro rata como la regla general, sino en base al valor de mercado de cada serie de acción²¹. Este fue el mecanismo utilizado por USX Corporation al crear las unidades económicas de acero y energía, de modo que los accionistas sectoriales tuviesen un mayor beneficio en caso de una mayor valorización de la unidad de negocio, a la vez que asumían un mayor riesgo en caso de que la unidad de negocio sufra una depreciación²². Opinamos que no existiría impedimento legal para establecer este tipo de derechos de liquidación siempre y cuando establezca en el estatuto social en virtud del principio de la autonomía de la voluntad.

De todas formas, deberían adoptarse garantías que le aseguren a los accionistas sectoriales la protección de sus intereses en la unidad de negocio para evitar que esta sea liquidada por la junta de accionistas, pudiendo para este fin aplicarse una prohibición de enajenar sus activos durante cierto plazo o estableciendo un quórum especial que involucre una mayoría de los accionistas sectoriales para la enajenación de los bienes de la unidad de negocio.

²¹ Langner, S. (2002). Tracking Stocks disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=302173> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302173>, p. 6-7

²² Molina, C. (2011) "Tracking Stocks (acciones "sectoriales") en sociedades anónimas". Revista La Ley. Disponible en: http://works.bepress.com/carlos_molina_sandoval/40/. p.3

7. Sobre la determinación de la Unidad

El término unidad de negocio es un término más bien económico que jurídico. La ley no establece lo que debe entenderse por tal, a pesar de ser un requisito esencial para la configuración de las acciones sectoriales. ¿Cómo podemos entregar dividendos vinculados a un sector o unidad de negocio si no sabemos de qué se comprende? Como lo advierte Schnorbus: “The shareholders must know in advance to which assets their stocks are "virtually" linked and must be ensured that this allocation is not up to the discretion of the management board”²³. Su indeterminación puede ocasionar conflictos entre los socios o entre los socios y el directorio pues es necesaria la correcta determinación del sector para gozar de las utilidades o soportar las pérdidas. Por ello en este apartado intentaremos determinar el concepto de unidad de negocio.

a. Ley N.º 20.720

Quizás la noción más cercana que poseemos en nuestro ordenamiento jurídico a la unidad de negocio es la que nos entrega la Ley N.º 20.720 sobre el procedimiento concursal de liquidación, que en sus artículos 208 y 217 y siguientes establece la realización de los bienes de como unidad económica. Sin embargo, para el derecho concursal también resulta un concepto poco desarrollado, y que tiende a vincularse más bien con el concepto de empresa o establecimiento comercial, como nos señala el Profesor Ricardo Sandoval:

“(…) aun cuando no definía la idea de unidad económica ni la de establecimientos industriales, comerciales, agrícolas, mineros o de servicios, aludía de hecho al conjunto de bienes que el empresario destina al giro de su actividad, elemento objetivo o material de la empresa que, en el derecho comercial moderno se conoce como “establecimiento de comercio”²⁴.

²³ Schnorbus, Y. (2001). Tracking Stock in Germany: is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovations? *Penn law legal Scholarship Repository*, vol. 22 n°3, p.602.

²⁴ Sandoval, R. (2014). *Reorganización y Liquidación de Empresas y Personas*. 7ta ed. Santiago: Editorial Jurídica de Chile. p.322.

Por otro lado, Juan Esteban Puga identifica el concepto de unidad económica más bien como el conjunto de bienes que tienen un objetivo económico común: “Debe tratarse de un conjunto de bienes, corporales e incorporales e inclusive intangibles, que tengan una relación económica inmanente ajustada a una finalidad productiva de bienes y servicios”²⁵. Por lo tanto, lo relevante sería el fin de los bienes, siendo posible que una empresa tenga una o más unidades económicas, pudiendo la junta de acreedores acordar la enajenación de los bienes de la sociedad en distintas unidades económicas o solo una parte como unidad y la restante de cualquier otra forma²⁶.

La Administración ha interpretado el término unidad económica en un sentido semejante al del profesor Puga. Ello se desprende del Instructivo N.º 2 de la Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento, que instruye sobre la enajenación de bienes en procedimiento concursales, y que señala en el artículo 27 del referido instructivo que unidad económica será todo conjunto de bienes que permiten realizar una actividad económica, cualquiera sea su denominación²⁷.

En la práctica, la aplicación de venta por unidad económica es poco común, y en los casos en que se ha realizado se ha vinculado a la noción de empresa, vendiéndose la sociedad comercial en su conjunto²⁸.

Pareciera ser, que el concepto de unidad económica que nos entrega el profesor Puga sería el más semejante al de unidad de negocio, en cuanto permitiría que en una sola sociedad existirán más de una unidad económica, siempre y cuando se vincule a un fin económico o productivo determinado.

b. Derecho comparado

Una de las formas de comprender lo que se entiende por unidad de negocio es a raíz del caso icónico de General Motors. En este caso, la unidad de negocio fue fácilmente identificable, ya que se trataba de una sociedad adquirida que se integraba

²⁵ Puga, J. (2011). *Del Procedimiento Concursal de Liquidación*. 4ta ed. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, p.619.

²⁶ Ob. Cit. p.620

²⁷ Instructivo Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento N.º 2, 20 de junio de 2018.

²⁸ Podemos mencionar el caso de la Minera de SW Curanilahue S.A. como se lee en las bases del remate publicadas en el Boletín Concursal el 15 de diciembre de 2015. También el caso de Graso S.A. como se lee en las bases de remate publicadas en el Boletín Concursal el 18 de mayo de 2018.

al giro de GM producto de la adquisición. De manera similar mas no igual tenemos el caso de USX, sociedad que estableció cada unidad según ramas claramente identificables: el acero y la energía. Estos son los tipos de unidad de negocio más sencillos de identificar: cuando se trata de una sociedad adquirida y cuando se trata de una rama específica dentro de la sociedad distinta a la ordinaria.

Por otro lado, la discusión sobre lo que se debe comprender en la unidad o sector no ha sido un punto pacífico en la doctrina italiana, pues la ley italiana se refiere solo a la actividad específica de un determinado sector, llevando a los autores a discutir sobre el alcance de dicha norma. La tesis mayoritaria es la de considerar el sector en un sentido amplio, y no solo como una rama específica del mercado, incluyéndose dentro del término sector a toda división interna de una sociedad que pueda ser separada contablemente²⁹.

Afortunadamente, nuestra legislación resuelve este problema, pues el artículo 443 del Código de Comercio habla de una cierta unidad económica o activos específicos. Al incluir este último término se amplía el abanico de posibilidades que pueden incluirse dentro de las acciones sectoriales. De esta forma, concordamos con la doctrina mayoritaria de Italia, pues creemos que no existiría problema alguno en vincular al dividendo a cualquier forma de división interna siempre y cuando se refleje contablemente, como pudiese ser un local comercial específico o una cierta línea de productos.

Algunos autores han ido aún más lejos y señalan que la unidad se puede identificar con índices contables o valores de la sociedad, no siendo necesaria la aplicación de ninguna división contable:

“el sector no estaría constituido por un determinado conjunto de elementos patrimoniales del que deba extraerse un resultado contable, algo que simplifica el funcionamiento de las acciones sectoriales, puesto que para cuantificar los derechos económicos del socio bastaría la simple constatación de aquellas cifras, no siendo precisa, en cambio, la individualización de un concreto beneficio sectorial, la cual

²⁹Faraci, M (2014) “Le Azioni correlate” (tesis doctoral). Universidad de Estudios de Palermo, Italia, p. 62.

implica una labor de imputación de costes, gastos e ingresos a ese conjunto de elementos patrimoniales más o menos definido”³⁰.

De esta forma, se podría considerar como acciones sectoriales a aquellas vinculadas a cifras económicas de una sociedad, como, por ejemplo, un cierto porcentaje de excedente que produzca la venta de un determinado producto.

De estar de acuerdos con esta posibilidad, pareciera ser que el nombre correcto (al menos en español) de este tipo de acciones sería el de acciones relacionadas y no sectoriales, ya que existe la facultad de vincular o relacionar a las acciones al resultado de índices dentro de la sociedad y no solo a un sector o rama productiva específica.

Sin embargo, no creemos que sea posible extrapolar de tal manera al dividendo por unidad de negocio a nuestro país, ya que el artículo 443 es bastante claro al establecer la obligación de llevar una contabilidad propia de la unidad de negocio, separada de la contabilidad ordinaria de la sociedad, cuestión que no se estaría cumpliendo si extraemos el dividendo de solo un cálculo numérico.

En base a todo lo expuesto, pareciera que la ley no se hace cargo del concepto con la intención de ser lo más amplio posible a fin de abarcar todos los ámbitos posibles que los socios establezcan, en virtud del principio de la autonomía de la voluntad. Sin perjuicio de tener como límite la obligación de llevar una contabilidad propia de la unidad de negocio.

Debemos tener en consideración que la unidad de negocio sea fácil o no de identificar, se tratará de una estructura interna de la sociedad, y usualmente más pequeña que el sector ordinario de la sociedad, por su carácter accesorio o complementario a la producción ordinaria de la sociedad.

³⁰Vaquero, A. (2013) La Emisión de Acciones Vinculadas a un Sector de Actividad de la Sociedad Emisora. *Revista de Derecho de Sociedades*, vol. 41, p.15.

CAPITULO II

Ventajas y desventajas de las acciones sectoriales

1. Motivos para implementar las acciones sectoriales

Como se ha mencionado anteriormente, las acciones sectoriales o tracking stocks fueron creadas y desarrolladas en el derecho comparado, tanto legal como doctrinariamente, para satisfacer fines vinculados mayoritariamente al mercado de valores. No obstante, nada impide que virtudes similares o idénticas puedan llevarse al terreno de la SpA.

Acorde a los casos que dieron origen a las tracking stocks, se pueden identificar dos principales razones para implementar este tipo de acciones en una sociedad comercial. Una de ellas será para la adquisición de sociedades, permitiéndoles a los accionistas gozar del rendimiento de la sociedad adquirida como precio de la adquisición, sin verse expuestos al temor de que su cuota se vea devaluada con el rendimiento general de la sociedad adquiriente. La otra razón se presenta como una alternativa a la escisión, en cuya virtud la sociedad al tener distintas líneas productivas no recurrirá a realizar alguna forma de división societaria, sino emitirá acciones sectoriales. Esto buscará lograr objetivos similares, pero con menores costos tributarios y con el aprovechamiento de las sinergias internas de la sociedad. Dentro de estas podemos hallar: distribución de servicios legales, aprovechamiento del mercado interno, gastos administrativos, costos de asalariados, entre otros.

A continuación, realizaremos un análisis particular de cada una de estas ventajas.

2. Ventajas de las acciones sectoriales

- a. Mejora los canales de información a los eventuales inversores

El artículo 443 del Código de Comercio establece la obligación de llevar cuentas separadas de la unidad específica respecto de los resultados generales de la sociedad. De esta forma, el inversor puede acceder de mejor forma a la información relativa a la unidad y reducir la asimetría informativa y el riesgo que ello conlleva. Debido a esto, se genera un clima más propenso para invertir en la unidad. Estudios empíricos realizados en EE. UU han demostrado que los inversores reaccionan positivamente a la noticia de emisión de acciones sectoriales como alternativa a la escisión, por el valor que futuros accionistas le dan al acceso a la información:

“Separate regression results for tracking stocks and spin-offs illustrate that, contrary to the announcement effects of spin-offs, the announcement effects of tracking stocks convey information about the market’s assessment of the motives and potential risks associated with the value gains or losses for the companies that choose tracking stock restructuring over spin-offs”³¹.

El acceso a la información contable siempre generará un mayor atractivo para los inversionistas, aún más cuando la unidad de negocio sea cada vez más técnica o específica, ya sea que se trate del mercado de capitales o de una Sociedad por Acciones que busca liquidez.

b. Reducción de costos y aprovechamiento de sinergias internas

Una de las razones para escoger la emisión de acciones sectoriales por sobre otros mecanismos similares, es que mantiene a la sociedad como un solo ente, dentro de la cual las unidades interactúan en beneficio mutuo. “This desire to keep parent and subsidiary together seems to arise from the need to preserve existing synergies— synergies that would be lost if they were completely separated, as in the case of a spin-off”³². Vale decir, se reducen los costos inmediatos al existir la misma administración y gestión para todas las unidades de negocio, cuestión que no podría suceder en una eventual escisión de la sociedad.

³¹ Danielova, A. (2008). Tracking Stock or Spin-off? Determinants of Choice. *Financial Management, Forthcoming*, vol. 37, p.21.

³² Chemmanur, T. & Paeglis, I. (2001) Why Issue Tracking Stock? Insights from a Comparison with Spin-Offs and Carve-Outs. *Bank of America, Journal of Applied Corporate Finance*, vol.14 n° 2, p.114.

De la misma forma, se reducen costos de transacción ante la posibilidad que tiene la unidad de acudir al esquema interno de la sociedad, aprovechando las sinergias propias de esta. Por ejemplo, en el mercado de valores se evitará la duplicidad de las auditorías, así como también los análisis de datos contables, reduciendo los costos asociados a estos. Además, el directorio tendrá un mayor poder de negociación respecto a contratos que afectan a la unidad, pues éste cuenta con el respaldo de la totalidad de la sociedad “synergies can be used more efficiently within the firm, since the assets are, managed by one board and the management has the power to negotiate and enforce contracts”³³. Asimismo, la sociedad mantiene su historial bancario y reputación, lo que le da respaldo a la unidad económica si desea acceder a créditos externos.

El historial bancario y crediticio cobra especial relevancia al tratarse de PYMES, ya que usualmente sus canales de financiamiento se encuentran más reducidos que las grandes empresas, por lo que deben acudir a instituciones para obtener financiamiento, siendo uno de los factores que consideran los bancos al momento de entregar un crédito es precisamente su historial bancario y crediticio.

c. Aprovechamiento el mercado interno

En relación con el punto anterior, cabe mencionar que la existencia de dos o más unidades de negocios dentro de una misma sociedad permite una interacción económica entre ellas. Por ejemplo, una unidad económica con mayor producción podría financiar a otra unidad con menor producción, por ejemplo: la unidad A tiene un mal desempeño económico, debido a esto necesita de una inversión para continuar su producción, por otro lado, la unidad B tiene un muy buen desempeño económico, tanto así que los accionistas de la unidad B aprueban traspasar parte de sus bienes o ingresos a la unidad A, con el objetivo de que la sociedad genere utilidad y se pueda

³³ Langner, S. (2002). Tracking Stocks. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=302173> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302173>

repartir entre todos los accionistas, sin embargo, será necesario establecer las condiciones de dicho traspaso interno, de forma que en el futuro la unidad A pueda devolver dicho dinero o bienes a la unidad B de la forma que los accionistas estableciera. De esta forma, se estaría inyectando liquidez a parte de la sociedad, sin necesidad de realizar ninguna transacción con externos. Recordemos que la división de la sociedad en unidades es económica y contable, pero administrativamente responden ante un mismo directorio³⁴.

d. Pueden ser utilizadas como una herramienta de fidelización e incentivo

Como mencionamos en el capítulo anterior, no hay un concepto claro de lo que se entiende por la unidad de negocio dentro de la sociedad, pero los autores foráneos coinciden en que debe ser entendido en términos amplio³⁵. Esto se encuentra vinculado a que la unidad de negocio o sector sea reducible a una contabilidad específica, no restringiéndose necesariamente a una rama del giro social de una sociedad, sino que puede ser incluso un determinado producto o establecimiento comercial.³⁶

En este sentido, se pueden otorgar acciones vinculadas al desempeño comercial de un local como incentivo y mecanismo de fidelización al gerente de un local o a los trabajadores en general:

“las acciones sectoriales resultarían útiles en el ámbito de las emisiones dirigidas a implementar planes de incentivos destinados a directivos y a los trabajadores en general, pues constituyen un instrumento adecuado para lograr, en mayor medida que las acciones ordinarias, la fidelización y alineación de los intereses del personal adscrito a una determinada rama de actividad o establecimiento dentro de la sociedad emisora”³⁷.

³⁴ Esta ventaja es puede llegar a producir conflictos entre los distintos accionistas de cada unidad de negocio, siendo esto uno de los mayores argumentos de los detractores de las tracking stocks. Al producirse un choque entre los intereses de los accionistas, se dificulta el gobierno corporativo y se pone en riesgo el fin común de la sociedad. Esto es lo que se conoce como Sibling Rivalry, tema que será tratado más adelante.

³⁵ Bianchi di Giulio, L & Bruno, F. (2009) Dalle tracking shares alle azioni correlate: brevi riflessioni sull'esperienza domestica italiana. *Rivista di Diritto Bancario*. pp. 8-9.

³⁶ Faraci, M. (2014). Le Azioni correlate. Tesis para optar al grado de Doctorado. Universidad de Estudios de Palermo, pp. 60-63.

³⁷ Vaquerizo, A. (2013) La Emisión de Acciones Vinculadas a un Sector de Actividad de la Sociedad Emisora. *Revista de Derecho de Sociedades*, vol. 41, p.8.

e. El valor agregado del diseño legal

Esta ventaja se vincula a las sociedades que cotizan en la bolsa, de modo que el anuncio de emitir acciones sectoriales les añade valor por las ventajas señaladas en este capítulo, especialmente las del punto A. Llevando esto a números, estudios señalan un promedio de exceso del retorno del valor de este tipo de acciones en un 2.18% a los tres primeros días del anuncio de la emisión³⁸. Sin embargo, el profesor Diego A. Duprat advierte de que se trata de efectos a corto plazo y que no se mantiene en el tiempo:

“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”³⁹.

Por otro lado, no existen estudios empíricos referentes a la Sociedad por Acciones en este punto. Podemos sostener que el resultado sería similar, en el sentido de causar un impacto positivo en los inversionistas en al menos el corto plazo, pues tanto las sociedades anónimas como las sociedades por acciones son sociedades comerciales que tienen incentivos similares al momento de buscar inversionistas y liquidez, y el acceso a una mayor y precisa información contable para los accionistas difícilmente será visto de forma negativa. Sin embargo, nada asegura dicha afirmación al no existir estudios en la SpA, pues se trata de un tipo de sociedad comercial que no cotiza en el mercado y donde la oferta y demanda de sus acciones es mucho más restringida.

³⁸ Matthew, B. & Anand, M. (2004). The Wealth effects of Trackings Stock Restructurings. *Bank of America, Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 22 n° 4, p.568

³⁹ Duprant, D. (2011). Tracking Stocks (Acciones Vinculadas) en Sociedades Anonimas. *Errepar, Doctrina Societaria y Concursal*, n° 279, p.2.

f. Se facilita el financiamiento de nuevos proyectos

Es posible utilizar las acciones sectoriales como un método eficaz de financiamiento de proyectos ajenos al rubro o área comercial usual de la sociedad, buscando atraer a accionistas dispuestos a financiar una línea de negocio diversa, innovadora y/o más riesgosa a cambio de la percepción de las utilidades de dicho sector. Esto sin perjuicio de la facultad que tiene la misma sociedad de financiar una unidad en provecho de su mercado interno, como mencionamos previamente en el punto c. Este método permitiría inyectar liquidez a ciertas unidades de una sociedad, a fin de que financien el período inicial hasta su madurez, momento en el cual los accionistas sectoriales usualmente se convertirán en accionistas ordinarios de la sociedad, pero ello dependerá de lo que se establezca en el estatuto social o lo que decida la junta de accionistas⁴⁰.

g. Mecanismo de adquisición de sociedades comerciales

En el momento que una sociedad decide concretar la compra de otra sociedad comercial, tiene dos opciones: pagar en dinero o mediante la emisión de acciones. Estas últimas usualmente pertenecerán al giro ordinario de la sociedad, pero como nos demostró el caso de General Motors es posible e incluso atractivo tener como moneda de cambio la emisión de acciones vinculadas a las utilidades de la sociedad adquirida, permitiendo a los socios de dicha sociedad gozar de sus beneficios a pesar de su adquisición. Además, de esta forma se pone fin al temor de los accionistas de la sociedad adquirida de que el precio acordado sea menor al valor real de la sociedad, ya que se encuentran unidos a las ganancias de esta: "Selling stockholders who receive those shares are able to continue their participation in the growth and success

⁴⁰ Vaquerizo, A. (2013) La Emisión de Acciones Vinculadas a un Sector de Actividad de la Sociedad Emisora. *Revista de Derecho de Sociedades*, vol. 41, p.8.

of the acquired corporation through a rise in value of the acquiring corporation's stock"⁴¹.

h. Alternativa a la escisión de una sociedad

Las tracking stocks presentan similitudes con la escisión, pero en base a todos los puntos expuestos es posible sostener que la emisión de acciones vinculadas presenta ventajas atractivas que no podrían darse en una escisión total (spin-off) o parcial (carve-out).

3. Desventajas de las acciones sectoriales

Contestes en que la vinculación de la utilidad de una unidad a una clase de acciones es una característica esencial de las acciones sectoriales, es que podemos prever los posibles conflictos de interés dentro de una sociedad: “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)”⁴². Son estos conflictos entre los socios lo que se conoce como *sibling rivalry*⁴³ y de esta situación se desprende la mayoría de las desventajas de las tracking stocks.

Cabe mencionar, que el grueso de estos problemas puede ser resuelto a través de la autonomía de la voluntad de los socios, principio que como analizamos, es fundamental en el desarrollo de la SpA. Dependerá, por lo tanto, de la capacidad que tengan los socios de prever conflictos y anticipar la multiplicidad de situaciones en las que puede verse enfrentados una sociedad en general y la unidad económica en particular.

⁴¹ Hass, J. (1996) Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness. *Michigan Law Review*, vol. 94 N°7, p.2100.

⁴² Díaz, A. (2016). Acerca de las Denominadas «Tracking Stocks». Disponible en gomezacebo-pombo: <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/acerca-de-las-denominadas-tracking-shares.pdf>.

⁴³Hass, J. (1996). Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness. *Michigan Law Review*, vol.94 N°7, p. 2114.

a. Dificultades para identificar el sector o la unidad de negocio

Si los accionistas no son cuidadosos al momento de establecer lo que se entenderá por la unidad de negocio, es indudable que podrán producirse conflictos. Como lo mencionamos en el capítulo anterior, el legislador no definió lo que se entiende por unidad de negocio, pudiendo tener un carácter amplio o reducido según lo que establezcan los accionistas. De este modo, si se identifica a la unidad con una rama amplia del giro, es más probable que se generen conflictos. Por ello la necesidad de la correcta delimitación de cada unidad: “A resolução do problema descrito terá de passar, inexoravelmente, pela previsão expressa e detalhada dos critérios adotados para identificação dos ativos e passivos que deverão ser imputados ao setor e das fórmulas a aplicar na repartição de créditos e débitos”⁴⁴. Por el contrario, si la unidad se individualiza específicamente, el riesgo de un conflicto se reduce considerablemente, como en el caso que se vincule la unidad de negocio a un local comercial en específico o un producto en particular.

b. Carencia de un órgano administrativo propio

Esta desventaja se deriva de las características de las acciones sectoriales, es decir, la división ad intra de la sociedad es solo económica, mientras que administrativamente todas las unidades se encuentran bajo la orden de un mismo órgano rector. Anteriormente mencionamos que ésta se trataría de una ventaja, pues permite el aprovechamiento de sinergias internas y abarata costos.

⁴⁴ Magina, J. (2012). *Tracking Stocks Uma ausência motivada pelo esquecimento ou pela rejeição?* Tesis para optar al grado de Magister. Universidade Católica Portuguesa. p.15: “La resolución del problema descrito tendrá que pasar, inexorablemente, por la previsión expresa y detallada de los criterios adoptados para identificación de los activos y pasivos que deberán ser imputados al sector y de las fórmulas a aplicar en el reparto de créditos y débitos” (traducción propia).

Sin perjuicio de ello, en esta ocasión lo analizaremos en el sentido contrario, pues al no tener los accionistas sectoriales un órgano de representación propio puede verse afectados sus intereses.

El directorio como órgano administrador de toda la sociedad, debe velar por el correcto desarrollo de ella en su totalidad, esta tarea se ve dificultada entre más series de acciones y unidades de negocio existan, de forma que lo que favorece a una unidad puede llegar a perjudicar a otra, poniéndose en duda sus decisiones por parte de los accionistas de la unidad de negocio afectada. Esta situación ya ha generado conflictos en el derecho comparado, donde en dos ocasiones la Corte de Delaware ha establecido que el Directorio no ha infringido el *duty of care* o debido cuidado al tomar decisiones en perjuicio de una unidad de negocio, aun cuando los miembros del directorio posean acciones ordinarias en la sociedad, siempre y cuando las decisiones miren al interés general de la sociedad, según Schnorbus:

“In these decisions Delaware courts have stated that a director's duty of care runs to the corporation and its shareholders as a body, rather than to any particular group of stockholders.” [...] “The Court of Chancery, however, dismissed the plaintiff's claim and stated that directors often must resolve conflicts among classes of stock, and the fact that a majority of the directors own more of one class than another would not necessarily implicate the directors' good faith and loyalty”⁴⁵.

Lo cierto será entonces, que los accionistas sectoriales no tendrán forma de protegerse de los actos de la administración de la sociedad que los perjudiquen, siempre y cuando dichos actos se enmarquen en el debido cuidado, los deberes de lealtad y fiduciarios del directorio.

Por otro lado, puede ocurrir que sea la junta de accionistas quien tome decisiones en perjuicio de la unidad pues el carácter accesorio de la unidad de negocio los deja en una situación desventajosa para defender sus intereses. Por todo ello es que el profesor Jeffrey J. Hass ha calificado a los accionistas de acciones sectoriales

⁴⁵ Schnorbus, Y. (2001). Tracking Stock in Germany: is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovations? *Penn law legal Scholarship Repository*, vol. 22 n°3, 564-565.

como ciudadanos corporativos de segunda clase⁴⁶, pues sus derechos políticos se ven mermados en comparación a los demás accionistas. Surge la duda sobre cuál sería el criterio para calificar el interés general de la sociedad cuando las unidades de negocio se encuentren en una situación similar y no de accesoriadad como usualmente ocurre.

Este problema puede ser solucionado de distintas formas, una solución podría ser que el voto se vincule al valor real de la acción, como lo que ocurre en las Targetted Stock y su derecho de voto fluctuante⁴⁷. De esta forma, los accionistas sectoriales tendrán un mayor o menor porcentaje de votos dependiendo del éxito o no de la unidad en el mercado. Sin embargo, esta solución no es satisfactoria en el caso que la unidad de negocio no tenga un gran valor de mercado, pues perderán todo derecho político en la sociedad y no podrán oponerse efectivamente a las decisiones que los perjudiquen. Además, como señalamos en el capítulo anterior, el voto fluctuante no sería admisible en nuestro ordenamiento jurídico.

Quizás una solución más adecuada y que se da en la práctica, sería que los accionistas de ordinarios gozaran en un determinado porcentaje de las utilidades de la unidad de negocio, a la vez que los accionistas sectoriales gozaran de un determinado porcentaje del resultado ordinario de la sociedad. De esta forma, el desempeño de la unidad y la sociedad en no les sería indiferente ni contrapuesto, alineándose la toma de decisiones en beneficio de la sociedad considerando la unidad de negocio⁴⁸. Otra solución eficiente, es la que nos plantea Alberto Díaz, quien sostiene la posibilidad de que los estatutos contemplaran que sobre determinadas decisiones que afecten la unidad (como podría ser la disolución de ésta), se necesite de un doble quórum, es decir, deben ser aprobadas por la junta ordinaria de socios y por los accionistas de la unidad de negocios o que gozarán de ciertos privilegios en materia de voto⁴⁹.

⁴⁶ Haas, J. "Fiduciary Duties of Tracking Stock Directors Under Delaware Law", Director's Monthly (Nat'l Assoc. of Corp. Directors), citado por Langer, S. (2002) Tracking Stocks. p.20

⁴⁷ Véase Capítulo I

⁴⁸ Vaquerizo, A. (2013). La emisión de acciones vinculadas a un sector de actividad de la sociedad emisora. Revista de Derecho de Sociedades, 2(41), 66-67.

⁴⁹ Díaz, A. (2016). Acerca de las Denominadas «Tracking Stocks». Disponible en [gomezacebo-pombo: https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/acerca-de-las-denominadas-tracking-shares.pdf](https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/acerca-de-las-denominadas-tracking-shares.pdf). Sobre esta materia el autor tiene dudas de la admisibilidad de dichas soluciones en el derecho español.

CAPITULO III

Uso de las Instituciones Introducidas por la Ley N.º 20.190 en el País⁵⁰

1. Estadísticas

La Ley N.º 20.190 introduce una serie de instituciones bastante novedosas en nuestro país, ello con el objetivo de incentivar el mercado de capitales de riesgo, entregando libertad a los socios de pactar una serie de cláusulas que en las sociedades anónimas serían consideradas ilícitas.

Así las cosas, partimos de la premisa base de que esta reforma legal es ambiciosa y muy útil para la práctica dinámica del derecho comercial actual, pero que lamentablemente, estos avances no han sido aprovechados de la mejor forma posible por quienes constituyen SpA. Partiendo de esta premisa, y con el fin de comprobarla de forma empírica, es que, con la colaboración con la Asociación de Notarios de Chile -a quienes extendemos nuestros agradecimientos- se logró levantar datos de distintas notarías ubicadas dentro de la ciudad de Santiago, basando nuestro trabajo en obtener la mayor cantidad de copias de constituciones de Sociedad por acciones en un periodo de tiempo que fluctuó entre enero del año 2016 y septiembre del año 2017⁵¹.

En concreto, las estadísticas presentadas a continuación, corresponden a una muestra de 965 escrituras públicas de constitución de Sociedades por Acciones, recopiladas en diversas notarías de Santiago de Chile⁵².

⁵⁰ La información de este Capítulo III corresponde a la elaborada en conjunto por los estudiantes del Taller de Sociedades por Acciones del año 2017, y el profesor guía Guillermo Caballero Germain, y en donde se muestran las estadísticas del uso de las diferentes cláusulas de las Sociedades por Acciones, además de un análisis estadístico general elaborado por todos los estudiantes del Taller. Mientras que la información del Capítulo IV es un producto de esta investigación, en donde se presentan los datos y estadísticas relacionados a la cláusula de dividendo por unidad de negocio

⁵¹ Se estableció este periodo de tiempo, debido a la disponibilidad del material en las distintas notarías que prestaron su colaboración con este proyecto

⁵² En específico, las notarías de Eduardo Diez Morello, Antonieta Mendoza Escalas, Félix Jara Cadot, Eduardo Avello Concha, Humberto Santelices Narducci, Patricio Zaldivar Mackenna.

Con ellas, se intenta verificar el uso de 17 cláusulas, que la Ley N.º 20.190 ha establecido de forma facultativa, dando potestad a los constituyentes sobre el uso y su incorporación dentro de la escritura social de constitución de Sociedades por Acciones. Teniendo como presupuesto base de investigación, que pese a que la Ley entrega mayor autonomía para constituir las sociedades, estos beneficios no han sido empleados en la práctica, prefiriendo adoptar un modo más tradicional de sociedad.

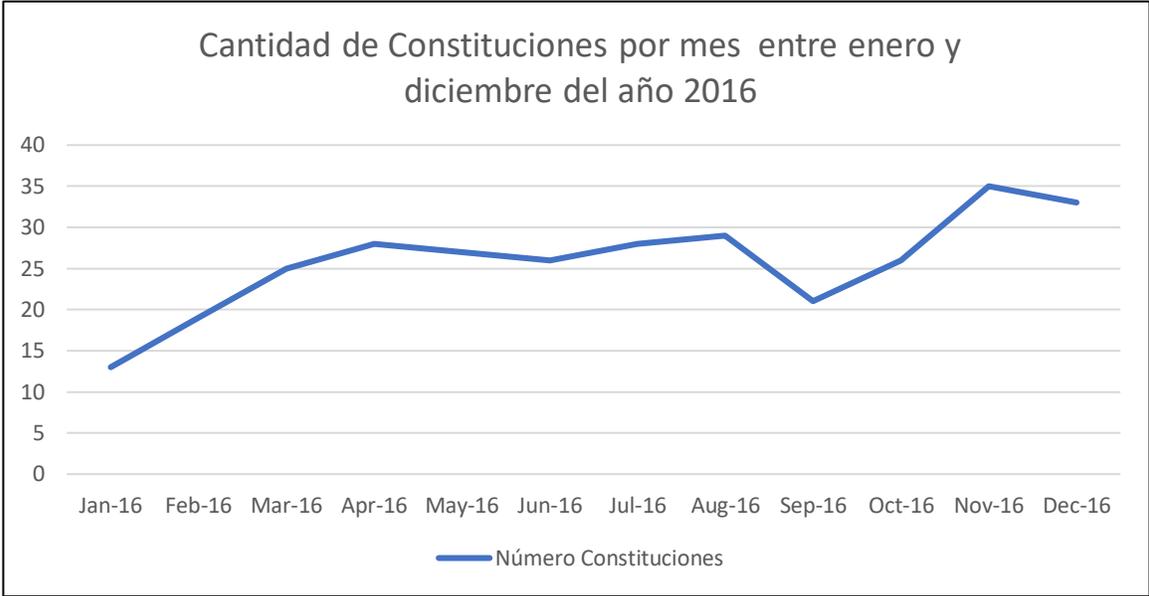
La metodología de trabajo consistió en analizar cada una de las escrituras de constitución verificando si en la práctica se incluían estas innovaciones al momento de formar la sociedad, generando así, datos por notarías sobre el uso real de dichas cláusulas. En consecuencia, poder estudiar en concreto cada una de ellas, generando información que nos permite realizar un balance, a lo menos en la Región Metropolitana, del uso de las innovaciones que trae consigo la nueva ley.

a. Notaría Eduardo Diez Morello:

La notaría Diez Morello se encuentra ubicada en el sector oriente de la ciudad de Santiago, cercano al límite de las comunas de Providencia – Vitacura – Las Condes, en donde se encuentran los focos de negocios más modernos e importantes del país, sector que alberga las empresas más grandes que tienen asiento en Chile, siendo un foco atractivo para nuevos emprendedores, por lo que se entiende la cantidad de datos que allí se pudieron levantar.

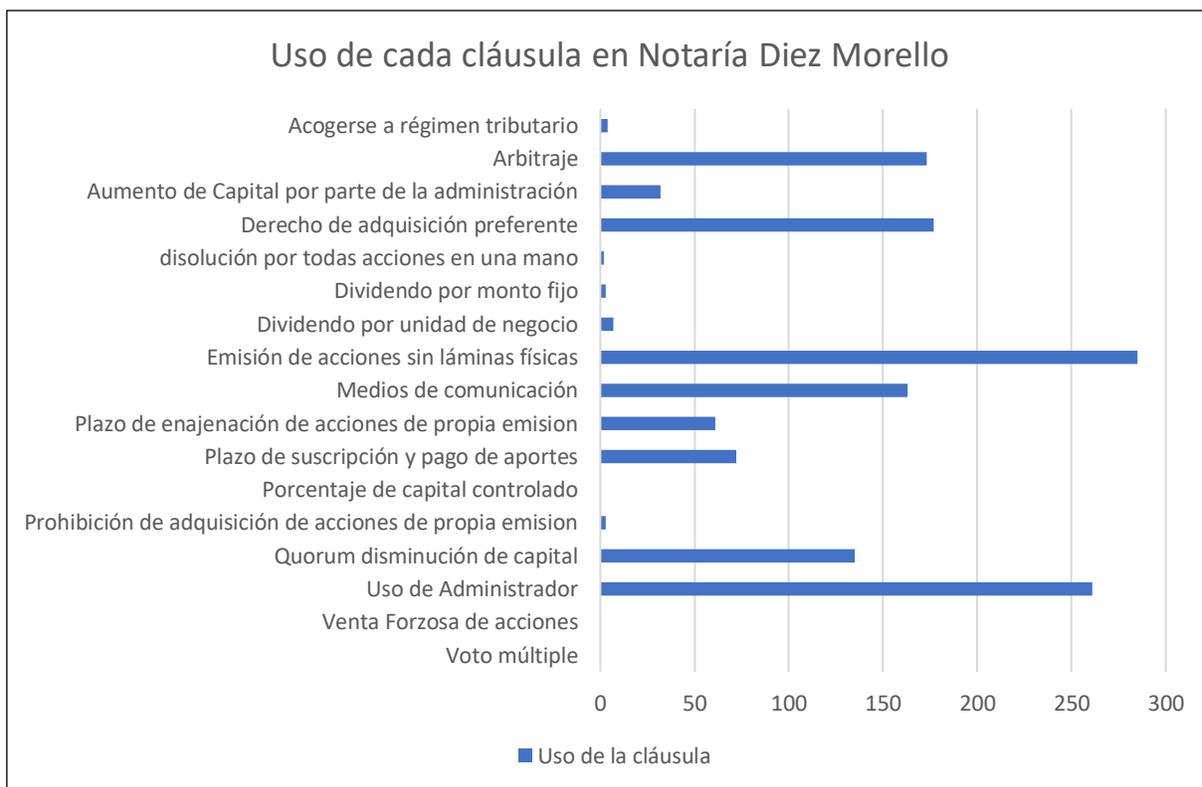
De la mencionada notaría se lograron recopilar 310 constituciones de sociedades por acciones, comprendidas en un espacio de tiempo de enero 2016 – diciembre 2016, lo que nos da un promedio de 25,8 constituciones ~~per mes~~

suscritas por escritura pública mensuales. Un número alto en comparación con los datos levantados en otras notarías, y que se explica fundamentalmente por la ubicación estratégica en que se encuentra en la ciudad.



Como se refleja en el gráfico anterior, existe un aumento sostenido de la cantidad de constituciones celebradas en el año 2016, terminando el año con más de 30 constituciones por mes, con un leve descenso en el mes de septiembre pero se explica por la cantidad de días feriados que tiene ese mes producto de las celebraciones propias de la fecha, pudiendo tomarse misma base para el número bajo de enero y febrero, ya que son meses de vacaciones de verano en el país, haciendo que el número de constituciones sea menor.

Al mismo tiempo, en esta notaría, respecto a las innovaciones ya señaladas, tomando las 17 que otorga la Ley N.º 20.190, los resultados fueron bastante dispares para cada una, teniendo unas cláusulas con un uso superior al 80% de las constituciones, y otras que simplemente no fueron utilizadas en ninguna de las 310 en estudio. De esta forma, los datos por cláusula son los siguientes:



Queda de manifiesto entonces lo señalado anteriormente, en cuanto la diferencia abismante que existe entre el uso de cláusulas como, "*la forma de administración a través de un administrador, y ya no un directorio*", o "*la emisión de acciones sin necesidad de emitir láminas físicas de las mismas*", las cuales superan el 80% de uso en esta notaría (84,19% y 91,94% respectivamente) siendo estas sin duda las más conocidas y utilizadas por los constituyentes y que representan quizás de una forma mucho más intuitiva y cercana que las innovaciones que entrega la mencionada Ley N.º 20.190.

b. Notaría Antonieta Mendoza Escalas:

Esta notaría sigue el mismo esquema presentado por la anterior, se encuentra ubicada en la comuna de Las Condes, en pleno barrio comercial del eje El Bosque – Calle Isidora Goyenechea - Avenida Vitacura, cercano por ende a

quizás el polo comercial más grande de Chile, donde circulan a diario miles de personas, por lo que el volumen de personas que circulan refleja la cantidad de constituciones que celebraron en esta notaría.

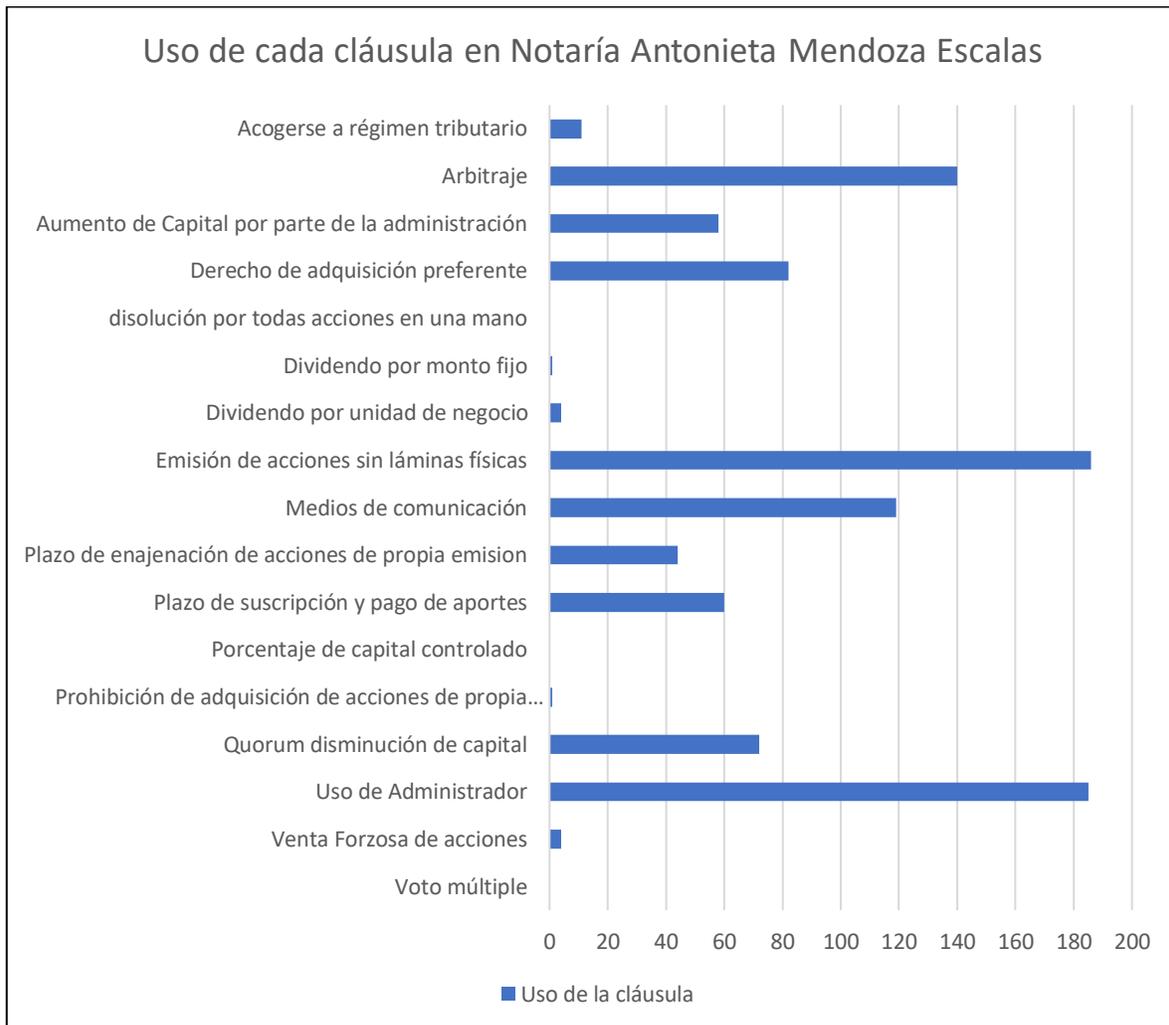
Luego de hecho el estudio, se recopilaron 221 constituciones que, comprendiendo el período de julio de 2016 a mayo de 2017, por lo tanto, un promedio de 20 constituciones por mes, dejando los siguientes datos específicos:



El gráfico señala las mismas características que la notaría anterior, en cuanto solamente al descenso del número de constituciones en época estival. Además, estadísticamente no es posible señalar un patrón de constituciones en el tiempo, en cuanto aumento o disminución del uso del tipo societario, teniendo cifras relativamente estables que se alteran solo en épocas de vacaciones de verano en el país.

Por otro lado, el uso de las innovaciones en esta notaría cumple las mismas premisas que la notaría Diez Morello, en cuanto la existencia de ciertas innovaciones que están asentadas en el uso societario actual, y otras que sencillamente no se utilizan o por lo menos en este estudio, no se pudieron

encontrar en ninguna constitución, así las cosas, los resultados fueron:



Del gráfico anterior, las conclusiones saltan a la vista, dejando a dos cláusulas por sobre el resto, con amplia diferencia entonces, en el uso societario actual, lo que coincide con la notaría anterior, en tanto a la "*emisión de acciones sin láminas físicas*" y el "*uso de administrador en vez de directorio*", ya que ambas obtuvieron porcentajes altísimos (84,16% y 83,71% respectivamente), y las razones consideramos que son similares a las anteriores, puesto que, son las innovaciones que más cercanía tienen en cuenta las personas constituyentes de la sociedad y que tienen efectos más a corto plazo en el inicio y duración de la sociedad.

c. Notaría Félix Jara Cadot:

La notaría Jara Cadot se encuentra ubicada en el centro de la ciudad, comuna de Santiago, específicamente en calle Huérfanos 1160. Dicha zona además de poseer grandes flujos de gente se encuentra a una cuadra del Conservador de Bienes Raíces de Santiago, en cuyo registro de comercio se requieren inscribir los extractos de las constituciones de las sociedades creadas, por lo que podría resultar ser una zona bastante estratégica.

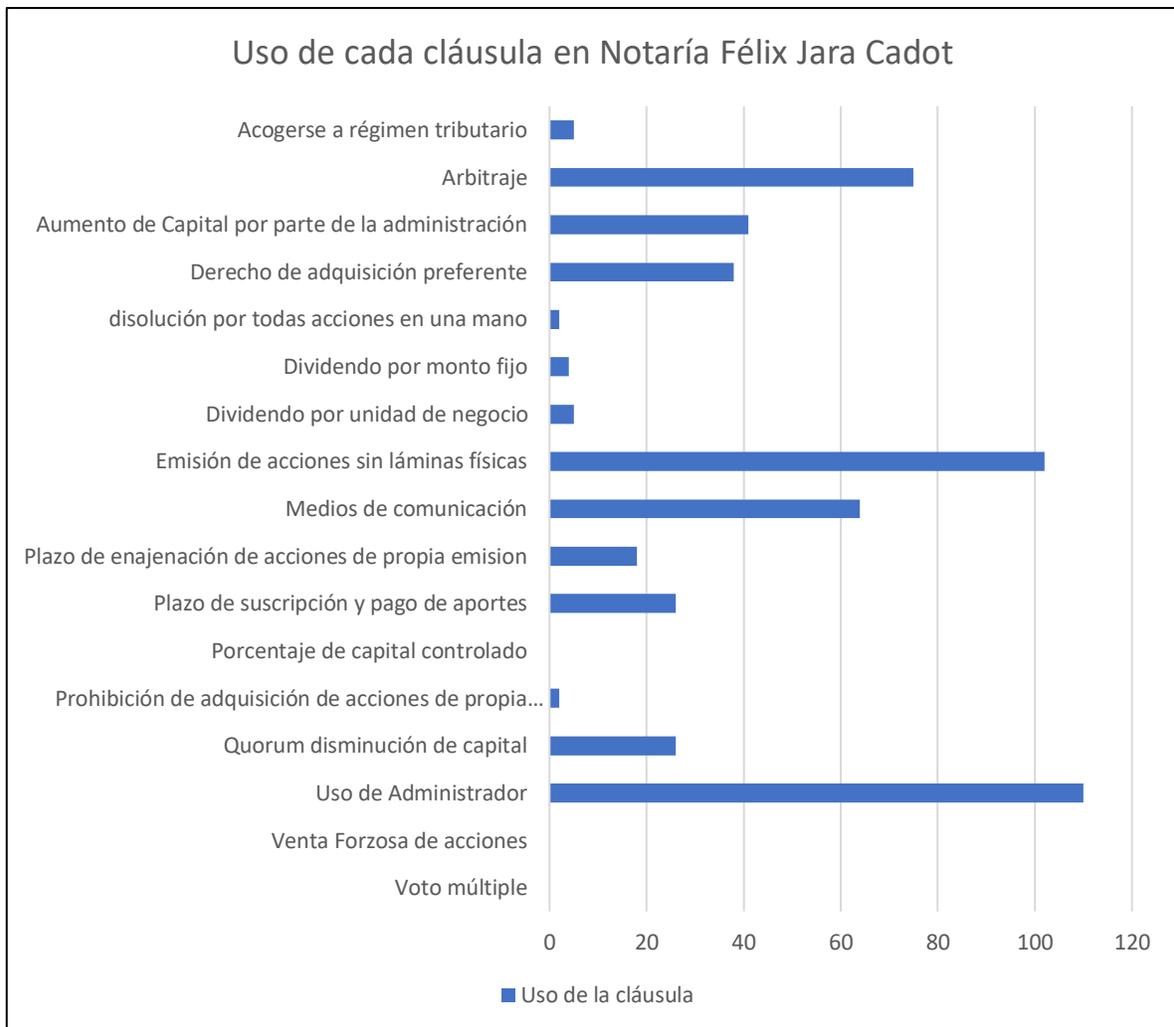
De la presente notaría se logró recopilar un total de 134 escrituras públicas de constituciones de sociedades por acciones, dentro de los meses de abril de 2016 a junio de 2017, lo anterior nos da un promedio aproximado de 9 constituciones por mes, que se dividen de la siguiente forma:



En el presente gráfico nos encontramos con un gran descenso en agosto de 2016 y aumento en mayo de 2017. Fuera de ellos se mantiene un promedio sostenido, con ligeros aumentos en el año 2017.

En cuanto al descenso de las constituciones también se podría ligar a los días feriados de dicho mes, como al periodo de vacaciones de invierno. Mientras que el aumento en mayo de 2017 podría incluso verse relacionado a temas tributarios por tratarse del mes posterior a la declaración y pago del impuesto a la Renta.

En cuanto a las innovaciones de las sociedades por acciones incluidas dentro de las constituciones llevadas a cabo en esta notaría, encontramos también la existencia de cláusulas de uso generalizado, mientras que otras caen en el desuso por parte de los accionistas, lo que podemos ver representado en el siguiente gráfico de barras:



Es así que nos encontramos con cláusulas que superan el 50% de aplicación como el caso de “Emisión de acciones sin láminas físicas” con un 78,3% y la cláusula de Arbitraje con un 55,9%. A dicho uso generalizado también podemos encontrarle motivos de conocimiento y cercanía con los accionistas, como también de facilidad en la aplicación de la cláusula y la existencia de cláusulas tipo que son usadas y simplemente repetidas de un estatuto a otro.

d. Notaría Eduardo Avello Concha:

La Notaría Eduardo Avello Concha, se ubica en Providencia, comuna perteneciente al sector oriente de Santiago, en la calle Orrego Luco, que por su emplazamiento entre las Avenidas Nueva Providencia y Andrés Bello recibe la concurrencia de un importante número de personas que transitan diariamente por este sector de visible carácter comercial y a la vez residencial.

En este Oficio notarial se logró recopilar la cantidad de 106 estatutos de constitución de sociedades por acciones, cantidad menor a la observada en otras notarias del mismo sector oriente, lo que puede explicarse dado el carácter dual, comercial y residencial, del área en que se encuentra ubicada este Oficio, que a diferencia de otras notarías del mencionado sector, no se halla emplaza cercana a alguno de los epicentros económicos donde se sitúan oficinas principales de las grandes empresas de nuestro país. Ha de considerarse que el tiempo de estudio comprendido en este caso es de 8 meses, entre agosto de 2016 y marzo de 2017, del que resulta un promedio de 13,25 constituciones mensuales. El siguiente gráfico da muestra de la cantidad de escrituras observada en cada uno de los meses de este rango de tiempo:

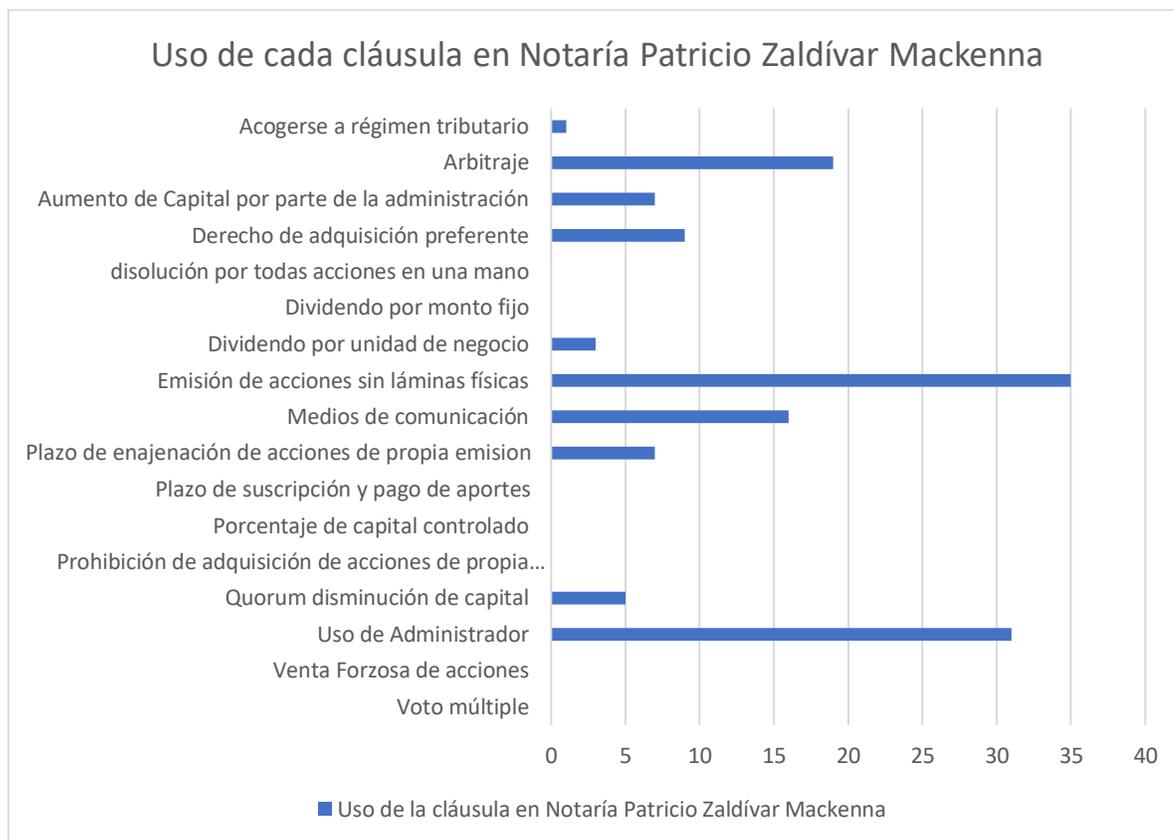


Este gráfico muestra que los meses del período en que más constituciones de sociedades por acciones se celebraron en esta notaría, con una cantidad de 22 y 23 constituciones respectivamente, son los meses de agosto y marzo del año 2016, mientras que, por otro lado, los meses en que menos se celebraron estos actos fueron octubre de 2016 y febrero de 2017, constituyéndose 6 sociedades de este tipo en el primero y sólo una en el segundo de ellos. Al igual que en otras notarías del sector se observa una baja en los meses estivales, lo que puede ser explicado a causa de que en este período del año gran parte de los habitantes de nuestro país se encuentran de vacaciones.

En este gráfico no se observa un patrón de constituciones en el tiempo estudiado, por cuanto el número de éstas varía mes a mes y en cantidad considerable muchas veces, como por ejemplo entre los meses de septiembre y octubre de 2016, en que se produce un descenso de 16 estatutos entre uno y otro mes, como así también entre febrero y marzo de 2017, donde se produjo un aumento de 13 constituciones.

Por otro lado, en cuanto al uso de las cláusulas que el legislador ofrece a los constituyentes, en el gráfico siguiente se puede observar que las más utilizadas corresponden a la de administración de la sociedad por parte de un administrador, la de emitir acciones sin necesidad de imprimir láminas físicas, y la de arbitraje, con porcentajes del 90,57%, 87,74% y 83,96% respectivamente. En el otro extremo, las cláusulas menos utilizadas, por menos del 10% de los constituyentes, son la que acoge un régimen tributario distinto a la regla general, con un 6,60% de uso, la de dividendo por unidad de negocios y de disolución de la sociedad por reunirse todas las acciones en una sola mano, con una utilización de 3,77% en ambos casos y, sin ser

utilizadas en ninguna de las constituciones del período, la de porcentaje de capital controlado, la de venta forzosa de acciones, la de voto múltiple, la de prohibición de adquisición de acciones de propia emisión, y la de dividendo por monto fijo.



La principal causa a la que puede atribuirse la utilización de las cláusulas que se observan en más alto porcentaje, al igual que en otras notarías, es que ellas se relacionan con la realidad inmediata de la sociedad una vez constituida, mientras que aquéllas cuyo uso se va haciendo necesario durante el desarrollo de la existencia de la sociedad por acciones son contempladas entre un 79% y un 10% de los casos. Por último, aquéllas que obedecen a fines más complejos y específicos que los accionistas consideran a la hora de constituir la sociedad sino en circunstancia

determinadas, como por ejemplo en el caso de los dividendos por monto fijo o por unidad de negocios, son las menos utilizadas.

e. Notaría Humberto Santelices Narducci:

Al igual que las Notarías Antonieta Mendoza Escalas, Eduardo Diez Morello y Eduardo Avello Concha, la notaria Humberto Santelices Narducci, se ubica en el sector oriente de Santiago, en la comuna de Las Condes y dentro de un importante polo comercial de la capital.

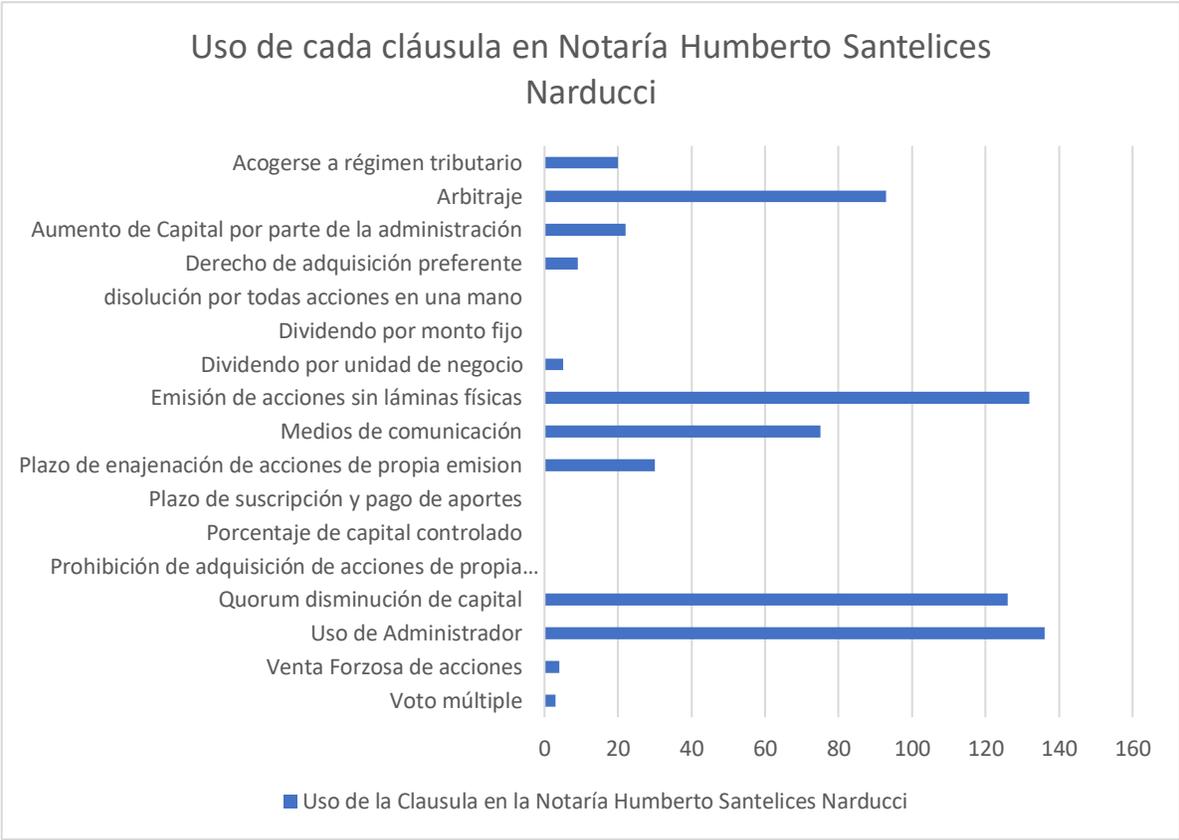
De esta notaria, pudimos recopilar 152 constituciones de Sociedades por Acciones, entre los meses de enero y principios de septiembre del 2017, con un promedio de 19 constituciones por mes, como se señala en el siguiente gráfico:



El gráfico es concordante con lo señalado con las demás notarias del mismo sector. Se puede ver un periodo de baja, correspondiente a los periodos estivales

de enero y febrero. La novedad la presenta el mes de septiembre, con solo 3 constituciones. Pero debemos aclarar a que ello se debe a que las constituciones analizadas en aquel mes solo llegan a los hasta los primeros 4 días.

Respecto al uso de las cláusulas, en la notaria Santelices Narducci se presenta el mismo fenómeno que en las otras notarias, el uso de ciertas cláusulas que se repiten en la gran mayoría de las constituciones y, por otro lado, un uso bajo o nulo de ciertas cláusulas. Ello se puede constatar en el siguiente gráfico:



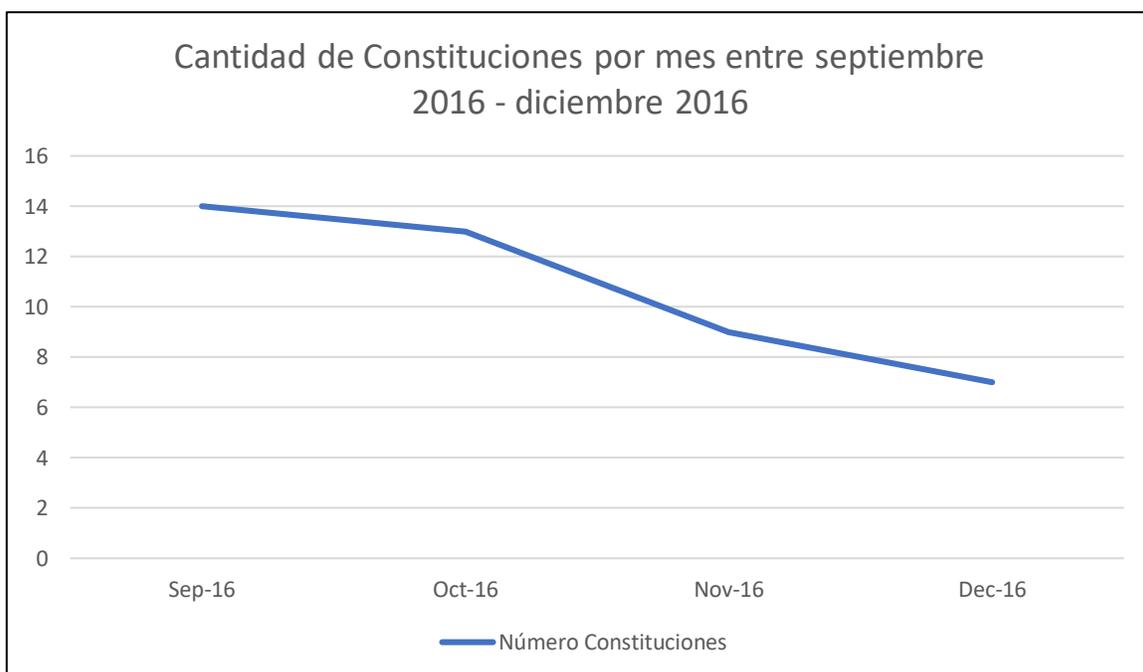
A simple vista podemos notar que la aplicación de las cláusulas de “uso de administrador en vez de directorio”, “emisiones de acciones sin láminas físicas” y “Quorum de disminución de capital”, fueron las cláusulas mayormente incorporadas, con un 87,47%, 86,84% 82,89% respectivamente. Mientras que cláusulas de “disolución por todas las acciones en una mano”, “dividendo por

monto fijo”, “prohibición de adquirir acciones de la propia emisión”, “voto múltiple” y “porcentaje de capital controlado” tienen una nula aplicación. Esto puede deberse, como se señaló en las anteriores notarias, a la cercanía que tienen los constituyentes a cláusulas con efectos inmediatos y cotidianos, como es la forma de administración y la emisión de acciones.

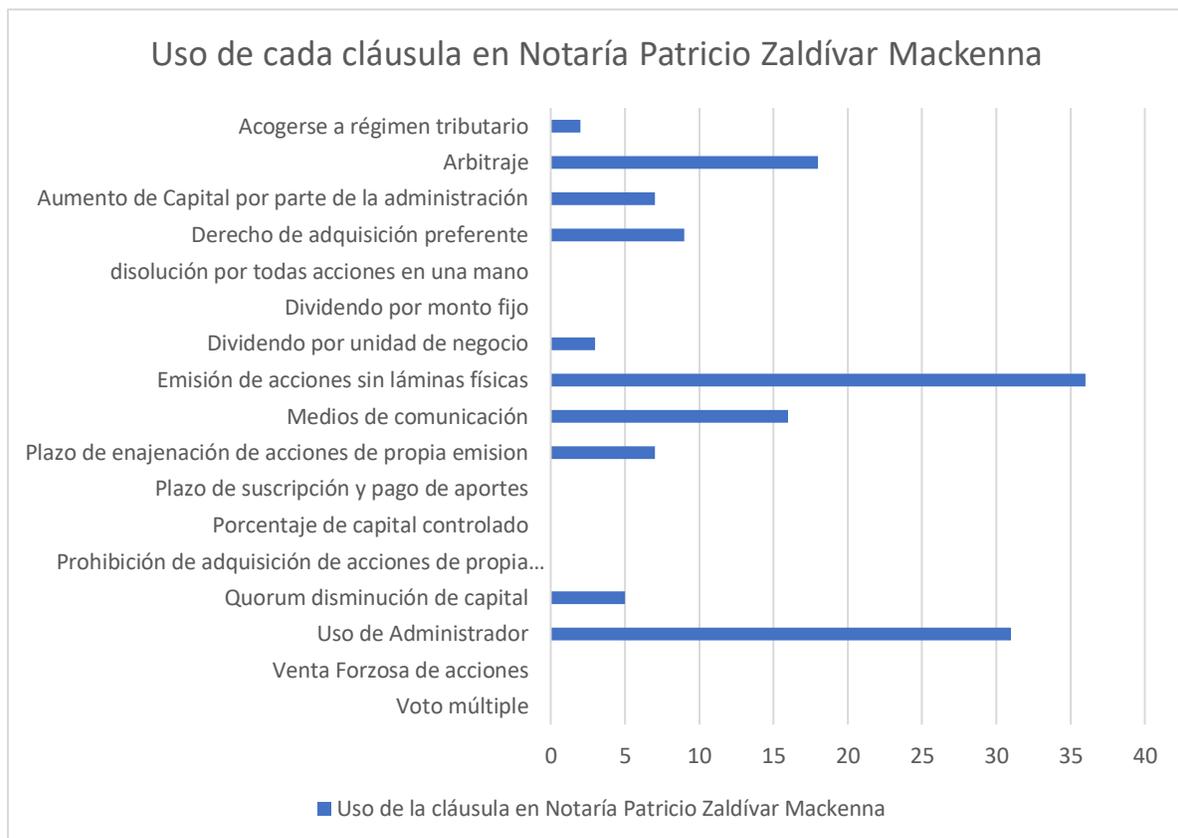
f. Notaría Patricio Zaldívar Mackenna:

Esta notaría se ubica en pleno centro de Santiago, a un costado del Palacio de Tribunales de Justicia de Santiago, en calle Bandera. Esta zona se caracteriza por ser una zona sumamente transitada y con numerosas oficinas de abogados.

De la notaría Patricio Zaldívar Mackenna se analizaron 43 constituciones de Sociedades, entre los periodos de septiembre a diciembre del año 2016. Dando un promedio de 11 constituciones por mes. Como se puede ver en el siguiente gráfico:



Si bien el número de constituciones analizado es inferior a las demás notarias, aquello no nos impide realizar un análisis de esto. El sentido decreciente en las constituciones puede deberse en este caso a razones de carácter práctico, aquello puede deberse a la conveniencia de no tener que practicar la debida declaración de impuestos por el año 2016, de esta forma:



Respecto al uso de las cláusulas, se continúa repitiendo la tónica de las demás notarías, donde hay cláusulas que se utilizan en el común de las constituciones y otras que prácticamente no se pueden apreciar, como se muestra en el gráfico a continuación:

Las cláusulas de nombramiento de administradores en vez de directorio y

la emisión de acciones sin láminas físicas fueron ampliamente las más utilizadas, con un 72,09% y 83,72% respectivamente. Existen varias cláusulas que presentan un 0% de aplicación. Las conclusiones, nuevamente se vinculan con a la inmediatez y a lo práctico de las cláusulas utilizadas a contrario de las poco o nada utilizadas que persiguen fines más sofisticados.

CAPITULO IV

Análisis De Datos: Dividendo Por Unidad De Negocio

Habiendo realizado el análisis macro del uso de las instituciones de la Ley N° 20.190 en el país, nos centramos en el análisis sobre el comportamiento de la cláusula de dividendo por unidad de negocio en la sociedad por acciones. Acorde a los datos recopilados en el capítulo anterior, podemos saber que esta cláusula tiene un uso bastante acotado. Es más, solo alcanza un uso del 3.21% del total de SpA analizadas.

Esta cifra resulta ser sorprendente en contraste a la historia de las acciones sectoriales, pues como sabemos, estas nacen en el seno de una práctica societaria y producto de necesidades corporativas, a pesar de que ninguna ley las reconociera. Por el contrario, nuestro país pareciese ser ajeno a esta práctica, ya que no se ve reflejada en los datos recopilados.

El desarrollo de este capítulo se estructurará en puntos. En primer lugar, analizaremos como se plasma la cláusula de dividendo por unidad de negocio en los estatutos de las sociedades objeto de esta muestra. En segundo lugar, analizaremos el uso de la institución y a los factores que pueden haber incidido en su baja utilización, para finalmente y a modo de síntesis, realizar una conclusión con conjeturas personales.

1. Análisis de la cláusula

Para realizar un análisis sobre el uso de la cláusula de dividendo por unidad de negocio, es necesario leer los respectivos estatutos sociales. De su lectura podemos notar dos cosas, la primera es que el dividendo por unidad de negocio usualmente se ubica a propósito de la distribución de utilidades. Lo segundo que notamos es que la redacción de las cláusulas poco varía una de otra.

Del análisis particular de cada uno de los estatutos que contienen la cláusula del dividendo por unidad de negocio, podemos señalar que, en casi todos los casos, estamos en presencia de una cláusula tipo, con variaciones mínimas entre una y otras y que pareciera ser más bien una réplica del artículo 443 del Código de Comercio. Además, notamos que más que una práctica real, se establece como una eventualidad y que dependerá de la administración la emisión de acciones sectoriales del dividendo por unidad de negocio. La cláusula suele presentarse de la siguiente manera:

“La sociedad podrá pagar dividendos provenientes de las utilidades de unidades de negocio o activos específicos de está, en cuyo caso deberá llevar cuentas separadas respecto de ellos y las utilidades sobre las que se pagarán dichos dividendos serán calculados exclusivamente sobre la base de esta contabilidad, sin importar los resultados generales de la sociedad. Por su parte la sociedad no computará las cuentas separadas para el cálculo de sus utilidades generales, en relación con pago de dividendos ordinarios o accionistas. Las ganancias provenientes de las unidades de negocio o activos separados que no sean distribuidas como dividendos se reintegraran a los resultados generales del ejercicio correspondiente”⁵³.

Esta cláusula tipo la encontramos en diversas sociedades y en todos los casos se exhibe la misma cláusula tipo; la emisión de acciones sectoriales siempre se establece como una facultad (de la administración o de la junta de accionistas), mas nunca como una realidad actual de la sociedad, es decir, en ninguna encontramos series de acciones vinculadas a una unidad o sector en específico. Sin embargo, de la generalidad de las cláusulas tipo encontramos una cláusula que nos llamó la atención:

“**OCTAVO:** (i) Los accionistas, con el voto unánime de los accionistas presentes en junta debidamente constituida, podrán pactar que la sociedad deba pagar dividendos provenientes de las utilidades de unidades de negocio o activos específicos de esta. (ii) En este caso deberá llevar cuentas separadas y las utilidades sobre las que pagarán dichos dividendos serán calculadas exclusivamente sobre la base de esta contabilidad, sin importar los resultados generales de la sociedad. Lo anterior de acuerdo a lo dispuesto en el artículo cuatrocientos cuarenta y tres del código de comercio. (iii) Para el efecto se emitirán acciones de distintas series, las que deberán ser suscritas y pagadas en la forma que determina la citada junta. Las citadas acciones solo tendrán

⁵³ Constitución Sociedad por Acciones “INMOBILIARIA E INVERSIONES TERRAMAYOR S.P.A”, (2016). 34ª Notaria Eduardo Diez Morello, Repertorio N° 5.095, Santiago. Escritura pública 3943.

derecho a voto en las materias relativas a los negocios o activos correspondientes”⁵⁴.

Para su análisis dividiremos la cláusula en tres partes:

- i. En la primera parte se establece el quórum especial necesario para poder pactarse las acciones sectoriales, a diferencia del resto de la cláusula tipo. En este caso se fija un mecanismo concreto para su emisión y que por lo demás es un quórum bastante alto, seguramente por el impacto que puede llegar a tener en una sociedad este tipo de acciones. Nótese que la redacción de la cláusula también establece la institución como una posibilidad y no como una realidad actual de la sociedad.
- ii. En la segunda parte se hace mención del artículo 443 del código de comercio, a la vez que se tratan los requisitos mínimos para la aplicación de las acciones sectoriales. Se hace referencia a la necesidad de llevar una contabilidad separada y que los accionistas sectoriales se paguen exclusivamente de las utilidades de la unidad, con independencia del resultado de la sociedad. Esta parte es la que se puede encontrar en las demás cláusulas tipo.
- iii. La tercera parte es la más interesante a nuestro parecer, pues limita los derechos políticos de los accionistas sectoriales a solo su unidad, sin poder ser considerado para la toma de decisiones de la sociedad en su conjunto, este tipo especial de votación se encontraría contemplada en el artículo 437 del Código de Comercio, el cual establece que se podrán contemplar series de acciones con derecho a voto limitada. Nada se dice sobre el derecho a voto de los accionistas ordinarios sobre la unidad, por lo que se debe entender que el derecho a voto de los accionistas ordinarios alcanza a las decisiones sobre la unidad de negocios. En este caso, podemos afirmar que los accionistas sectoriales se encuentran en

⁵⁴ Constitución Sociedad por Acciones “COSTA Y DE LA FUENTE SpA”, (2016). 34ª Notaria Eduardo Diez Morello, Repertorio N° 2.155, Santiago. Los paréntesis agregados por nosotros.

un pie de desventaja en relación con los ordinarios en cuanto a la toma de decisiones de la sociedad y al ejercicio de sus derechos políticos, siendo un claro ejemplo del por qué se les tacha de ciudadanos corporativos de segunda clase, de acuerdo con lo analizado en el capítulo II.

2. Porcentaje de Utilización

Como se mencionó al comienzo, del total de sociedades analizadas apenas el 3.8% incluyó una cláusula dividendos a una unidad de negocio o activo específico dentro de la sociedad, siendo esta una cifra bastante menor en comparación a otras cláusulas que también fueron introducidas por la Ley N° 20.190.

Cabe hacernos la interrogante del porqué su baja aplicación en nuestro país, siendo que existen buenos incentivos para su uso, como hemos visto en el derecho comparado. Ante esta situación se pueden hacer distintas conjeturas sobre porqué se produce. Por nuestra parte, elaboraremos cuatro factores que creemos que inciden en la baja cifra total recogida en nuestra investigación:

- i. La muestra recogida se basa en constituciones de sociedades que no datan de hace más de un año, siendo que, por las características de las acciones sectoriales, éstas suelen emitirse en sociedades con trayectoria, ya sea para adquisición, división o como un mecanismo alternativo de financiamiento. Por ello, no sorprende que de la totalidad de sociedades que contemplan al dividendo por unidad de negocio, ninguna la establece como una práctica real al momento de la constitución de la sociedad, sino como una facultad de la sociedad o de la administración. En consecuencia, si el levantamiento de datos se realizara en sociedades ya consagradas en el mercado y no en constituciones de sociedades con trayectoria de menos de un año, la cifra podría aumentar. Sin embargo, realizar una investigación de ese tipo

presenta distintos problemas prácticos difíciles de sortear, y que superan con creces los fines de esta investigación.

- ii. Muchas de las ventajas de las acciones sectoriales se vinculan a las sociedades que cotizan en el mercado de valores, es decir, las sociedades anónimas abiertas. No es algo que sorprenda, siendo que precisamente estas acciones nacen fruto de prácticas de grandes sociedades anónimas abiertas y no en sociedades por acciones o sociedades anónimas cerradas.
- iii. La aplicación de las acciones sectoriales es un fenómeno bastante nuevo en el mundo y aún más en nuestro país. La inclusión de esta institución en la Ley N° 20.190 no vino a constatar una realidad en la práctica societaria chilena sino más bien a incentivarla, por lo que es normal que a pocos años de la publicación de esta ley aun exista poca información y gran desconfianza en esta institución. A medida que la doctrina nacional discuta todas las nuevas instituciones incorporadas por la mencionada ley, y en particular la del 443 del código de comercio, la aplicación de la cláusula podría subir.
- iv. La emisión de acciones sectoriales es una herramienta específica y que no toda sociedad puede aprovechar. La sociedad debe tener cierta envergadura para que sea conveniente para ella separar el negocio en al menos dos unidades, o por último ser una empresa suficientemente exitosa como para ser asegurar a los accionistas de la unidad de negocio de que sus utilidades efectivamente se pagarán al no tener pérdidas acumuladas en el giro principal. Aquello se torna complejo en un país donde, según datos del Ministerio de Economía Fomento y Turismo, las grandes empresas solo representan el 3,2% del total del universo de las empresas, y de aquellas solo el 10,2% se dedican a los sectores primarios y secundarios de la economía⁵⁵, considerando que las acciones sectoriales nacieron en sociedades como General Motors o USX Corporation, ambas sociedades

⁵⁵ Ministerio de Economía Fomento y Turismo. (2017). Informe de Resultado: Empresas en Chile.

que se dedican a la industria. Si bien no son presupuestos necesarios para que se puedan estipular los dividendos por unidad de negocio, el tamaño de la empresa y su sector económico sí suelen jugar un rol importante en el derecho comparado para la utilización de la cláusula en cuestión.

3. Conclusiones de los datos analizados

Pareciera ser que el legislador, en su afán por incentivar el mercado de capitales de riesgo incluyó esta institución sin consideración de la realidad del mercado chileno, suponiendo que la sola inclusión del artículo 443 bastaría para replicar los casos norteamericanos y europeos. Lo cierto es que las tracking stocks nacieron como una herramienta bursátil de las grandes empresas en Estados Unidos de América siendo esta una realidad que, por el momento, se encuentra bastante alejada a la nuestra. Además, las acciones sectoriales no pueden sacar todo su provecho en sociedades que no operan en el mercado de valores ni tampoco de sociedades que no tienen un cierto tamaño y complejidad.

Podemos aventurarnos y sostener que quizás hubiese sido mejor la incorporación de la institución en las sociedades anónimas, de forma de obtener su máximo potencial y siendo posible, de todas formas, la aplicación de las acciones sectoriales en la SpA en base de la autonomía de la voluntad y del artículo 424 del código de comercio, el cual establece la aplicación supletoria de las normas de las sociedades anónimas cerradas. A pesar de todo, nada impide que la cláusula sea provechosa para las sociedades por acciones, ya sea para adquirir, evitar la escisión, o como un medio de fidelización de trabajadores.

CONCLUSIÓN

Como dijimos en un principio, el objetivo de la Ley N. ° 20.190 fue incentivar el mercado de capitales de riesgo, y para dicho fin se realizaron una serie de modificaciones a la vez que se introdujo la sociedad por acciones como un tipo de sociedad de capital flexible y dinámica. Uno de los aspectos que se incluyó en la mencionada ley fue la posibilidad de que los dividendos de la unidad de negocio se repartieran preferentemente a los accionistas de una unidad de negocio o activo específico de la sociedad, siempre y cuando se llevara una contabilidad separada, siendo una división solo interna, pues para terceros solo habrá una sociedad y un patrimonio.

En el desarrollo doctrinal de las acciones sectoriales o tracking stocks pudimos darnos cuenta de que se trata de una institución originada en EE. UU, en el marco de los mercados de valores, donde las sociedades anónimas constantemente están buscando alternativas financieras, naciendo de esta forma el dividendo por unidad de negocio de una práctica bursátil sin necesidad de que ninguna ley la reconozca expresamente, pues se encuentra dentro de la autonomía societaria.

Como sabemos, este no es el caso de Chile, pues no nació producto de una práctica ni de una realidad comercial, si no que fue el legislador quien introdujo esta facultad expresamente en el artículo 443 del Código de Comercio, similar a lo sucedido en Italia el año 2007. Sin embargo, las características de las acciones sectoriales son similares, con independencias del país de origen y si se encuentran o no reconocidas positivamente. A su vez, fuimos capaces de identificar dos claros tipos de acciones sectoriales, las Letter Stock y las Targetted Stock, siendo las primeras las únicas que nuestro ordenamiento podría admitir, pues las Targetted Stocks precisan del voto fluctuante, cuestión sumamente cuestionable en nuestro ordenamiento jurídico.

La implementación de las acciones sectoriales tiene múltiples ventajas en las sociedades comerciales y que no pueden ser vistas en otras alternativas financieras, potenciando las sinergias internas y el aprovechamiento del mercado interno como a la vez incentivan los canales de información de los accionistas de la sociedad, pues al

existir una doble contabilidad se produce una mayor transparencia y acceso a la información que crea un ambiente propicio a la inversión.

Por otro lado, las acciones sectoriales plantean numerosos desafíos, donde la mayoría deriva de la rivalidad que se genera entre los distintos tipos de accionistas que convergen en una sociedad, donde se puede llegar a producir discrepancias entre los distintos tipos de sociedad perdiéndose en consecuencia el fin común de la sociedad en su conjunto. Ante esto se han planteado distintos métodos de solución y que dependerán principalmente de lo que pacten los socios en virtud de la autonomía de la voluntad. Lo importante es la capacidad que los accionistas de disminuir las desventajas de los accionistas sectoriales para no ser considerados ciudadanos corporativos de segunda clase, al no contar con una mayoría de votos ni representantes ni directores propios de su unidad.

De la investigación realizada en distintas notarias, donde se analizaron más de 900 constituciones de sociedades, pudimos notar que el uso de las instituciones incorporadas por la Ley N.º 20.190 no es homogéneo. Los socios constituyentes optan por una utilización mayor de aquellas cláusulas más ligadas a lo cotidiano de la sociedad, como son la administración, la emisión de acciones sin laminas físicas, los medios de comunicación. Por el contrario, el voto múltiple, el porcentaje de capital controlado, la venta forzosa de acciones, el porcentaje de capital controlado, el dividendo por monto fijo o por unidad de negocio, son cláusulas casi sin uso en el país, ya que se tratan de cláusulas más específicas y que apelan a una organización societaria más compleja.

En este sentido, el análisis sobre el uso del dividendo por unidad de negocio en nuestro país nos expuso que solo tuvo una presencia del 3.21% del total de constituciones analizadas, un muy bajo porcentaje en comparación a otras cláusulas. Uno de los elementos más interesante a destacar y que se desprende de análisis de la primera parte del trabajo, es que precisamente el dividendo por unidad de negocio se ha creado y desarrollado en el área del mercado de valores, específicamente en las sociedades anónimas abiertas.

Este último punto nos lleva a cuestionarnos el uso del dividendo por unidad de negocio en la sociedad por acciones, siendo una sociedad que no cotiza en la bolsa, por lo que no puede obtenerse el máximo potencial del dividendo por unidad de negocio.

BLIBLIOGRAFÍA

1. Bianchi di Giulio, L & Bruno, F. (2009) Dalle tracking shares alle azioni correlate: brevi riflessioni sull'esperienza domestica italiana. *Rivista di Diritto Bancario*. pp.1-19.
2. Billett, M. & Vih, A. (2004). The Wealth effects of Trackings Stock Restructurings. *The Journal of Financial Research*, 27(4), pp.559-589.
3. Borek, C. (1994). Corporate Taxation's Square Peg: An Analysis of Possible Solutions to the Problem of Characterizing "Tracking Stock" for Tax Purposes. *Catholic University Law Review*, 43, pp.1107-1125.
4. Chemmanur, T. & Paeglis, I. (2001). Why Issue Tracking Stock? Insights from a Comparison with Spin-Offs and Carve-Outs. *Journal of Applied Corporate Finance*, 41(2), pp.102-114.
5. Cucinella, G. (2003). Riflessioni sparse sulla nuova disciplina dei patrimoni destinati ad uno specifico affare. *Rivista di diritto dell'economia, dei trasporti e dell'ambiente*, 1, pp.125-136.
6. Danielova, A. (2008). Tracking Stock or Spin-off? Determinants of Choice. *Financial Management, Forthcoming*, 37, pp.129-135.
7. Díaz, A. (2016). [online] www.gomezacebo-pombo.com. Disponible en: <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2018/03/acerca-de-las-denominadas-tracking-shares.pdf> [Accessed 7 Nov. 2018].
8. Duprat, D. (2011). Tracking stocks (acciones vinculadas). *Doctrina Societaria y Concursal*, (279), pp.207-212.

9. Faraci, M. (2014). *Le Azioni correlate*. Tesis para optar al grado de Doctorado. Universidad de Estudios de Palermo, pp. 1-108
10. Herrera, L (1996) "Acciones Preferentes de Sociedades Anónimas" Colegio de Abogados de Chile A.G., pp.1-47.
11. Hass, J. (1996). Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness. *Michigan Law Review*, 94(7), pp.2089-2177.
12. Jara, A. (2007). Sociedades por Acciones, Ley 20.190. *Revista Chilena de Derecho*, (Vol. 34 N.º 2), pp.381-390.
13. Langner, S. (2002). Tracking Stocks disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=302173> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302173>
14. Magina, J. (2012). *Tracking Stocks Uma ausência motivada pelo esquecimento ou pela rejeição?* Tesis para optar al grado de Magister. Universidade Católica Portuguesa.
15. Marais, W. (1997). Legal Considerations for a Targeted Stock Issue in South Africa. *South African Mercantile Law Journal*, 9, pp.124-137.
16. Ministerio de Economía Fomento y Turismo. (2017). Informe de Resultado: Empresas en Chile
17. Molina, C. (2011). Tracking stocks (acciones "sectoriales") en sociedades anónimas. *Revista La Ley*, [online] pp.1-20. Disponible en: http://works.bepress.com/carlos_molina_sandoval/40/ [Acceso 7 Nov. 2018].
18. Pastor, C. (2016) "Modernización del Derecho Societario" *Revista lux et Praxis*, 22(1), pp. 569-578.

19. Puga, J. (2011). *Del Procedimiento Concursal de Liquidación*. 4ta ed. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, pp.618-625.
20. Puga, J. (2011). *La Sociedad Anónima y Otras Sociedades por Acciones en el Derecho Chileno y Comparado*. 1st ed. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, pp. 699-709 y 725-735.
21. Riforma organica della disciplina delle societa' di capitali e societa' cooperative (2003). italia.
22. Sandoval, R. (2014). *Reorganización y Liquidación de Empresas y Personas*. 7ta edición. Santiago: Editorial Jurídica de Chile. p.321-325.
23. Schnorbus, Y. (2001). Tracking Stock in Germany: is German Corporate Law Flexible Enough to Adopt American Financial Innovations? *Penn law legal Scholarship Repository*, 22(3), pp.541-634.
24. Vaquerizo, A. (2013). La emisión de acciones vinculadas a un sector de actividad de la sociedad emisora. *Revista de Derecho de Sociedades*, 41, pp.59-108.