

La suspensión del derecho de preferencia en la capitalización de pasivos. Interés social, interés individual e interés contrario. Privación del derecho de opción y prima de emisión. El caso *Expreso Buenos Aires*.



Por:
Pablo Augusto Van Thienen
Director académico

- 1) AE. (28.04.09). Aumento de capital por capitalización de pasivos x \$1.376.000 y emisión de acciones de igual V/N al capital emitido. Art. 197 LSC. Se suspende derecho de suscripción preferente invocando la justificación del interés social.
- 2) Sociedad controlada por los accionistas de control de Expreso Buenos Aires. Capitaliza el crédito.

A. Reclamo de Luch: Nulidad del aumento de capital. Suspender los efectos de la AE.

1. Mediante la capitalización de los pasivos se incorpora un nuevo socio controlado por los accionistas de control de Expreso de Buenos Aires.
2. La emisión de las nuevas acciones y capitalización del pasivo se realizó a la par en violación de la RG – IGJ 09/2006 y en beneficio de los accionistas de control.
3. Son insuficientes las razones para fundar la capitalización: (i) prestigio y antecedentes de la firma Plasmar, (ii) las gestiones llevadas a cabo con Plumar para refinanciar el pasivo ya que la sociedad pudo requerir a los accionistas nuevos aportes de capital para sanear el desfasaje financiero. Esta omisión evidencia la maniobra tendiente a licuar las participaciones de los socios minoritarios.

1. Instancia: No hizo lugar a la cautelar. No habiéndose controvertido la existencia del pasivo, la decisión de la AE parece contar con suficiente fundamento y formal respaldo por lo que no puede concluirse que la AE haya sido una maniobra tendiente a licuar la participación de los accionistas minoritarios.

II. Criterio de la sala.

1. No justiciabilidad del aumento de capital como principio: Esta Sala ha tenido oportunidad de pronunciarse en el sentido de que la decisión sobre la necesidad, conveniencia y oportunidad del aumento de capital constituye una cuestión de política empresarial -más particularmente de índole comercial y financiera- que en principio, queda exclusivamente reservada a los órganos societarios. Sostener esta línea de pensamiento en modo alguno implica excluir la posibilidad de un control de legalidad. La irrevisabilidad es un postulado general, que en casos extremos y con carácter restringido puede ser dejado de lado si circunstancias especiales así lo justifican.

2. Acción de impugnación (societaria) e interés particular del accionista (art. 251 LSC): En supuestos donde se invoca que el aumento de capital se ha formulado en forma dañosa, abusiva y/o fraudulenta con la sola finalidad de licuar la participación accionaria, el accionista disconforme no se encontraría ejerciendo una acción judicial en interés de la sociedad (*interés social*), sino en el suyo exclusivo y particular: no ver disminuida su consistencia patrimonial en la distribución de las utilidades, el poder de influencia en el gobierno del ente y el goce de otros derechos parapolíticos.

3. Finalidad de la suspensión como cautelar (Art. 252 LSC): La suspensión persigue una doble finalidad de protección: (i) conjurar el eventual perjuicio individual y (ii) evitar la consumación de actos lesivos del interés social. Bien que en la hora de la ponderación de las consecuencias económicas que impone del art. 252 LSC, el interés societario cobrará un neto predominio sobre el particular del accionista impugnante.

4. Legitimidad, cuantía y existencia del pasivo: Las precisiones de los apartado 2 y 3 anteriores deben ser interpretadas y contextualizadas dentro de este caso: capitalización de una deuda preexistente incorporándose al acreedor como nuevo accionista e imposibilidad del resto de los socios de ejercer el derecho de suscripción preferente (art. 197.2 LSC). Cobra especial trascendencia el hecho de que no se ha cuestionado la *existencia, legitimidad y cuantía* de la obligación; aspecto éste que torna endeble el discurso argumentativo en favor de la suspensión.

5. Dilución coactiva y riesgo del capital: No resulta plausible que el Sr. Lluch (abogado de profesión) desconociera al tiempo de invertir en la sociedad, las contingencias referidas a sus pasivos sociales y el posible impacto que ello podía acarrearle, entre las cuales no cabía descartar *el soportar coactivamente* una disminución en su participación accionaria por capitalización de pasivos, como finalmente aconteció (al momento de adquirir las acciones el pasivo figuraba registrado en el balance).

6. Deber de diligencia. Las cautelares no están para evitar un mal negocio: La excepcional suspensión de las decisiones asamblearias no sirve a los fines de precaver las secuelas de un eventual mal negocio, sino para

evitar las *consecuencias dañosas* de un ilícito legal o estatutario o contrario al interés social e indirectamente al de los socios.

7. RG – IGJ 09/2006. Efectos legales: La prima de emisión viene impuesta en aquellos casos en los cuales el valor de las acciones emitidas con anterioridad al aumento sujeto a inscripción sea superior a su valor nominal (cfr. art. 1° RG 6/09) circunstancia ésta cuya alegación -ni tangencialmente- ha sido formulada. Tampoco fueron aportados elementos a partir de los cuales pudiera *indiciariamente* meritarse dicha cuestión.

8. Finalidad de la prima de emisión: Mitiga parcialmente el perjuicio económico que se les causa a los accionistas con el ingreso de nuevos socios. Ello así, en tanto sólo tiene por finalidad mantener el valor real de la acción pero no impide -como ocurre en estos casos de aumento sin derecho de suscripción preferente- que disminuya la proporción de participación que tenían los accionistas con anterioridad a la emisión. El menoscabo patrimonial que sufre el accionista resulta inevitable.

9. Ilicitud del aumento. carga de la prueba: La violación de los derechos del accionista minoritario incumbe a éste probarlo y será a cargo de la sociedad acreditar que la supresión o limitación del derecho consagrado en el art. 194 LSC se produjo en defensa del interés social, y al amparo de las excepciones contenidas en el art. 197 LSC.

10. Acción de daños (art. 195 LSC): Asiste a Lluç el remedio legal para resarcirse los daños derivados de la *violación* al derecho de suscripción preferente y al de acrecer conforme lo prevé el artículo 195 LSC.

III. Nuestro comentario.

A. Dilución coactiva y capital de riesgo. (Art. 194 v art. 197 LSC)

El accionista está sometido al riesgo del capital. Este riesgo se puede traducir en la eventual pérdida de la inversión como consecuencia de los quebrantos del negocio. El riesgo del capital hace a la esencia del negocio asociativo mercantil y como tal está expresamente reconocido en el artículo 1° de la ley de sociedades comerciales. También lo consagra el mecanismo de reintegro o aumento para el supuesto de disolución por pérdida total del patrimonio.

Más allá de la situación extrema de pérdida total del patrimonio como ejemplo cabal del riesgo del capital, no hay duda que la inversión en acciones implica asumir el riesgo de pérdida de la participación relativa en el patrimonio social riesgo que se encuentra implícito cuando la fuente de financiación deriva de un aumento de capital efectivo.

Para mitigar el riesgo de pérdida relativa (propio de todo aumento de capital real y efectivo) el legislador concedió al accionista la opción de preferencia y le reconoció este derecho en forma expresa y de manera puntillosa de forma tal de que el proceso se efectúe bajo mecanismos informados y transparentes: resolución de asamblea y publicación de edictos.

Incluso el legislador ha exigido que el negocio de aumento se realice por vía de asamblea extraordinaria salvo para los supuestos expresamente pactados de aumento estatutario dentro del quintuplo (art. 188 LSC).

La ley admite que el derecho de preferencia ceda su lugar *cuando el interés social así lo justifica (sic)* y frente a dos negocios expresamente previstos en el artículo 197 LSC; siendo uno de ellos la capitalización de pasivos. A fin de darle a este excepcional negocio de financiación la mayor transparencia posible el propio sistema exige que la suspensión de este derecho sea decidido por una mayoría especial de accionistas y a tal efecto impone las mayorías agravadas del artículo 244 LSC. Todos estos recaudos tienen por finalidad dotar al negocio de las necesarias medias de salvaguarda de los derechos de los accionistas; en principio de los accionistas externos (minoritarios).

Quien suscribe un contrato social o se incorpora a él por vía derivada por negocio de adquisición no puede escapar a este riesgo. Todos los propietarios del capital están sometidos a la contingencia de pérdida relativa de participación en el patrimonio como consecuencia de aumentos de capital social y emisión de nuevas acciones. La única forma de mitigar o eliminar el riesgo de dilución - que se encuentra implícito en la calidad de accionista- es por vía contractual estatutaria incorporando cláusulas específicas de salvaguarda. Fuera de este escenario el inversor está sometido a este riesgo.

B. Interés social v interés individual.

El aumento de capital unánime acompañado del ejercicio del derecho de preferencia por todos los accionistas nos enfrenta a un negocio jurídico consensuado donde interés social e interés individual se fusionan. Estamos hablando del caso de aumento de capital aprobado y suscripto por todos los propietarios.

En el aumento de capital aprobado por mayoría y suscripto por esa misma mayoría nos enfrenta también a un negocio jurídico consensuado donde se impone la regla de la mayoría (art. 234 ó 235 LSC). Salvo que el acto jurídico sea tachado judicialmente de nulo (art. 251 LSC) el sistema contractual plurilateral impone la regla universal del consenso de la mayoría. El sistema entiende que la mayoría logra interpretar el interés social y por ende la necesidad de financiar capital de trabajo por vía de un aumento de capital. A la minoría disidente no le queda otra opción que aceptar el sentir de la mayoría que representa – finalmente – el interés de todos. En este caso observamos cómo interés social e interés individual (de la minoría) se enfrentan y chocan, sin embargo el sistema exige que triunfe el interés social que se encuentra representado por el voto de la mayoría. Si la mayoría intentara imponer su voluntad de manera abusiva o interpretar el interés social de una forma que lesiona dicho interés, a la minoría le queda la opción de la impugnación judicial del acto y su nulidad.

El aumento de capital por capitalización de pasivos nos conduce a un camino sinuoso. La decisión social de suspender el derecho de preferencia para permitir la capitalización es una decisión que alcanza a todo el capital social circulante por igual y sin excepción. La suspensión de la preferencia alcanza a todos los accionistas anotados en el libro de registro de acciones. Aquí ya no se trata de mayorías o minorías sino de algo mucho más profundo: *la necesidad de incrementar el neto patrimonial cancelando pasivos vía capitalización.*

La verdad es que en este negocio complejo la mayoría termina soportando los costos en exacta magnitud, paridad e igualdad que la minoría disidente. Ambos grupos terminan diluyendo su participación en el capital para permitir la cancelación de la deuda mediante su conversión en acciones de la sociedad. O sea el capital de control impone la capitalización por el voto, pero sufriendo las consecuencias económicas en igualdad de condiciones al capital minoritario. La suspensión del derecho de preferencia impone esta regla del *Fair Play*.

Observemos un dato no menor. Si el capital estuviere representado en clases de acciones y decidiéramos imponer la suspensión dicha decisión exige el consentimiento expreso de la clase en asamblea especial. O sea siempre se impone la regla del *Fair Play*.

El artículo 197 LSC ha sido pacíficamente interpretado como negocio jurídico excepcional precisamente por traer en sus entrañas la suspensión de la preferencia. No obstante el legislador ha entendido que si el interés social lo justifica vale la pena sacrificar este derecho individual en pos del interés común. Veremos luego cómo el artículo 195 LSC está absolutamente alineado con este sentir del legislador¹.

C. Capitalización de pasivos cuando el acreedor es el accionista de control: ¿Interés contrario o conflicto de interés?

El caso Expreso de Buenos Aires nos plantea el siguiente interrogante: ¿Qué sucede cuándo el acreedor es el accionista de control de la sociedad deudora? Lo cierto es que en el caso que estamos analizando los accionistas de control de Expreso Buenos Aires SA eran los accionistas controlantes de Automotores Plasmar SA (acreedor capitalizado). Siendo esto así los accionistas de control votan en la asamblea de Expreso Buenos Aires SA la suspensión del derecho de preferencia y el consecuente aumento de capital sin que dicha suspensión de la preferencia les genere efectos económicos adversos. La porción de patrimonio diluida como consecuencia de la capitalización se ven compensados por las acciones suscriptas por su controlada acreedora Automotores Plasmar SA. Este dato contingente no es un dato menor al evaluar el reclamo del Sr. Luch como accionista minoritario de la sociedad capitalizada. Este planteo nos conduce de lleno al debate del voto en interés contrario previsto en el artículo 248 LSC y no planteado en la demanda de fondo.

El accionista de control que en una operación determinada tenga un interés contrario al social deberá abstenerse de votar, caso contrario será responsable por los daños y perjuicios causados. Esta es la regla de

¹ El lector interesado puede consultar *MONOGRAFÍAS DE DERECHO MERCANTIL*. Vol. I. Ed. CEDEF. Buenos Aires 2011.

responsabilidad civil individual prevista en el artículo 248 LSC cuando un accionista ejerce su derecho de voto causando daño *al patrimonio social*.

Podríamos definir al interés contrario del accionista como el interés individual que se encuentra en conflicto con el interés social y por el cual el titular del interés contrario saca una ventaja económica del interés en conflicto en perjuicio del interés social. Sepamos que en todo voto en interés contrario subyace un conflicto de interés, en cambio en el voto en conflicto de interés no subyace el interés contrario pues para la existencia de éste resulta imprescindible la producción de un daño. El interés contrario implica daño más el conflicto de interés no. Esta es la razón por la cual el artículo 248 LSC impone expresamente responsabilidad civil al accionista de control que con su voto causa daño al patrimonio social.

Siguiendo con este planteo la pregunta que nos surge es: ¿Cuál podría ser el daño patrimonial en la capitalización de pasivos?

La verdad que salvo algún caso aislado y de laboratorio no se observa *prima facie* que el negocio de cancelación de pasivos exigibles por fortalecimiento de los recursos propios pueda generar daño al patrimonio social. La sola idea de que la capitalización de una deuda deriva en proporcional incremento del neto patrimonial y no solo eso sino, del patrimonio de retención como es el capital social como prenda común de los acreedores, no se observa cuál puede ser el interés contrario.

No hay duda que los intereses en pugna aquí son los de los accionistas y más específicamente la de los accionistas de control y la de los minoritarios. No hay duda que la capitalización de pasivos conlleva una pérdida patrimonial y política de los accionistas cuyos derechos han quedado suspendidos al verse diluida – por la fuerza- la participación relativa en el capital social. Este conflicto de interés se presenta en el caso que estamos analizando por la razón de que el acreedor capitalizado es una sociedad integrante del grupo de control. Con esto la regla del *Fair Play* mencionada más arriba se estaría resquebrajando pues la emisión del voto “*afirmativo*” de los socios de control no paga ningún precio. Todo el costo de transacción y el peso económico y político de la dilución lo soportan los accionistas minoritarios.

Lo cierto es que el voto de los accionistas de control estaba claramente empañado por un conflicto de interés: estos eran juez y parte en la decisión ya que el voto afirmativo en la asamblea de Expreso Buenos Aires SA los termina beneficiando indirectamente. Aún cuando veamos con claridad cristalina el conflicto de interés en el voto, es voto en conflicto no convierte al voto en ilícito y menos a la asamblea como negocio jurídico colegiado. Estamos parados ante un *voto en conflicto de interés* pero no frente a un *voto en interés contrario*.

Frente al voto en conflicto de interés el accionista disidente con la capitalización y suspensión de la preferencia nada puede hacer puesto que dicho voto no devenga nulidad del acto colegiado pues no es un negocio ilícito ni un acto viciado. Tengamos presente que el voto en conflicto de interés es ilícito sólo en caso excepcionales expresamente previstos en la ley societaria (vrg., arts. 241 y 242 LSC). Salvo estos supuestos el voto conflictivo no genera responsabilidad civil ni ilicitud.

D. La no justiciabilidad del aumento de capital como principio.

La sala F confirma la postura de varias salas del foro mercantil que vienen pregonando desde hace un tiempo a esta parte de que los aumentos de capital – en principio – no son material judicialmente. Los Tribunales de la alzada están reavivando la sana doctrina judicial del precedente *Pereda v Pampagro*. Ya son varios los antecedentes que viene confirmando esta postura. Damos la bienvenida y elogiamos este sano criterio que intenta poner un límite al abuso de las impugnaciones societarias en el marco del complejo negocio de aumento de capital social. La impugnación de una asamblea de que decide un aumento de capital sólo debe prosperar en *casos extremos* y con *carácter restringido* cuando *circunstancias especiales lo justifiquen*.

No hay duda que el aumento de capital pudo provocar en el patrimonio del accionista disidente un daño directo dada las circunstancias especiales del caso (suspensión del derecho de preferencia). Ahora bien ese daño es exclusivamente de índole individual y por lo tanto no societario razón por la cual le queda vedado al accionista impugnar el acto asambleario societario.

Viene bien recordar que la acción de impugnación de asamblea es una acción de tipo “societaria” mediante la cual el acto colegiado nulo debe –necesariamente- lesionar el interés social de manera directa y el interés individual del accionista en forma oblicua, indirecta o derivada.

Cuesta imaginar un daño concreto al interés social cuando el negocio jurídico cuestionado busca cancelar un pasivo financiero mediante el mecanismo de capitalización. Mecanismo que se encuentra expresamente avalado por la ley. En el caso que estamos analizando lo cuestionado por el accionista Luch no fue el aumento de capital destinado a cancelar un pasivo sino, la suspensión del derecho de preferencia ya que esta suspensión del derecho de opción le habría generado un daño patrimonial: *pérdida de participación relativa en el capital social*.

Luch entendió que atento a que el acreedor que capitalizó su crédito era parte del grupo de control, la suspensión del derecho de preferencia le provocaba un daño patrimonial exclusivamente a él, siendo por lo tanto el aumento de capital un acto ilícito. El Tribunal juzgó lo contrario y por lo tanto no concedió la cautelar.

En este sentido el juzgador entendió que la suspensión de la decisión social que decide un aumento de capital persigue una doble finalidad: (i) evitar el eventual perjuicio individual del accionista y (ii) evitar la consumación de actos contrarios al interés social. Y agregó: *a la hora de ponderar las consecuencias económicas del acto lesivo, la protección del interés social cobra neto predominio sobre el interés individual y particular del accionista*. A los efectos de hacer prosperar la medida cautelar solicitada el accionista impugnante debió acreditar en el expediente el perjuicio al interés social de la capitalización de deuda.

E. Acción de impugnación v interés particular del accionista.

En línea con lo dicho en el punto D anterior el Tribunal hizo una clara distinción entre interés social e interés individual del accionista y argumentó que la acción de impugnación del artículo 251 LSC persigue directamente la protección del interés social. Y en este sentido explicó lo siguiente: *En supuestos donde se invoca que el aumento de capital se ha formulado en forma dañosa, abusiva y/o fraudulenta con la sola finalidad de licuar la participación accionaria, el accionista disconforme no se encontraría ejerciendo una acción judicial en interés de la sociedad (interés social), sino en el suyo exclusivo y particular: no ver disminuida su consistencia patrimonial en la distribución de las utilidades, el poder de influencia en el gobierno del ente y el goce de otros derechos parapolíticos*.

Sala F nos está marcando el siguiente derrotero aún cuando estemos dentro del marco de una cautelar: para que la acción de impugnación prospere (art. 251 LSC) y la cautelar (art. 252 LSC) es requisito legal necesario (*condictio sine qua non*) que la decisión social impugnada sea lesiva del interés social quedando por lo tanto excluidas las impugnaciones societarias cuando el derecho lesionado es único y exclusivo del accionista.

Con esto el Tribunal fija el criterio jurisprudencial de que no debe prosperar la impugnación societaria cuando el accionista disconforme con la decisión social busca tutelar un derecho individual y particular en forma exclusiva e excluyente. Si lo que se está atacando es un negocio societario ilícito (vrg., un aumento de capital) la única manera de volver las cosas a su lugar es por vía de la acción de nulidad (art. 251 LSC) y para ello debe estar siempre involucrado en la acción de impugnación una lesión al interés social, entendido éste como el interés común de todos los socios.

Finalmente el Tribunal remató lo siguiente: *La excepcional suspensión de las decisiones asamblearias no sirve a los fines de precaver las secuelas de un eventual mal negocio, sino para evitar las consecuencias dañosas de un ilícito legal o estatutario o contrario al interés social e indirectamente al de los socios*. De esta forma la sala F se alinea a la vieja doctrina del caso *Tacchi c. Peters Hnos* donde se fija el criterio jurisprudencial de que la acción de impugnación es una acción social mixta donde están involucrados el interés social y el individual del accionista, pero donde siempre debe prevalecer el primero por sobre el segundo y nunca éste excluir al primero.

F. Prima de emisión de acciones. Emisión a la par o con prima insuficiente.

El accionista Luch intentó traer como argumento le emisión con prima obligatoria obligatoria impuesta por RG-IGJ 09/2006 para las sociedades anónimas constituidas en la jurisdicción de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Aún cuando el Tribunal descartó este argumento pues no se habrían aportado *elementos a*

partir de los cuales pudiera indiciariamente meritarse dicha cuestión lo cierto es que el tema merece algún debate reflexivo².

Tres son las cuestiones que intentaremos abordar: (i) posible nulidad de la emisión en violación de las normas IGJ, (ii) emisión de acciones con prima insuficiente, (iii) acción social de impugnación por emisión a la par o con prima insuficiente.

(i) *Posible nulidad de la emisión en violación de las normas IGJ.*

Todos sabemos que el artículo 202 LSC no impone la emisión con prima. Todos sabemos que bajo la ley de sociedades y su correcta interpretación la emisión con prima es optativa y facultativa para la sociedad.

Si bien es cierto que la emisión a la par a causado mucho daño en el ámbito de los conflictos societarios la verdad es que el sistema jurídico societario argentino no impone la emisión con prima. Si bien cierto que la emisión a la par ha sido la causa principal de la lesión a los derechos patrimoniales de los accionistas externos, no es menos cierto que la emisión con prima es meramente facultativa. Si bien cierto que la emisión a la par no representa el valor real de la acción sino su valor nominal también es cierto que el legislador no impone la emisión con prima.

En un desenfrenado uso de sus facultades y competencias la IGJ ha intentado mitigar los efectos negativos de las emisiones de acciones a la par forzando la emisión con prima para aquellas sociedades inscriptas en su jurisdicción. Para las demás el tema se rige por el principio general sentado en el artículo 202: *la prima no es obligatoria*.

Teniendo en cuenta que las Normas de la IGJ no son reglamentarias de la ley de sociedades sino sólo normas administrativas de tipo registral derivadas de la ley de creación del registro, observamos que la emisión de acciones y su consecuente suscripción en violación a las Normas no deriva en un acto jurídico nulo sino en un acto ineficaz al solo efecto administrativo y por ende con consecuencias en el ámbito registral. Está claro que la emisión a la par no es un negocio ilícito pues la ley expresamente nos dice que la emisión con prima *no es obligatoria*.

La emisión a la par no nos enfrenta a un negocio ilícito sino a una cosa bien distinta: a un acto ineficaz al sólo efecto administrativo; esto significa a los efectos de la inscripción del aumento ante el órgano de contralor. Es importante aclarar esta cuestión ya que los accionistas minoritarios podrían verse tentados a impugnar una emisión de acciones a la par al considerar nulo algo que es perfectamente lícito aunque realizado en violación de Normas administrativas registrales.

No guardamos la menor sospecha, la emisión a la par es un acto lícito aún en aquellas sociedades inscriptas ante la IGJ.

(ii) *Emisión de acciones con prima insuficiente.*

Todos sabemos que la prima de emisión tiene por objetivo mantener la consistencia patrimonial de la acción y el destinatario exclusivo de la prima es el accionista minoritario que no acompaña el aumento de capital.

Todos sabemos que si la emisión la suscriben todos los accionistas será indiferente que la emisión sea con prima o a la par. Dará lo mismo suscribir 1000 acciones de \$1 v/n cada una que 100 acciones de \$10 (\$1 valor nominal + \$9 de prima). En ambos casos el accionista desembolsó \$1000. Si todos aportan \$1000 cada uno nadie se verá perjudicado y todos conservarán su participación relativa en el capital social.

Todos sabemos que entre prima y pérdida del patrimonio hay una directa relación de proporcionalidad. Cuanto más elevada sea la prima de emisión menor será el efecto dilutorio del socio que no acompaña el aumento. Por lo tanto es saludable para el accionista que el aumento de capital se suscriba con una prima exagerada. De esta forma aquel verá tutelado su derecho patrimonial: *evitar la pérdida de consistencia del valor de la acción*.

² El lector interesado puede consultar VAN THIENEN. *Prima de emisión obligatoria: ¿control de legalidad sustancial o reforma de la ley de sociedades comerciales?* (Carta abierta a la Inspección General de Justicia). Working Paper CEDEF 9. www.cedeflaw.org

Entre una prima exorbitante (qué no sabemos cuál es) y la emisión a la par hay muchos grises o matices. La verdad es que las acciones poseen tres tipos de valores: (i) el valor nominal, (ii) el valor patrimonial y (iii) el valor de mercado. Entre (i) y (iii) pueden darse diferentes valores según lo fije la asamblea extraordinaria (art. 202 LSC).

¿Podría un accionista impugnar un aumento de capital por considerar que el precio de suscripción contiene una prima insuficiente? Y la pregunta que sigue es: ¿Insuficiente para quién?

(iii) *Acción social de impugnación por emisión a la par o con prima insuficiente.*

La prima tiene un único destinatario: el accionista. La prima no tiende a tutelar ningún interés social sino únicamente un interés individual, privado y particular: *la consistencia patrimonial de la acción.*

Volviendo al ejemplo anterior observamos que para la sociedad emitir 100 acciones de \$10 cada una o 1000 de \$1 v/n cada una es exactamente lo mismo, en ambos casos la sociedad se hace de \$1000 para financiar capital de trabajo. A ella no le interesa la cantidad de acciones que se emitan sino la cantidad de numerario que ingrese a la caja social. Visto el tema desde este ángulo observamos que en la emisión con prima o a la par se juega un solo derecho: *el del socio.*

Siendo esto así y entendiendo que la acción de impugnación del artículo 251 LSC es una acción social mixta donde siempre debe estar en juego el interés social y éste debe estar por encima del individual no observamos argumentos sólidos que nos puedan convencer de la impugnación de un aumento de capital a la par o con prima insuficiente. Sostener que un aumento de capital es nulo por haberse emitido a la par o con una prima insuficiente choca y se da de bruces con la misión y objetivo de la acción de impugnación social que exige e impone la lesión a un interés social que comprenda al colectivo de todos los miembros del contrato asociativo mercantil³.

G. Privación del derecho de preferencia y suspensión del derecho de preferencia: ¿Se aplica el artículo 195 LSC?

El Tribunal sugirió al actor que no obstante estarle vedada la acción de impugnación por vía del artículo 251 LSC le quedaba abierta la acción de daños prevista en el artículo 195 LSC. Dijo la Sala: *asiste a Luch el remedio legal para resarcirse los daños derivados de la violación al derecho de suscripción preferente conforme lo prevé el artículo 195 LSC.* ¿Es esto así? Nosotros opinamos que no. A continuación nuestros fundamentos.

Una detenida lectura de este dispositivo normativo no advierte sobre la inoperatividad de esta norma al caso que estamos analizando: *suspensión del derecho de preferencia por capitalización de pasivos.*

Veamos:

ARTICULO 195: *El accionista a quien la sociedad **prive** del derecho de suscripción preferente, puede exigir judicialmente que éste cancele las suscripciones que le hubieren correspondido. Si por tratarse de acciones entregadas no pueden procederse a la cancelación prevista, el accionista perjudicado tendrá derecho a que la sociedad y los directores solidariamente le indemnicen los daños causados. La indemnización en ningún caso será inferior al triple del valor nominal de las acciones que hubiera podido suscribir conforme al artículo 194, computándose el monto de la misma en moneda constante desde la emisión.*

ARTICULO 196: *Las acciones del artículo anterior deben ser promovidas en el término de seis (6) meses a partir del vencimiento del plazo de suscripción. Las acciones pueden ser intentadas por el accionista perjudicado o cualquiera de los directores o síndicos.*

El primer interrogante que debemos responder es si el acto jurídico de privar un derecho es análogo a suspenderlo. A partir de la respuesta que podamos dar a este interrogante podremos sacar una conclusión.

El segundo interrogante que debemos responder es si la solución indemnizatoria del artículo 195 es aplicable al supuesto del artículo 197.

³ El lector interesado puede consultar VAN THIENEN. *Aumento de capital y emisión con prima comomaterias no justiciables: el caso Topola.* Working Paper 57. www.cedeflaw.org

No tenemos la menor duda de que la acción civil prevista en el artículo 195 corresponde al accionista que ha sido *privado* del ejercicio del derecho de preferencia, privación que puede ser producto de un acto lícito o ilícito y dentro de este último culposo o doloso. Nos encontramos ante un supuesto de aumento de capital lícito con privación del derecho de preferencia.

La matriz del artículo 195 difiere completamente de la matriz del artículo 197. Mientras el primero obliga indemnizar los daños causados a quien le fue arrebatado el derecho de opción y por lo tanto forzado a diluir su participación relativa en el patrimonio social, el artículo 197 parte de un modelo diferente: todos los accionistas se ven privados del derecho de preferencia por decisión social mayoritaria, con efectos suspensivos, y en interés de la sociedad. La ley autoriza la suspensión del derecho de preferencia más no su privación. La suspensión es lícita mientras la privación es un acto ilícito y dañoso.

Es notorio advertir que aún frente al acto dañoso (privación de la preferencia) el legislador puso por encima del interés individual del accionista perjudicado el interés social de financiamiento y por ende confirmando el aumento de capital como negocio jurídico firme, válido e irrevocable.

De acuerdo con esta norma el accionista lesionado en su derecho de preferencia tiene dos opciones excluyentes una de otra pudiendo sólo elegir una u otra dependiendo del *iter* del aumento de capital. Si es previo al vencimiento del plazo de suscripción y anotación en el libro de registro de acciones de las nuevas acciones a nombre de los nuevos accionistas (arts. 194 y 215) el accionista perjudicado podrá solicitar (judicialmente) la cancelación de la suscripción de aquellas acciones que le hubiera correspondido suscribir si le hubieran permitido ejercer la preferencia. A esta opción la llamaremos la *opción de cancelación*. Vencido el plazo de suscripción y anotadas las acciones a nombre de los nuevos titulares se extingue la *opción de cancelación* y nace a favor del accionista perjudicado la *opción de indemnización*. Esto quiere decir que el ADN del artículo 195 es claramente de responsabilidad civil más no de impugnación.

Debemos tomar nota de lo siguiente: el artículo 195 no ataca el aumento de capital como negocio jurídico societario. Éste queda firme y es irrevocable. En la fórmula del artículo 195 el acto ilícito es la privación del derecho de preferencia más no el aumento de capital. Tan relevante es esta cuestión que el aumento sigue siendo válido aún cuando se haya instrumentado con privación del derecho de preferencia.

Esta claro y es demasiado evidente que en la matriz de la ley 19.550 el derecho patrimonial del accionista representado en el derecho de preferencia, queda absolutamente relegado respecto del interés social. El legislador no ha dudado en hacer prevalecer el negocio de financiación aún cuando para lograr dicha financiación de capital el mismo se haya conseguido mediante la privación del derecho de preferencia. Bajo la fórmula del artículo 195 el legislador no sólo tutela, defiende y protege el interés social (necesidad de financiación) sino que además tutela, defiende y protege el interés individual de quienes ejercieron la preferencia, sean éstos accionistas o terceros nuevos suscriptores. Se protege la seguridad jurídica y la estabilidad del contrato de suscripción. En definitiva para el legislador prevalece siempre el interés social por encima del interés individual del accionista perjudicado, aún cuando para lograr aquel interés social se haya causado daño (con culpa o dolo). Esta es la razón por la cual el legislador tarifó la indemnización fijando un piso: *nunca podrá ser inferior al triple del valor nominal*.

Otro dato relevante para distinguir el artículo 195 del 197 es que en el artículo 195 los sujetos pasivos de la obligación de indemnizar son la sociedad y los directores en forma solidaria quedando por lo tanto excluidos los accionistas. Esto confirma la tesis de que lo ilícito es la privación de la preferencia más no el aumento de capital. En la mecánica del artículo 197 la asamblea decide aumentar el capital y a fin de permitir la capitalización del pasivo se precisa suspender la preferencia. Siendo éste un negocio jurídico complejo donde el aumento de capital es inviable sin la correlativa suspensión de la preferencia no vemos cómo el accionista disidente con el aumento y la suspensión de la preferencia pueda invocar la acción de daños del artículo 195. Todos sabemos que en la mecánica de la capitalización de pasivos no hay una *privación ilícita* del derecho de opción sino una *suspensión lícita*.

H. Conclusión.

El caso analizado es de sumo interés jurídico por el criterio jurisprudencia sentado respecto de una cautelar dentro del ámbito de un aumento de capital por capitalización de pasivos.

En caso reviste interés práctico y jurídico pues pone en entredicho la viabilidad de impugnar un aumento de capital por emisión a la par o con prima insuficiente dejando un sentado un criterio jurisprudencial que vale

la pena destacar: la acción de impugnación y las cautelares solicitadas en su consecuencia sólo pueden prosperar cuando se trata de tutelar el interés social (como interés directo e inmediato) y el interés individual del accionista (como interés indirecto o mediato).

Entendemos que no es de aplicación la solución del artículo 195 LSC al caso analizado. Tenemos fundamentos para sostener que privar un derecho no es igual o análogo a suspenderlo. Además de que el primero es un ilícito societario mientras que el segundo es un negocio reconocido por la ley societaria como acto necesario e indispensable para habilitar la capitalización de pasivos fortaleciendo por lo tanto los recursos propios y el patrimonio de retención como prenda común de los acreedores.

Por último de adherirnos a la tesis de la sala en este punto observaríamos un dato preocupante: queda habilitada la acción de daños por vía del artículo 195 cuando en rigor de verdad la acción de daños debe ser contra los accionistas que votaron favorablemente la *suspensión de la preferencia y el aumento de capital* conforme lo ordena el artículo 254 LSC.

Otro aspecto negativo de este fallo es poner en jaque la emisión de bonos convertibles en acciones que imponen la suspensión del derecho de preferencia como condición necesaria y previa para la exitosa colocación de los bonos.

Esperamos que estas reflexiones sean de utilidad.

Atte.,

Pablo A. Van Thienen