

Autonomía de la Voluntad en la LGS

(Receso y Stock Options en el proyecto de Ley Bases)

Por P. Augusto VAN THIENEN

SUMARIO: I. Introducción. – II. Normas imperativas y autonomía de la voluntad en la Ley General de Sociedades. – III. Los registros públicos y el efecto Delaware. – IV. Derecho de receso forzoso y receso sin causa. – V- *Stock options* para sociedades cerradas. – VI. Conclusiones.

I. Introducción

El proyecto de “*Ley Bases de Punto de Partida para la Libertad de los Argentinos*” propone, entre muchas reformas, modificar ciertos institutos y aspectos de la Ley General de Sociedades que merecen ser analizados. Me permito aportar una mirada crítica.

Quiero centrar mi atención en el derecho de receso y el régimen de adquisición de acciones (para entregar al personal en relación de dependencia en sociedades cerradas); pero sin antes, hacer alguna breve referencia al principio rector de la autonomía de la voluntad en el texto actual de la Ley General de Sociedades (LGS).

Comencemos ...

II. Normas imperativas y autonomía de la voluntad en la Ley General de Sociedades

Incorporar a la LGS el principio contractual de la autonomía de la voluntad ayuda, sin duda, a reafirmar este principio. Ahora bien, la verdad es que en el texto actual de la LGS no hay dispositivo alguno que rechace, limite o niegue aquel principio libertario previsto en el viejo artículo 1197 del código de Vélez¹.

¹ La ausencia de libertad contractual está más presente en nuestra forma de ver e interpretar la ley, que en su texto e interpretación teleológica. Somos nosotros quienes le imprimimos a la LGS un tono imperativo indisponible, sólo producto de nuestra imaginación reprimida. Esta forma institucionalista de ver la LGS y, en particular, el tipo SA ha permeado muy profundo entre nuestros jueces. Un ejemplo de ello podemos verlo en el fallo “Bartolomé Cruz y Arenales”, CNCom., sala D; entre muchos otros. Vid., Augusto VAN THIENEN. “*Pacto de quórum y autonomía de la voluntad*”. <https://www.cedeflaw.org/pdfs/2017426114432-125.pdf>.

Está claro y salta a la vista que la LGS, en su actual redacción, cuenta con muy pocas normas de carácter indisponibles (imperativo de orden público) dejando por lo tanto un amplísimo margen de maniobra para la autonomía de configuración contractual asociativa².

Sólo aquellas normas directamente vinculadas al tipo societario, el capital social y participaciones societarias, los órganos societarios y su funcionamiento, las causales de disolución o liquidación, escenarios de reducción de capital obligatorio, pérdida del patrimonio o participaciones cruzadas, son las que tienen un marcado carácter imperativo indisponible.

Pero son sólo un puñado. ¿Qué sucede con el resto?

El proyecto de Ley Bases introduce en la LGS el siguiente principio: “*El contrato social, el estatuto, sus modificaciones y las resoluciones de los órganos societarios, se rigen por el principio de la autonomía de la voluntad ... en tanto no contradigan normas imperativas de esta ley*”. La pregunta que cabe formularnos es la siguiente: ¿Qué sucede hoy con el texto vigente de la LGS? ¿Acaso los estatutos, el contrato social y las resoluciones de los órganos societarios no son ley para las partes? El proyecto Bases agrega: “*en tanto no contradigan normas imperativas de esta ley (se refiere a la LGS)*”. ¿Acaso esto no es así con la actual LGS?

Recordemos que el artículo 958 CCCN expresamente ordena lo siguiente: “*Las partes son libres para celebrar un contrato y determinar su contenido, dentro de los límites impuestos por la ley o el orden público. Las normas legales siempre son de aplicación supletoria a la voluntad de las partes expresada en el contrato (...) salvo que la norma sea expresamente imperativa, y siempre con interpretación restrictiva.*”

O sea, si entendemos que la persona jurídica se crea a partir de la celebración de un contrato bilateral o plurilateral (salvos las unipersonales), pudiendo aquella ser regular o irregular, el proyecto de Ley Bases no agrega nada nuevo dado que el principio de autonomía de configuración contractual ya se encuentra sacralizado en el código de fondo, fijando el principio de supletoriedad normativa. Dicho esto, no caben dudas de que el principio sentado en el artículo 958 CCCN se aplica a todos los contratos, incluso, al contrato asociativo, cualquiera sea el tipo social.

Reitero, la LGS - como ley especial- no limita ni restringe el principio contractual de la sociedad siendo de aplicación plena los principios fijados en el código de fondo. Por lo tanto, no queda espacio argumental para seguir sosteniendo que el tipo SA es un modelo institucionalista despojado del principio contractual. Esta mirada de la sociedad anónima capitalista atrasa y huele a naftalina.

² Vid., Augusto VAN THIENEN. “*Orden público societario¿estás ahí?* (Con especial referencia a las nulidades absolutas, normas imperativas y derechos inderogables de los socios).
<https://www.cedeflaw.org/pdfs/20112720630-31.pdf>

El único límite a la autonomía de configuración lo fija la ley imperativa (para todos los tipos) y siempre que dicha norma sea expresamente imperativa. Marco la palabra *expresamente* porque es un recaudo esencial que fija el CCCN, pero que (expresamente) omite el proyecto de Ley Bases. Este dato que señalo es muy relevante dado que entre las normas imperativas las hay, expresamente imperativas, e imperativas implícitas. Si vamos por el modelo *expresamente imperativo* propuesto por el CCCN observamos que el espacio para la autonomía de configuración contractual se expande y dilata. En cambio, en el modelo propuesto por el proyecto Bases, la autonomía de voluntad se restringe ampliando el alcance del imperativo normativo. Sin duda, esta fórmula contradice de manera frontal el principio libertario que inspira el proyecto.

Este sería, en mi opinión, el primer aspecto a corregir.

Para comprender hasta dónde llega la libertad contractual asociativa, necesitamos distinguir entre normas imperativas (*indisponibles*) y normas imperativas (*disponibles*). Conocer esta diferencia es crucial y estratégico para diseñar de manera eficiente la Ley Contractual.

La LGS -en su actual redacción- contiene un amplísimo catálogo de normas imperativas de tipo (disponibles) y, por lo tanto, supletorias; esto quiere decir en buen castellano que dichas normas sólo serán imperativas ... *salvo pacto en contrario*. Esto significa el desplazamiento de la ley imperativa por decisión libre y voluntaria de las partes.

Un ejemplo sirve como botón de muestra: analicemos por un momento el artículo 206 LGS sobre pérdida parcial del capital. Esta norma dice así: “*La reducción es obligatoria cuando las pérdidas insumen las reservas y el 50% del capital*”. Está claro que la parte imperativa (indisponible) se encuentra en la configuración objetiva del estado de pérdida parcial del capital, esto es, cuando las pérdidas operativas consumen 100% de las reservas patrimoniales + 50% del capital. Este aspecto de la norma esta fuera del ámbito disponible. Configurado el dato objetivo, se configura el estado de pérdida parcial.

Sin embargo, esta norma contiene una parte que es supletoria o imperativa (disponible) y que está relacionada con el mecanismo jurídico de saneamiento patrimonial. Si bien la norma impone la reducción de capital como mecanismo legal, nada impide a los socios sanear el balance mediante otro mecanismo jurídico: por ejemplo, un aumento de capital. ¿Quién podría estar en contra de esta solución?

Si todos los socios aportan capital para absorber pérdidas la autonomía de la voluntad se impone supliendo a la norma imperativa. Queda así confirmada la disponibilidad de la norma imperativa. Con este ejemplo he intentado ilustrar muchos otros casos o supuestos que aluden a la supletoriedad normativa en el actual contexto de la LGS. Siendo esto así, el proyecto Bases no agrega nada nuevo.

Está claro que en el contrato asociativo donde las decisiones se adoptan por el voto de la mayoría la unanimidad del voto sellará la suerte de la norma supletoria.

Dado que la norma supletoria tiende a proteger derechos patrimoniales y, por lo tanto, transables, renunciables y negociables, en el supuesto de que un socio no esté de acuerdo con sanear el patrimonio mediante el mecanismo de aumento de capital tendrá la opción de impugnar la decisión social dentro del plazo de caducidad de tres meses (art. 251 LGS). Ahora bien, vencido este plazo el aumento de capital se convierte en un negocio jurídico societario válido y vinculante para todos los socios, incluido, el socio disconforme (art. 233 LGS)

Esto pone en evidencia que la referencia a la autonomía de la voluntad en el proyecto Bases no es más que una declaración de principio carente de contenido práctico; y peor aún, con una redacción que termina empeorando la actual redacción, limitando la autonomía contractual.

Digamos ... o sea ... el proyecto de Ley Bases no sólo no agrega nada nuevo; sino que restringe la libertad contractual.

III. Los Registros Públicos y el efecto Delaware

El proyecto de Bases nos ofrece el siguiente texto: *“Las normas reglamentarias que dicten los Registros Públicos y las autoridades de aplicación no podrán invalidar, restringir, ampliar o condicionar lo dispuesto en la ley ni las disposiciones válidamente adoptadas por las partes”* y agrega *“Los Registros Públicos solo verificarán el cumplimiento formal de los requisitos establecidos por esta ley, y no podrán exigir ningún otro recaudo o condición”*.

Este aspecto del proyecto es, en mi opinión, el más relevante tirando por tierra de manera definitiva el injustificado control de legalidad substancial que anteriores inspectores intentaron imprimir a su gestión en un exceso de facultades. Este exceso supo encontrar límites en la justicia del foro mercantil, pero que entorpeció el giro empresario hasta límites insoportables.

Lo interesante de esta nueva fórmula de neto carácter administrativo donde la función del registro es de control de legalidad “formal” viene a ratificar mi crítica en estas líneas puesto que resulta absolutamente innecesario reconocer la autonomía de configuración contractual en el proyecto Bases, frente a un control formal de legalidad.

Está claro que, con esta modificación, replegando al órgano de fiscalización a una mera función de “buzón” limitado a un control de legalidad formal de los actos societarios, es suficiente para que los socios configuren sus derechos patrimoniales, diseñando el contrato social o el estatuto como les plazca, de la manera más eficiente y eficaz a sus intereses³.

³ La Inspección General de Justicia incrementó el capital social mínimo de la SA pasando de \$100.000 a \$30.000.0000. Se comenta en el mercado que esta intervención estatal tiene por objetivo lograr una selección de tipo administrativa mediante la cual quienes opten por este tipo societario sean proyectos de porte. Con esta intervención estatal se orienta al mercado cerrando las puertas de la SA a pequeños emprendimientos quienes

Sin duda, este aspecto del proyecto es el único y más relevante en el capítulo que estamos analizando.

Todo lo demás ... sobra ... como lo demostraré a continuación.

IV. Derecho de receso forzoso y receso sin causa

El proyecto intenta innovar sobre un instituto que tiene nula relevancia en la vida societaria de empresas cerradas (familiares o no).

Si bien es cierto que la ausencia de un modelo de salida eficiente termina incentivando conductas extorsivas a través del conflicto societario y las impugnaciones de asambleas, la solución propuesta no conduce a lograr una mejor eficiencia en este tema; sino todo lo contrario.

Segunda falla del proyecto.

Si somos genuinos libertarios, dejemos que las partes libremente pacten la cláusula de salida que mejor responda a sus intereses. No necesitamos que un legislador nos diga cómo, ni cuándo podemos ejercer este derecho.

Me explico:

a. Receso sin causa

El proyecto Bases crea una nueva norma con el objetivo de dar al socio minoritario una suerte de “válvula de escape” saliendo del contrato, cuando le plazca, y cómo le plazca.

Todos sabemos que la ruptura contractual sin causa, ejerciendo el pacto comisorio, conlleva en todos los casos afrontar los costos de salida por los daños causados. Sin embargo, en el modelo imperativo propuesto en el proyecto Bases el socio que decide ejercer el receso sin causa, y en cualquier momento, tiene derecho a llevarse el valor de mercado de su participación societaria, contradiciendo un principio básico del derecho contractual y las obligaciones: *¡el que rompe paga!*

Pero no sólo esto, el proyecto propone algo mucho más grave: si la cantidad de acciones del socio recedente hiciera inviable la continuidad de la sociedad, se pone en jaque la continuidad de la empresa debiendo la asamblea decidir la disolución.

sólo tienen derecho a optar por la SAS o la SRL. Mediante este mecanismo arbitrario, el Inspector General de Justicia le pone un límite cuantitativo a quienes quieren elegir la SA como tipo societario de preferencia. O sea, quien hoy arranque con una SAS o SRL, y dentro de unos años decida hacer una oferta pública, deberá transformarse generándole al proyecto un costo de transacción innecesario. Si todos sabemos que el capital social es un dato inútil e innecesario, cuál es la razón para insistir con este dato poniéndole barreras de entrada a los emprendedores. Para ser coherentes con el espíritu libertario de la hora, la propuesta más eficiente y coherente hubiera sido reducir el capital social mínimo a, tan sólo, \$1.

¡Un verdadero dislate jurídico!

Esta norma (imperativa) obliga a la sociedad decidir la disolución (o no) frente al ejercicio de un derecho individual del socio. O sea, el proyecto Bases no sólo promueve el conflicto, sino que impone el interés individual del socio por sobre el interés de la empresa como fuente generadora de empleo y riqueza. Este modelo perverso pone patas para arriba los riesgos contractuales asumidos al momento de celebrar el contrato asociativo⁴.

El proyecto Bases nos enfrenta a héroes con villanos, siendo los héroes los empresarios (en la visión del Poder Ejecutivo) y el socio recedente el villano.

Pero no solo esto, el aspecto más controvertido de este nuevo receso es el precio de salida. En efecto, el proyecto no propone ningún tipo de descuento para el socio recedente; sino todo lo contrario, lo premia recibiendo por sus acciones valor de mercado *Fair Market Value*.

¡Insostenible!

Y tengo dos fundamentos de peso para sostener por qué es ... insostenible.

El primero porque pone los incentivos económicos del lado equivocado promoviendo la salida del socio y la descapitalización de la empresa sin costo de salida contractual para el socio recedente; y el segundo, porque es inviable financieramente para la sociedad pagar valor de mercado por sus propias participaciones societarias.

Dado que los estados contables jamás reflejan el valor de mercado de una empresa en marcha y, considerando que el proyecto Bases permite tasar la empresa en una suerte de “*Appraisal Remedy*” (a la criolla) es altamente probable que el precio del receso supere el método de valor patrimonial proporcional previsto en el artículo 245 LGS⁵.

Siendo esto así, y dado que el receso lo paga la empresa resulta insostenible pagar valor de mercado. Ninguna empresa puede rescatar sus propias participaciones societarias por un valor superior a su propio patrimonio contable; salvo un único supuesto: *que la participación sea tan insignificante que el valor patrimonial alcance a pagar valor de mercado*. Si no se cumple este supuesto, el único camino posible es la disolución y liquidación del ente jurídico⁶.

Digamos ... o sea ... el proyecto de Ley Bases termina empeorando las cosas.

Pero esto no es todo veamos el receso forzoso.

⁴ Sea contrato fundacional o contrato de suscripción.

⁵ El proyecto Bases viene a derogar el método contable de valuación de receso propuesto por el artículo 245 LGS.

⁶ Vid., Augusto VAN THIENEN – Iván DI CHIAZZA. Derecho de receso: ¿Corresponde incluir el “valor llave” en la valuación de participaciones societarias? ¿Cómo se financia un receso y cuál es el racional económico del artículo 245? <https://www.cedeflaw.org/pdfs/2017426173056-129.pdf>.

b. Receso forzoso

En una suerte de *Squeeze-out* (a la criolla) y para sociedades cerradas (familiares o no) se crea el instituto del Receso Forzoso, que no es más que una nueva causal de exclusión (Arts. 89 y 91 LGS).

Esta exclusión opera como resolución con causa permitiéndole a la sociedad resolver el vínculo contractual de manera unilateral. Y en este caso, tampoco hay penalidad ni descuento para el socio excluido. Recordemos que aquí estamos hablando de una resolución contractual con causa.

Tercera falla del proyecto.

El receso forzoso se presenta en un supuesto bien concreto: 1) que se trate de un socio titular de no más del 2% del capital, 2) que aquel no participe de las asambleas, 3) que no cobre sus dividendos y, por último, no realice actos que muestren interés en el giro social durante cinco ejercicios consecutivos. A mi modo de ver, demasiados requisitos esenciales para habilitar una exclusión con causa. Recordemos que los artículos 89 y 91 LGS autorizan incluir en los estatutos cláusulas de exclusión; pero no sólo eso, la jurisprudencia del fuero mercantil ha admitido la exclusión de accionistas en base a estos artículos⁷.

Está claro que el proyecto busca resolver un problema frecuente en sociedades cerradas cuando participaciones societarias residuales obligan incurrir en costos de transacción innecesarios convocando a asambleas por edictos (artículo 237 LGS). Si el objetivo de la norma es resolver este inconveniente, exigir tantos requisitos esenciales corrompe su misión.

Esta norma de tipo (imperativa) me viene como anillo al dedo para demostrar, una vez más, que su imperatividad es ciertamente disponible. En efecto, los socios pueden incorporar otras causales de exclusión (tal como lo autorizan el artículo 89 y 91 LGS) o, incluso, regular la que nos propone el proyecto Bases derogando los incisos 2 a 4 y aumentando el porcentaje a límites más generosos como, por ejemplo, “*socios titulares de un porcentaje inferior al 49.9%*”.

Siendo esto así, la pregunta que sigue es: ¿Qué agrega el proyecto Bases?

La exclusión de socios residuales en una SRL, una SAS o SA, cualquiera sea su causa la podemos instrumentar echando mano al actual texto de la LGS que consagra el principio de autonomía de configuración contractual, sin cortapisas, ni límites.

⁷ Vid., Augusto VAN THIENEN – Ivan DI CHIZZA. “Rescate de acciones por justa causa de exclusión en la sociedad anónima: dos precedentes muy interesantes. (Análisis de los casos “Microómnibus Ciudad de Buenos Aires SA” y “Nargam SA”) <https://www.cedeflaw.org/pdfs/2017426171558-126.pdf>. “Suspensión de los derechos del accionista por (grave) incumplimiento a sus obligaciones sociales: el caso Bingo Caballito”. <https://www.cedeflaw.org/pdfs/2011915201227-75.pdf>. “La exclusión de socio como acción social en la empresa de familia ... el caso Cosmos Libros SRL”. <https://www.cedeflaw.org/pdfs/2012118201411-106.pdf>.

Ahora bien, el dato significativo, y mi crítica más profunda al proyecto Bases pasa por imponer una norma que obligará a las empresas reformar sus estatutos para, precisamente, derogar el receso sin causa o con causa, o en su caso, proponer una diferente reglamentación del instituto.

Si somos genuinos libertarios dejemos que los socios regulen el derecho de salida sin que el Estado se involucre en la reglamentación de un derecho esencialmente patrimonial donde los riesgos del capital incluyen, entre otros, la liquidez de la inversión realizada.

Cuarta falla del proyecto.

Veamos a continuación qué sucede con la adquisición de propias acciones para implementar planes de opciones de compra a favor de empleados en relación de dependencia.

V. *Stock options* para sociedades cerradas

Buscando modernizar nuestra actual LGS el proyecto Bases trae un nuevo instituto: la adquisición de participaciones societarias (por la propia sociedad emisora) para ser distribuidas entre sus empleados y altos ejecutivos.

Esta adquisición de propias participaciones tendría por única misión implementar programas de opciones de compra sobre acciones que carecen de oferta pública y, por lo tanto, de un mercado secundario dinámico y amplio. O sea, implementar un modelo de opciones, sin un mercado secundario que ofrezca liquidez.

En este nuevo esquema, el proyecto Bases incorpora cuatro novedades que paso a destacar:

1. La sociedad (empleadora) suscribe acciones liberadas capitalizando, a tal efecto, reservas patrimoniales.
2. Capitalizadas las reservas y emitidas las acciones liberadas, éstas pasan a formar parte del rubro “acciones en cartera” dentro de la cuenta capital del patrimonio neto contable.
3. Las acciones pueden ser entregadas a los beneficiarios del plan a un precio menor al valor de emisión (precio de suscripción).
4. La adquisición de las acciones a este valor inferior no puede ser atacado de nulidad.

Si bien el modelo de *Stock Options* luce, a primera vista, interesante y novedoso; abrigo serias dudas sobre su éxito futuro, por dos razones de peso:

1. Es muy complejo implementar en sociedades cerradas familiares este tipo de planes si no va acompañado de un cambio en el régimen de gananciales. Por supuesto estoy hablando de un empleado sin un pacto prenupcial y un plan de *Stock Options* donde el empleado adquiere las acciones con el único propósito de mantenerlas. Debemos tener presente que en este tipo de empresas se busca mantener la propiedad del capital en manos de la familia de sangre, alejando a los parientes políticos de la intromisión en la gestión (ganancialidad).

2. Otro aspecto no menor es de tipo impositivo dado que el ejercicio de la opción y la adquisición de las acciones, tal como está planteado en el proyecto Bases, podría tener costo impositivo para el beneficiario considerando que el costo de adquisición es menor al valor de emisión⁸.

Más allá de estos dos potenciales inconvenientes, observo lo siguiente:

1. El proyecto Bases prevé como mecanismo jurídico y contable la capitalización de reservas y emisión de acciones liberadas para conservarlas en cartera. Siendo esto así, este diseño exigirá el consentimiento de todos los accionistas en virtud de lo previsto en el artículo 189 LGS que expresamente dice: *“Debe respetarse la proporción de cada accionista en la capitalización de reservas (...) por los que deban entregarse acciones integradas”*.
2. El proyecto Bases incorpora en el artículo 220 LGS el negocio jurídico de *“suscripción de acciones liberadas”* mediante capitalización de reservas. O sea, es una adquisición de acciones propias por suscripción. Este negocio jurídico escapa a los tres supuestos de “adquisición” previstos en los incisos 1° a 3°; estos son, la adquisición para cancelar acciones por reducción de capital, la adquisición para evitar un daño grave y la adquisición como resultado de una fusión por absorción.

El negocio jurídico que propone el proyecto no encaja en ninguno de estos tres supuestos ya que se trata de una suscripción de acciones liberadas por capitalización de reservas y consecuente aumento de capital. No es un negocio de adquisición, esto quiere decir, no hay una transferencia onerosa entre la sociedad y un tercero⁹.

El negocio jurídico de aumento de capital y suscripción de acciones liberadas propuesto por el proyecto no implica alteración del patrimonio neto contable; cosa que sí ocurre con los supuestos 1° a 3° del artículo 220 LGS. Y este dato jurídico y patrimonial no es menor dado que condiciona todo el resto del articulado propuesto por el proyecto; como veremos más abajo.

3. Además, el proyecto Bases propone la adquisición de las acciones por los empleados a un precio menor al valor de emisión (en una suerte de “Precios Cuidados”).

En este esquema de “capital subsidiado” la sociedad absorbe una pérdida patrimonial en exclusivo beneficio del empleado. Por ejemplo, si la sociedad suscribe a \$100 y el

⁸ Si bien para el beneficiario el costo de adquisición es el precio de compra, aquel pagará ganancias cuando al momento de venderlas (ejercicio del put) el precio de venta supere el costo de adquisición. Esta estructura financiera podría generar alguna contingencia tributaria dado que no tenemos claro que dirá la AFIP frente a este tipo de opciones donde el adquirente de la acción paga un precio subsidiado, que termina representando una ganancia no grabada para el beneficiario.

⁹ El tercero en estos casos serían los socios (incisos 1º y 2º) o una sociedad absorbida (inciso 3º).

empleado paga \$50, la diferencia de precio (-\$50) será para la sociedad una pérdida contable y, en igual medida, una ganancia (implícita) para el empleado. Lo interesante de este esquema contractual es que el empleado gana desde el instante mismo en que suscribe el contrato de opción, en una suerte de apuesta segura.

Ahora bien, dado que estamos en sociedades cerradas sin un mercado secundario para negociar las acciones, está claro que el beneficiario de la opción deberá contar con una opción de venta (*Opción Put*) que le permita hacer líquida su ganancia (los \$50). En este modelo de *Stock Options* el obligado al put podrá ser: (a) la propia sociedad empleadora, (b) una sociedad del grupo, o (c) los accionistas de la sociedad empleadora¹⁰.

En este esquema el precio del put podrá ser: (a) igual al valor de emisión o (b) igual al valor de mercado al momento de ejercer el put. Si el valor de mercado es mayor a \$100 el empleado habrá ganado la diferencia, más los \$50. Si el valor de mercado es igual a \$100 habrá ganado \$50, y si el valor es menor a \$50 habrá perdido. Está claro que en este modelo el ejercicio del put podrá tener (o no) una fecha de *vesting*.

4. Pero no sólo el proyecto Bases propone un esquema de Precios Cuidados; sino que, ordena que este esquema contractual no puede ser atacado de nulidad en los términos del artículo 13.5 LGS. Aquí, observo un importante traspié, dado que el inciso 5° del artículo 13 refiere únicamente a la transferencia de participaciones ... entre socios. En el negocio que estamos analizando aquí las partes del contrato son la sociedad (que enajena) y los empleados (que adquieren). Siendo esto así, la ubicación en inciso 5° del artículo 13 LGS no corresponde, desde una correcta técnica jurídica.

Pero, más allá de esta crítica formal vale la pena detenernos en una crítica de fondo. ¿Cuál es la necesidad de blindar esta operación? Lo cierto es que el proyecto no resuelve el problema de fondo y esto es, precisamente, precisar qué quiere decir el legislador cuando dice “*que se aparte notablemente de su valor real*”. El proyecto Bases no sólo comete el error de incorporar un supuesto ajeno al inciso 5° sino que, olvida mejorar su texto y, por lo tanto, insiste con la misma incertidumbre ... desde hace más de 50 años¹¹.

¹⁰ Vale aclarar que el diseño financiero propuesto por el proyecto Bases ha sido fuertemente criticado por la academia norteamericana, y regulado fuertemente por la Sarbanes Oxley Act para, precisamente desincentivar esta práctica. Este tipo de opciones han sido una de las principales causas de la crisis Sub-prime de los Estados Unidos de Norteamérica, precisamente, porque los incentivos estaban puestos en el mayor valor de las opciones y el enriquecimiento personal del ejecutivo; y no, en la creación de valor mediante una gestión eficiente de la empresa “*Moral Hazard*”. “*Stock or Options? Moral Hazard, Firm Viability, and The Design of Compensation Contracts*”. Ohad Kadan and Jeroen M. Swinkels. White Paper. Washington University. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=665803.

¹¹ Vid., Augusto VAN THIENEN. Ivan DI CHIAZZA. “Precio y valor real en el contrato de opción sobre acciones (con especial referencia al artículo 13.5 LGS). <https://www.cedeflaw.org/pdfs/2011116125054-34.pdf>

5. El proyecto impone un límite del 20% del capital social para implementar estos planes de opciones. La pregunta que debemos formularnos, frente a un proyecto inspirado por principios libertarios es: ¿por qué fijar un límite legal? ¿Cuál es el sentido de limitar un plan de incentivos? De todas maneras, siendo una norma imperativa (disponible) o sea, una norma supletoria, nada impide diseñar un plan que exceda dicho porcentaje; eso sí, evitemos el riesgo de impugnación logrando la unanimidad.
6. El proyecto fija un plazo máximo de 5 años para que la sociedad entregue las acciones a sus empleados, pudiendo prorrogarlo. La pregunta que debemos formularnos, frente a un proyecto inspirado por principios libertarios es: ¿por qué fijar un plazo legal? De todas maneras, siendo una norma imperativa (disponible) o sea una norma supletoria, nada impide diseñar un plan que exceda dicho plazo; eso sí, evitemos el riesgo de la impugnación logrando la unanimidad.

Pero más allá de estos menesteres, lo cierto es que mantener las acciones liberadas en cartera en nada altera el patrimonio neto contable, y ningún perjuicio sufren los accionistas o terceros acreedores quirografarios. En definitiva, la sociedad aumentó el capital fortaleciendo la cifra de retención en favor de los acreedores quirografarios. Siendo esto así, por qué limitar el plazo.

Este error refleja un grave fallo del modelo. ¡Vamos por el quinto!

En efecto, en el modelo del artículo 221 LGS que obliga a la sociedad enajenar las acciones en cartera dentro del año es, precisamente, porque la sociedad ha destinado recursos propios para adquirir acciones de terceros (los socios). O sea, la sociedad destinó capital de trabajo para financiar una operación ajena a su actividad empresarial, con reducción del patrimonio neto contable. Hay una efectiva salida de caja para pagar un rescate de acciones con cargo a ganancias líquidas y realizas o reservas libres (art. 220.2 y 222 LGS). A los efectos de volver el patrimonio al estado anterior al rescate, la ley impone la enajenación en un plazo perentorio. Ese es el único objetivo de la obligación de venta.

En cambio, en el modelo de *Stock Options* diseñado por el proyecto Bases las acciones en cartera son el resultado de una capitalización de ganancias líquidas y realizadas o reservas libres, y que en nada altera el neto patrimonial. Mediante esta capitalización la sociedad se convierte en socia de sí misma; y esta situación jurídica en nada perjudica a los acreedores quirografarios y vulnerables. Siendo esto así, no se entiende el racional de fijar un plazo para la enajenación. Por supuesto, más allá de esta crítica de fondo, está claro que el plazo legal puede ser dejado de lado por Ley Contractual.

Por último, si el plan de *Stock Options* no se llegara a implementar, las acciones en cartera se cancelarían por reducción de capital, y sin que para esta reducción se aplique el régimen de oposición de acreedores (art.204 LGS). La reducción de capital, en este caso, si bien es voluntaria, no altera el patrimonio contable puesto que las reservas patrimoniales acrecerán en una cifra igual al capital social reducido.

7. El proyecto Bases suspende los derechos de las acciones liberadas (en cartera); en particular el derecho de voto, no pudiendo computárselas para el quórum ni mayorías. En este sentido no sólo no agrega nada nuevo, sino que tampoco soluciona las dudas que hoy presenta la LGS. No obstante, LGS en su actual redacción deja las puertas abiertas para la más amplia libertad contractual.

En síntesis, el régimen de *Stock Options* para sociedades cerradas propuesto por el proyecto Bases trae muchas fallas que deben ser corregidas por el mercado a través de la Ley Contractual.

Siendo esto así, para qué sirve el proyecto Bases.

VI. Conclusiones

Sin duda, la promulgación de la Ley Bases en su actual redacción y con las fallas apuntadas respecto del derecho de receso y el régimen de *Stock Options* se presenta como una fuerte amenaza para el mercado obligando a muchas sociedades a modificar sus estatutos derogando estas normas imperativas de aplicación supletoria.

Ahora bien, siendo el derecho una ciencia social que tiene por misión esencial facilitar las transacciones, reducir los costos de entrada y salida de los operadores de mercado, minimizando los espacios de conflictividad, flaco favor le hace el proyecto Bases al mercado con su actual redacción.

No perdamos de vista que el derecho mercantil societario tiene por única misión generar una estructura jurídica (persona) cuyo único propósito es servir de centro de imputación y patrimonio de afectación ("*Nexus Of Contracts*") para los operadores de mercado. Cuanto menos se involucre el Estado en su regulación más eficiente será la regulación privada de los derechos contractuales y patrimoniales.

Digamos ... o sea ... parece recomendable tomarnos un tiempo para lograr un articulado más coherente con el espíritu de Alberdi promovido desde el Poder Ejecutivo Nacional¹².

¹² Vale la pena recordar que bastaron sólo unas pocas normas "*Sobre las Compañías*" del Código Comercial de Acevedo (1862) para que se fundaran en Argentina las empresas más emblemáticas de nuestra burguesía industrial. Basta mencionar, entre otras, Alpargatas SA, Cervecería y Maltería Quilmes SA, Grimoldi SA, Acindar SA, Garovaglio & Zorraquín SA, Techint SA, Molinos SA, Aluar SA, Terrabussi SA, Arcor SA, Laboratorios Bagó SA,

Georgalos SA, Bonafide SA, y tantas otras. Estas empresas se crearon al calor de un Estado mínimo y mucha Ley Contractual.