



## Sociedad Anónima Simplificada. Capital social, prima de emisión, clases de acciones, voto plural, derecho de suscripción preferente: ¿Se aplica la LGS?

Pablo A. VAN THIENEN  
Iván DI CHIAZZA

### **I. Introducción**

El nuevo tipo societario creado por la Ley de Emprendedores N° 27.349 intenta ser un novedoso canal de inversión que permita a los empresarios acceder a financiación de largo plazo mediante aportes de capital, suscripción y emisión de acciones. Hasta aquí nada muy diferente al modelo que nos propone la sociedad anónima (“SA”) regulada en la ley 19.550 (“LGS”). Hace casi medio siglo la SA también fue pensada por el legislador para captar grandes capitales y servir como canal de inversión, hasta incluso hacer oferta pública del capital; hecho que queda reflejado en un minucioso marco normativo destinado a regular el “capital social y las acciones”. A este tipo societario pensado para los grandes capitales la doctrina lo ha calificado como “*intuito rei*” donde le persona del inversor pasa un segundo plano adquiriendo especial relevancia el capital como fuente de financiación. Lo que importa en la SA no es la

persona sino el capital. Esta realidad pronto se convirtió en dogma y los hechos terminaron demostrando que la SA sirvió tanto para los grandes capitales como para el pequeño emprendedor. De hecho, quienes decidían emprender un negocio con la visión de hacerlo crecer, expandir y hasta incluso llevarlo más allá de las fronteras jamás pensaron en echar mano al tipo SRL para canalizar sus inversiones, sino que, el modelo utilizado ha sido, la SA.

A partir de la Ley de Emprendedores irrumpe entre nosotros la Sociedad por Acciones Simplificada (“SAS”) como nuevo tipo societario que busca servir de canal de inversión y que permita a los emprendedores bajar los altos costes de transacción que tiene constituir y operar una SA en la República Argentina, sumado al complejo marco normativo cargado de normas imperativas.

El mercado ha recibido la SAS con alegría, esperanza y beneplácito. Siempre es bienvenida toda iniciativa parlamentaria que tiendan a facilitar la creación de negocios, canalizar las inversiones y reducir los costes de transacción. En definitiva esa es una de las misiones sociales del derecho y la economía. Sin embargo, el desafío al que nos enfrenta la ley SAS es tratar de no cometer el mismo error que hemos cometido con la SA donde fuimos testigos de la mutación genética que ha sufrido este tipo societario en los últimos cuarenta años. Lo cierto es que si a la SAS le aplicamos muchas de las normas que hoy regulan la SA el mercado pronto caerá en la siguiente tentación: *“más vale malo conocido que bueno por conocer”*

Van aquí nuestras reflexiones:

## **II. El capital social de la SAS y el derecho supletorio de la LGS.**

Si nos tomamos el trabajo de analizar con cuidado el Capítulo III (del “Capital Social y Acciones”) comparándolo con el Capítulo IV (de la “Organización de la Sociedad”) de la ley SAS, el primer dato que salta a la vista es el siguiente: entre ambos capítulos hay una prelación normativa diferenciada. En efecto, para la organización interna de los órganos de administración, gobierno y fiscalización la ley fija la siguiente prelación normativa: en primer lugar la ley SAS, en segundo término los estatutos societarios y por último la LGS (en particular las normas de la SRL). En cambio, cuando el artículo 40 de la ley SAS regula el capital social éste omite todo tipo de prelación

normativa obligando al intérprete a tener que aplicar el orden de prelación expresamente previsto en el artículo 33. El vacío del artículo 40 no sólo es llamativo sino muy sugestivo.

Parece indiscutible que respecto del capital social y las acciones muy poco margen le queda a la autonomía de la voluntad para la creación de nuevas figuras de financiación de largo plazo que permitan ser innovadores a la hora de diseñar instrumentos financieros vinculados al capital social. A nuestro modo de interpretar el Capítulo III de la ley SAS la aplicación supletoria de la LGS parece inconvencional, y que esta función supletoria tiene prelación respecto del instrumento constitutivo, quedando la autonomía de la voluntad relegada a un tercer puesto luego de la ley SAS (ley especial) y la LGS (ley supletoria). Basta revisar los artículos 962 y 963 del texto refundido del Código Civil y Comercial para darnos cuenta de esto que afirmamos.

Si este es el modo de interpretar el Capítulo III observamos que la autonomía de configuración contractual corre serio riesgo de quedar cristalizada cuando de capital social y acciones se trata. Un dato preocupante si consideramos que el tipo SAS ha dado a luz con el objetivo de dotar a los inversores con una nueva herramienta novedosa que les permitiera canalizar flujos de capital escapando al modelo rígido e imperativo de la SA. Llama la atención pero un tipo societario que se muestra novedoso, innovador y disruptivo termina atrapado bajo las garras del derecho imperativo del tipo SA. Y sí, es preocupante!

Sigamos reflexionando un poco más ...

(i) *El aumento de capital. ¿Cuál es el órgano competente para decidirlo?*

La ley SAS expresamente dice lo siguiente *“los socios pueden al momento de decidir el aumento definir las características de las acciones a emitir, indicando las clases y otros requisitos”*. (vid., artículo 44). Lo cierto es que esta norma no agrega nada nuevo bajo el sol y la propia LGS ordena que los aumentos de capital deben decidirlo los accionistas debiendo hacerlo en asamblea ordinaria o extraordinaria dependiendo de que el aumento de capital supere (o no) el quíntuplo estatutario.

O sea, dependiendo de que se incorpore la cláusula del quíntuplo al instrumento constitutivo de la SAS, el aumento de capital deben resolverlo los socios con el quórum

y las mayorías previstas (supletoriamente) para las asambleas ordinarias y extraordinarias de la LGS. Esto quiere decir que la “cláusula del quíntuplo” sigue teniendo en la SAS un peso específico y estratégico tan importante como lo tiene actualmente para la SA y la SRL. No habría mayores novedades en este sentido.

Sin embargo, el artículo 49 de la ley SAS nos dice lo siguiente: “*Los órganos de administración, gobierno y fiscalización, en su caso, funcionarán de conformidad con las normas previstas en esta ley, en el instrumento constitutivo y, supletoriamente, por las de la sociedad de responsabilidad limitada y disposiciones generales de la Ley General de Sociedades, 19.550 (t.o. 1984)*”. Este dispositivo normativo encierra un típico marco de prelación normativa donde el instrumento constitutivo prevalece sobre la LGS quedando aquí en segundo lugar entre la ley SAS y la LGS. Está claro por lo tanto que respecto del funcionamiento de los órganos societarios la intención del legislador ha sido clara: relegar la LGS a un tercer puesto dándole mayor espacio a la autonomía de configuración contractual. Siendo esto así, parece que el quórum y la mayoría para resolver el aumento de capital queda en manos del acto constitutivo; o sea, en poder de los socios.

Esta conclusión nos lleva a formular la siguiente pregunta clave: ¿Pueden los socios dejar de lado normas imperativas de la LGS? Y diremos más, ¿las normas que rigen el quórum y la mayoría son imperativas? Para responder la primera de las preguntas es necesario hacernos cargo de la segunda.

Los artículos 962, 963 y 964 del Código Civil y Comercial nos remiten a dos tipos de normas: las “supletorias” y las “indisponibles”. Éstas últimas son las normas que las partes no pueden derogar por acuerdo conocidas entre nosotros como normas “imperativas”; pero lo cierto es que la inderogabilidad de una norma tiene que ver con el interés jurídico tutelado que, a la vez nos dice si la inderogabilidad es de orden público o de orden privado. Recordemos que los derechos privados y patrimoniales son transables y por sobre todo, renunciables. Recordemos además que la facultad de transar un derecho privado, e incluso renunciarlo, siempre ha gozado de reconocimiento tanto por el código velleciano como por el Código Civil y Comercial.

Este razonamiento nos lleva a la necesaria indagación del interés jurídico tutelado detrás de la norma para desde allí conocer si la imperatividad normativa (en nuestro caso *indisponibilidad*) es de orden público, o no. De la respuesta que nos demos a

esta pregunta dependerá la capacidad de los socios para derogar una norma imperativa de la LGS.

La autonomía de la voluntad consagrada en el artículo 958 del nuevo código contiene la siguiente fórmula: *“Las partes son libres para celebrar un contrato y determinar su contenido”*. Pero agrega ... *“dentro de los límites impuestos por la ley, el orden público, la moral y las buenas costumbres”*. O sea, una suerte de libertad condicionada donde no se entiende muy bien cuáles son “los límites impuestos por la ley”. Si comparamos el artículo 958 del nuevo código con el artículo 1197 del código veleniano salta a la vista la diferencia. Mientras éste reconocía la libertad de configuración contractual sin condiciones ni cortapisas, la actual versión del artículo 958 fija un límite complejo y difuso pues no nos dice a qué ley se refiere cuando dice *“límites impuestos por la ley”*. ¿Ley imperativa? La respuesta es afirmativa. Pero la duda que nos genera esta respuesta es otra: ¿imperativa de orden público?, ¿imperativa de no orden público?

Frente a estas dudas adquiere especial relevancia descifrar el interés jurídico tutelado detrás de la norma imperativa puesto que está claro que el límite de la ley debe ser, necesariamente, el límite impuesto por la ley imperativa de orden público. Sostener lo contrario significa lisa y llanamente la partida de defunción y la aniquilación de la autonomía de configuración contractual. Semejante interpretación contradice el espíritu liberal del nuevo código.

Concebida la SAS como la *“sociedad-contrato”* es indiscutible que las normas sobre contratos e interpretación de los negocios contractuales prevista en el código civil y comercial son de plena aplicación al acto constitutivo de la SAS, y sirven como fuente de interpretación de la ley especial y de la LGS como ley supletoria.

(ii) *¿Cuál es el quórum y la mayoría para decidir un aumento de capital?*

Todos sabemos que bajo la LGS todos los aumentos de capital deben decidirse por asamblea extraordinaria, salvo cláusula del quíntuplo. Esto quiere decir que el aumento de capital es percibido por la LGS como negocio extraordinario y por lo tanto exige un tratamiento extraordinario. Está claro que la asamblea de accionistas es el órgano competente para llevar adelante un aumento de capital y consecuente emisión de acciones. La LGS fija el piso del quórum y las mayorías para la primera y segunda

convocatoria en las asambleas ordinarias como extraordinarias. El legislador prestó especial atención a este punto pues entendió que, a través de estas normas tuitivas se buscaba equilibrar el poder entre mayorías y minorías.

La pregunta de fondo consiste en descifrar si las normas de la LGS que regulan el quórum y la mayoría son normas imperativas de orden público. Y para ello debemos responder la siguiente pregunta: ¿Cuál es el interés jurídico tutelado detrás de las normas que regulan el quórum y la mayoría en las asambleas? Si la respuesta a esta pregunta escapa al orden público, la moral y las buenas costumbres, entonces parece que la respuesta que podemos ensayar es la siguiente: las normas que regulan el régimen de quórum y mayoría sólo tutelan intereses privados y patrimoniales, y que sólo tienen que ver con buscar un equilibrio de poder dentro de un contrato asociativo.

Al final de cuentas fijar el piso del quórum constitutivo, o el piso de la mayoría necesaria para decidir tal o cual tema, no deja de ser un mecanismo diseñado por el legislador destinado a balancear el poder dentro de un contrato. O sea, a primera vista no vemos en la tutela de estos derechos ninguna clase de orden público involucrado adoptemos la postura clásica del maestro Joaquín Llambías o la de Guillermo Borda, ambas teorías nos conducen al mismo resultado.

En el régimen de quórum y mayorías hay involucrado sólo derechos privados y patrimoniales. Que el legislador fije un piso para asegurar una presencia mínima, o determine una mayoría mínima para aprobar las decisiones en una asamblea es un simple mecanismo legal de tutela creado por el legislado en beneficio de las minorías. Esto quiere decir que el legislador diseñó un marco legal tuitivo de intereses privados y patrimoniales que garantiza el correcto funcionamiento interno de la persona jurídica y, al mismo tiempo, logra cierto balance de poder.

Siendo esto así nada impide que los socios acuerden modificar esas reglas tuitivas buscando otras formas de equilibrio de poder. Incluso podrían negociar el quórum o la mayoría a cambio de otros derechos patrimoniales. Ejemplo: cedemos quórum a cambio de obtener otro derecho. En línea con este razonamiento, nada impide que los socios fundadores diseñen en el acto constitutivo un régimen de quórum y mayorías que busque ser más atractivo para los inversores buscando flexibilizar la forma en que la SAS toma sus decisiones de financiamiento.

A nuestro modo de interpretar la LGS y, en particular las normas que regulan el régimen de quórum y mayorías para las asambleas de accionistas en la SA, y reunión de socios en la SRL, entendemos que dichas normas no califican como “indisponibles” pudiendo por lo tanto ser derogadas o modificadas por los socios ajustando el régimen de quórum y mayoría a las necesidades de la SAS.

(iii) *¿Qué hacemos con la fórmula del quíntuplo?*

Hasta hoy, la fórmula del quíntuplo opera como mecanismo que permite dos soluciones: (i) decidir un aumento de capital con quórum y mayoría simple y (ii) evitarnos la reforma estatutaria y el *placet* del órgano de control. O sea, un dispositivo que busca facilitar el financiamiento evitando incurrir en gastos transaccionales innecesarios decidiendo un aumento de capital con una mayoría liviana.

Si la fórmula del quíntuplo es una norma dispositiva, y el aumento de capital puede resolverse, siempre, por asamblea ordinaria (régimen de quórum y mayorías modificado a instancia de los socios en el acto constitutivo o una reforma posterior), está claro que el quíntuplo comienza a perder sentido en la SAS. La única razón por la cual podría mantenerse la fórmula del quíntuplo es para evitarnos la reforma estatutaria. Si éste fuera el caso.

La reflexión detrás de los puntos (ii) y (iii) tiene que ver con las siguientes dudas:

1. ¿Podemos someter todos los aumentos de capital al quórum y mayorías previstas en la LGS para asambleas ordinarias?
2. ¿Podemos perforar el piso del quórum constitutivo y de las mayorías previstas en la LGS para las asambleas ordinarias?
3. ¿Podemos fijar un mismo quórum y régimen de mayoría para todos los temas, sin hacer diferencias entre temas “ordinarios” o “extraordinarios”.

Nuestra respuesta es: Sí.

### **III. Prima de emisión de acciones en la SAS.**

Este punto abre dos interrogantes. El primero, si en la SAS podemos fijar la prima de emisión en la misma asamblea *ordinaria* que aprueba el aumento, y el segundo si podemos emitir acciones bajo la par. Recordemos que el artículo 202 LGS – ahora de aplicación supletorio para la SAS – ordena lo siguiente: (i) es nula la emisión bajo la par y (ii) la prima la fijan los socios con el quórum y mayorías de la asamblea extraordinaria. Veamos:

(i) *Quórum y mayoría para fijar la prima.*

Volvemos a la pregunta que nos hicimos al inicio de estas reflexiones: ¿Cuál es el interés tutelado detrás del artículo 202 LGS? La respuesta es el interés privado y patrimonial de los accionistas, puesto que la emisión con prima no tiene otra finalidad más que proteger la consistencia patrimonial de la participación accionaria de los socios. Ahora bien, esa tutela de consistencia patrimonial sólo adquiere relevancia práctica cuando un incremento de capital y emisión de acciones con aportes no es acompañado por el 100% de los accionistas. Sólo en este supuesto la emisión con prima adquiere peso estratégico. Si el aumento de capital y emisión de nuevas acciones es suscripto por el 100% de los accionistas, o el aumento es por capitalización de reservas y emisión de acciones liberadas (artículos 188 y 189 LGS), dará lo mismo emitir acciones con prima o a la par; o dará lo mismo fijar cualquier prima. Por lo tanto, no quedan dudas que el instituto de la prima tiene por único objetivo tutelar derechos privados y patrimoniales; y por lo tanto, derechos transables y renunciables.

Si estamos de acuerdo con esta manera de entender e interpretar el instituto de la prima es lógico concluir que el artículo 202 LGS es una norma no sólo supletoria sino, disponible. Recordemos que las únicas normas que pueden limitar la autonomía de configuración son únicamente aquellas que tiene por objetivo tutelar el orden público, la moral y las buenas costumbres. Lejos está la prima de emisión de querer tutelar semejante orden moral. Más bien, la prima busca instituir un mecanismo (optativo) destinado a proteger los derechos patrimoniales de quienes no acompañan un aumento de capital y emisión de nuevas acciones, punto y aparte.

En este contexto podemos concluir que la prima de emisión puede ser fijada con el quórum y mayorías de la asamblea ordinaria según las pautas del artículo 234 LGS o por un quórum y mayoría menor, si fuera el caso. Incluso podríamos sostener que la

prima de emisión la puede fijar el órgano de administración, si así lo autoriza el acto constitutivo.

(ii) *Emisión bajo la par.*

La emisión bajo la par merece un párrafo aparte. La LGS la prohíbe pero al mismo tiempo la admite; o sea, es una suerte de prohibición a media luz.

La verdad es que si nos tomamos el trabajo de indagar cómo funciona la “emisión bajo la par” en su faz jurídica, patrimonial y financiera, comprenderemos que la llamada “emisión bajo la par” no es tal. Pasamos a explicarnos:

Emitir bajo la par significa emitir acciones por debajo el valor nominal estatutario, esto quiere decir que una acción cuyo valor nominal es de \$1 es integrada por un monto menor a ese valor facial; por ejemplo, \$0.90 centavos. Si este fuera el caso observamos que mientras el capital social figura contabilizado por \$1, al mismo tiempo en la columna del activo imputamos \$0.90 centavos. Esta simple cuenta rompe con el principio de la partida doble del balance y por lo tanto nos enfrenta al inconveniente técnico de que no podemos contabilizar semejante operación jurídica y financiera. La disciplina contable, las Normas Técnica de la FACPCE y LGS nos impiden instrumentar esta operación de infracapitalización.

Ahora bien, si los \$0.10 centavos que faltan para completar el valor nominal son aportados por un tercero, observamos que la mal llamada emisión bajo la par no es otra cosa que una emisión a la par donde el tercero integra la diferencia entre el valor par y el aporte efectivamente realizado por el suscriptor de las acciones. En efecto, la sociedad como tercero puede destinar parte de sus reservas de libre disponibilidad para integrar los \$0.10 centavos que faltan. En este contexto ya no nos enfrentamos a una “emisión bajo la par” sino a una emisión “a la par” donde la sociedad aporta la diferencia en una suerte de capital subsidiado. Incluso podríamos pensar en una emisión de acciones sobre la par (o sea con prima) donde el inversor aporte \$0.90 centavos y la sociedad aporte \$0.30 centavos adicionales. Aquí nos encontramos frente a un aumento de capital cuyas acciones tienen un precio de suscripción de \$1.20 pero donde el inversor sólo aporta \$0.90 centavos por acción, aportando la sociedad la diferencia.

En síntesis, no estamos frente a una emisión bajo la par tal como lo denomina el artículo 202 LGS, sino frente a una emisión a la par o sobre la par pero donde la sociedad aporta parte del capital. ¿Es esta una operación jurídica ilícita? La respuesta es NO.

Dejamos aclarado que esta reflexión no sólo es válida para la SAS sino, también la SA bajo las normas de la ley 19.550.

*(iii) Artículo 44 de la ley SAS y la prima diferenciada.*

El artículo 44 expresamente faculta a la SAS emitir acciones de diferentes clases pudiendo cada clase contar con primas diferentes y con los mismos derechos políticos y económicos; o sea, dividir el capital social en clases al sólo efecto de poder asignar a dada clase una prima diferente.

Si entendemos que la prima junto con el valor nominal conforman el “precio de suscripción”, el artículo 44 nos está diciendo que una SAS puede emitir diferentes clases de acciones con diferentes precios de suscripción. Si entendemos que la “prima de emisión” integra una reserva especial, tal como lo ordena el artículo 202 LGS, desde la perspectiva del interés social no importará si la prima es uniforme o diferenciada. Ahora bien, desde la perspectiva de los accionistas la prima diferenciada tiene relevancia estratégica pues implica fijar diferentes precios de suscripción para diferentes tipos de acciones o accionistas. Decir esto significa que aquellas clases de acciones cuyo precio de suscripción se encuentre más cerca del valor par, sufrirán un efecto dilutorio en la emisión de nuevas acciones mucho más severo que aquellas clases de acciones cuyo precio de suscripción contenga una prima mayor.

La prima diferenciada tiene por objetivo tutelar la participación accionaria de los “fundadores” quienes forzados a abrir el capital de la SAS con el objetivo de lograr financiar sus proyectos mediante la incorporación de nuevos socios, dicha incorporación de nuevos socios no signifique perder, de manera significativa, participación en el valor de la empresa.

La prima diferenciada es una herramienta que la ley SAS pone a disposición de los socios para que diseñen diferentes estrategias de financiamiento permitiendo a quienes colaboran en la etapa embrionaria del proyecto tutelar mejor sus derechos

patrimoniales. Al final de cuentas es el precio que deben pagar quienes deciden invertir capital luego de que los inversores semilla han asumido el riesgo de perderlo todo.

Ahora bien, nos vemos forzados a destacar lo siguiente: la actual LGS no prohíbe la emisión de acciones con prima diferenciada. Siendo esto así, no vemos razones para habilitarlo expresamente en una ley. Lo cierto es que bajo el actual régimen de la ley 19.550 la SA puede emitir acciones con prima diferenciada y por lo tanto lo podría hacer la SAS sin que para ello sea necesario contar con una norma habilitadora.

#### **IV. Capital autorizado y la fórmula del 50%.**

El artículo 44 de la ley SAS autoriza aumentar el capital social hasta el 50% del capital inscripto sin necesidad de publicar edictos ni pasar por el tamiz del órgano de fiscalización estatal. No se entiende muy bien qué significa esta fórmula y tampoco se comprende su utilidad. Acaso estamos hablando de una suerte de capital autorizado similar la modelo del *Authorized Capital* de las Corporations de los Estados Unidos de Norteamérica, donde dentro de ese monto autorizado de capital la sociedad emite nuevas acciones sin mayores dilaciones, costos o trámites administrativos. Entendemos que no. Entonces la pregunta que sigue es la siguiente: para qué sirve este límite del 50% del capital inscripto?

Otra pregunta es: ¿Qué relación tiene el límite del 50% del capital inscripto con la fórmula del quintuplo del capital suscripto?

#### **V. Aumento de capital y derecho de suscripción preferente.**

La doctrina especializada ha calificado al derecho de suscripción como un derecho inalienable del accionista que no puede ser menoscabado por la sociedad. Tan importante y trascendente ha sido este derecho que, incluso, en las sociedades con oferta pública del capital el derecho de preferencia para la suscripción de acciones ha logrado mantenerse intacto. En opinión de pacífica doctrina el derecho de suscripción preferente hace a los derechos esenciales del socio y por lo tanto merece la mayor tutela legal y jurisdiccional. Semejante mirada sobre un derecho patrimonial nos conmueve profundamente. La verdad, no creemos que el derecho de preferencia del accionista merezca una protección legal mayor o más intensa que cualquier otro derecho privado

y patrimonial. Lo cierto es que el derecho de preferencia para la suscripción de acciones no tiene otra finalidad más que dar a los socios la posibilidad de conservar su participación en el capital social acompañando la suscripción de nuevas acciones frente a un nuevo aumento de capital. Está claro entonces que estamos frente a un derecho de estricto corte patrimonial donde poco y nada tiene que hacer el orden público, la moral y las buenas costumbres. Ergo, despejada esta incógnita queda por descifrar cuál es el interés tutelado detrás de esta preferencia: no es otro que el derecho del socio a conservar su participación en el patrimonio social.

Si compartimos esta mirada sobre este derecho de preferencia logramos ponerlo en su justo lugar; y esto significa el lugar que los socios decidan colocarlo según sus mutuos intereses y en función de las necesidades de planificar la expansión del negocio mediante el ingreso de nuevos socios. Si la preferencia es un derecho consagrado en beneficio de los socios, dejemos que éstos definan cómo quieren regularlo en función de sus planes de desarrollo e inversión. Quien mejor que los socios para diseñar la preferencia de la mejor manera posible.

Reconocida la emisión con prima notamos que el derecho de preferencia comienza a perder importancia, relevancia y peso específico pues existe una relación de simetría entre derecho de preferencia y prima de emisión. Cuánto más alta sea la prima de emisión menor será la necesidad de reconocer el derecho de preferencia para la suscripción de nuevas acciones. Nos explicamos:

(i) *El coste del derecho de preferencia.*

Un ejemplo sirve como botón de muestra de esto que afirmamos: supongamos un aumento de capital a la par de \$10.000.000 sobre una capital suscrito de \$10.000.000 donde el titular del 10% (1.000.000 de acciones) decide no acompañar el aumento. Al finalizar el período de suscripción el accionista tendrá 1.000.000 de acciones sobre 20.000.000 de acciones. El accionista quedó licuado al 5% de su participación. Si éste hubiere querido conservar aquel 10% hubiera tenido que aportar \$1.000.000. Esta cifra es el costo del derecho de preferencia.

(ii) *El coste de emitir con prima.*

Siguiendo el ejemplo anterior la emisión de nuevas acciones la instrumentamos tomando un valor por acción de \$10 cada una, o sea con una prima de \$9 por acción. Esto es el precio de suscripción. Si la necesidad de nuevo capital es de \$10.000.000 observamos que la cantidad de acciones a emitir es de 1.000.000. La cuenta es muy simple: necesidad de financiamiento / precio de suscripción.

Siendo esto así observamos que el capital social se incrementa en \$11.000.000 pasando \$9.000.000 a integrar la reserva especial “prima de emisión”. En este caso el titular del 10% decide no acompañar el aumento. La decisión de no acompañar tiene un costo equivalente al 1% de pérdida de participación. El accionista tenía antes del aumento 10% del patrimonio (valor de la empresa) y luego del aumento pasa a tener el 9%. Si la pérdida de ese valor es menor a \$1.000.000 vale la pena no ejercer el derecho de preferencia.

Si el titular del 10% posee acciones que le otorgan derecho a una prima diferenciada equivalente al doble del precio de suscripción, este accionista perderá sólo 0.5%. Esto confirma la teoría de que a mayor prima menor necesidad de ejercer el derecho de preferencia.

Siendo esto así, está claro que al derecho de suscripción preferente no solo es un derecho supletorio (artículo 188 LGS) sino además, absolutamente disponible.

*(iii) La suscripción preferente es un derecho disponible, incluso, en la ley 19.550.*

¡Es cierto!

Si leemos con atención el artículo 195 LGS observamos que el derecho de suscripción preferente está sometido al riesgo de pérdida por aquel accionista privado de ese derecho. En efecto el artículo 195 LGS ordena lo siguiente: “el accionista privado del derecho de preferencia tiene derecho a solicitar la suspensión de la emisión”. Ahora bien, si las acciones de nueva emisión ya fueron suscriptas por el tercero el aumento de capital y la suscripción de acciones quedan firmes. Al accionista perjudicado privado del derecho de preferencia sólo le resta la acción de daño civil. Y más grave aún, dicha acción caduca a los seis meses.

Este dispositivo normativo pone el derecho de preferencia en contexto. No hay duda que aun privando al socio del derecho de preferencia (acto doloso) la ley hace prevalecer el aumento de capital por encima del interés particular del accionista perjudicado. Este dato pone en evidencia que aun en el sistema de la ley 19.550 el derecho de preferencia queda subordinado al interés social en función del aumento de capital suscripto. Y lo más grave es que la LGS tarifa la indemnización fijando un piso de tres veces el valor nominal. O sea, las palabras sobran. Queda demostrado que el derecho de preferencia es alienable, transable y disponible, ya sea por las buenas o por las malas.

## **VI. La SAS y las acciones de voto plural.**

Analizaremos aquí los artículos 46 y 47 de la ley SAS.

El primero raza así: *“Se podrán emitir acciones nominativas no endosables, ordinarias o preferidas, indicando su valor nominal y los derechos económicos y políticos reconocidos a cada clase. También podrán emitirse acciones preferidas”*. La inutilidad de la norma salta a la vista pues no agrega nada que no diga la ley supletoria, ni deroga o modifica la LGS. Ergo, no vale la pena dedicarle más tiempo.

El artículo 47 merece la misma crítica pues está claro que independientemente del precio de suscripción las acciones tiene siempre los mismos derechos políticos y económicos por el principio de trato igualitario que deben tener todos los socios; principio que sólo puede quebrarse mediante la creación de clases de acciones. Incluso, pueden crearse clases sin romper el principio de iguales derechos para todos. Y este principio está fuertemente consagrado en la LGS. Ergo, el artículo 47 (primer párrafo) no agrega nada y no vale la pena dedicarle más tiempo.

(i) ¿Acciones de cien (100) votos?

Sin embargo, nos interesa indagar aquí el segundo párrafo del artículo 47 que dice así: *“En el instrumento constitutivo se expresarán los derechos de voto que le corresponderán a cada clase de acciones, con indicación expresa sobre la atribución de voto singular o plural, si ello procediere”*.

Analicemos el artículo 216 LGS como norma supletoria: “Cada acción ordinaria da derecho a un voto. El estatuto puede crear clases que reconozcan hasta cinco votos por acción ordinaria. El privilegio en el voto es incompatible con preferencias patrimoniales”.

Del análisis de ambos dispositivos, el primero perteneciente a la ley especial y el segundo a la ley supletoria, observamos que el primero busca derogar el segundo autorizando incorporar al acto constitutivo las siguientes condiciones de emisión: (i) emisión de acciones ordinarias y/o preferidas con voto plural, (ii) emisión de acciones con voto plural y preferencia patrimonial y (iii) emisión de acciones ordinarias y/o preferidas con más de cinco (5) votos por acción.

Ésta sería la forma correcta de interpretar el artículo 47 de la ley SAS; de lo contrario si el artículo 216 LGS se mantiene vigente como norma supletoria advertimos que el artículo 47 pierde vigor diluyéndose su sentido práctico.

Está claro que la intención del legislador ha sido facultar a los socios incorporar en el acto constitutivo de la SAS cláusulas que permitan flexibilizar las condiciones de emisión de las acciones ordinarias y/o preferidas dándole incluso mayor autonomía contractual para crear títulos valores con diferentes derechos políticos superando el límite aritmético de cinco (5) votos por acción.

(ii) ¿Cuál es el interés tutelado detrás del voto plural?

Sin duda un interés privado y patrimonial traducido en la necesidad de contar con acciones que le concedan a su titular un determinado poder de voto en las asambleas. O sea, un derecho derogable, negociable y transable donde poco y nada tiene que hacer la moral, las buenas costumbres y el orden público; y menos aún considerar al régimen de voto plural como elemento tipificante de la SA o que hace a la esencia del tipo. El voto plural es una forma de diseñar una estrategia de poder favoreciendo a unos accionistas respecto de otros. El voto plural ha sido moneda corriente en sociedades que han ingresado al régimen de oferta pública permitiendo a los socios de control retener, precisamente, dicho control.

Fijar el techo en cinco (5) votos por acción suena a capricho del legislador. La verdad que no hay una respuesta de por qué cinco (5) y no cien (100). Si hacemos algunas cuentas observamos que el artículo 216 LGS permitiría a los socios de control

diluirse en su tenencia accionaria hasta un porcentaje tal que multiplicado por los cinco (5) votos que les reconoce cada acción les permite retener el poder. Veamos un ejemplo: en una sociedad con 10.000 acciones los accionistas de control podrían retener dicho control diluyendo su participación accionaria hasta el 10,2% del total del capital (ejemplo: 1020 acciones x 5 votos cada una = 5.100 votos que representan el 51% de los votos en la asamblea).

O sea, el voto plural otorga al accionista de control la posibilidad de vetar decisiones sin tener la mayoría del capital. Igual solución encontraríamos si el socio de control posee una clase de acciones que, sin tener voto plural tenga derecho de veto. Esto quiere decir que la imperatividad de los cinco (5) votos por acción ordinaria, tal como aparece en el artículo 216 LGS no es más que un tigre de papel.

El voto plural en la SAS no tiene límite de cantidad y puede corresponder a las acciones ordinarias como a las preferidas. El diseño de las condiciones de emisión de las acciones dependerá del caso concreto.

## **VII. Aumento de capital y autonomía de configuración contractual.**

El artículo 36 de la ley SAS dice lo siguiente: *“El instrumento constitutivo, sin perjuicio de las cláusulas que los socios resuelvan incluir deberá contener como mínimo los siguientes requisitos: inciso 6: El capital social (...) y, en su caso el régimen de aumento”*.

Esta norma debe ser analizada desde dos ángulos. El primero referido a “las cláusulas que los socios resuelvan incluir” y el segundo “el régimen de aumento”. Veamos:

- (i) *Las cláusulas que los socios resuelvan incluir.*

Si hacemos una interpretación comparada entre el artículo 36 de la ley SAS y el artículo 11 LGS observamos una clara diferencia. Mientras el primero hace hincapié en la autonomía de configuración contractual aludiendo a las *“cláusulas que los socios resuelvan incluir”*, el artículo 11 LGS se remite a *“lo establecido para ciertos tipos de sociedad”*. La diferencia es notoria y salta a la vista de cualquier lector distraído. Es más, el artículo 36 de la ley SAS termina excluyendo el artículo 11 LGS y está claro que esta norma no se aplica a la SAS. Siendo esto así corresponde poner en contexto el alcance de

la fórmula “*las cláusulas que los socios resuelvan incluir*” pues dichas cláusulas se interpretarán y regirán en primer lugar por las normas de la ley SAS (les especial) y, supletoriamente por las normas de la LGS.

Es por esta razón que, habilitada la autonomía de la voluntad en el artículo 36 es crucial conocer el alcance de las normas supletorias de la LGS y comprender si dichas normas son disponibles o imperativas.

El inciso 6° del artículo 36 de la ley SAS expresamente dice: “*El capital social y el aporte de cada socio que deberán ser expresados en moneda nacional, haciéndose constar las clases, modalidad de emisión, y demás características de las acciones y, en su caso, su régimen de aumento*”. Es muy importante desentrañar que quiso decir el legislador con este inciso pues de la interpretación que hagamos de esta norma se juega la mayor o menor autonomía de configuración para crear instrumentos financieros y diseñar la modalidad de implementar el proceso de aumento de capital y emisión de acciones.

En línea con lo que venimos sosteniendo nosotros entendemos que el inciso 6° habilita regular el régimen de aumento de capital y emisión de acciones de la manera más amplia y libre posible dentro del marco de la autonomía de la voluntad con el único límite en las normas imperativas de la LGS, como régimen supletorio.

Si consideramos que las normas de la LGS que regulan el capital social, las acciones, la emisión con prima y el derecho de preferencia son normas tuitivas de derechos privados patrimoniales, fácil es concluir que el artículo 36 en su párrafo inicial más el inciso 6° están habilitando configurar contractualmente el régimen de aumento de capital quedando los socios autorizados a incorporar en el acto constitutivo las normas contractuales (que siguen siendo ley para las partes aun cuando el nuevo código no lo diga) que mejor reflejen los intereses patrimoniales de los socios, y el interés de la sociedad.

(ii) *A modo de ejemplo ...*

Los socios pueden incorporar en el acto constitutivo un régimen de aumento de capital que prevea lo siguiente:

1. Que los aumentos de capital sean aprobados por reunión de socios con el quórum del artículo 234 LGS, siempre;
2. Fijar quórum y mayorías para la primera o segunda convocatoria o incluso derogar la segunda convocatoria o incluir una tercera.
3. Suprimir el derecho de suscripción preferente.
4. Establecer que el aumento de capital no implica reforma de estatutos.
5. Crear el ajuste anual por inflación del capital social mediante el resellado, o ajuste del valor nominal por decisión anual del órgano de administración al cierre de cada ejercicio.
6. Eliminar la cuenta ajuste integral de capital y la capitalización con emisión de nuevas acciones.
7. Modificar el régimen del quíntuplo pudiendo ampliarlo o reducirlo.
8. Crear un capital autorizado que le permita al directorio aprobar los aumentos de capital y emisión de nuevas acciones dentro de ese monto autorizado creando contractualmente un régimen ad-hoc de *Authorized Capital* similar al modelo de las *Corporations* norteamericanas.
9. Emitir acciones con prima subsidiada.
10. Emitir acciones con cláusula de rescate o acciones rescatables con cargo a reservas patrimoniales.
11. Emitir acciones amortizables con cargo a reservas patrimoniales.
12. Emitir acciones de voto plural con votos que excedan los 5 votos por acción.

Si la SAS ha dado a luz con el propósito de servir de canal de inversión para nuevos emprendimientos facilitando y flexibilizando su dinámica operativa y permitiendo a los fundadores e inversores hacer un “traje a medida”, será vital y estratégico que la imperatividad normativa de la LGS encuentre su límite en la

autonomía de la voluntad, haciendo prevalecer la creatividad por encima de normas pensadas hace casi medio siglo para un contexto económico y social muy diferente.

### **VIII. Conclusión preliminar.**

Si entendemos que la SAS es un nuevo modelo contractual asociativo debemos animarnos a repensar el derecho societario y toda su doctrina sesgada por viejas interpretaciones de la ley 19.550 inspiradas en visiones institucionalistas de la empresa. Interpretar la SAS desde el prisma de la SRL o la SA, exclusivamente, sin abrirnos a nuevas formas de ver el derecho societario, donde la autonomía de la voluntad está llamada a desplegar toda su energía creativa, puede llevarnos a transformar la SAS en un subtipo de SA o de SRL cometiendo un error que pagaremos muy caro. Está claro que el único límite a dicha autonomía de configuración contractual lo encontramos en las normas imperativas de orden público. Fuera de éste, la libertad debe ser absoluta.