



## **Prima de emisión de acciones: acertado fallo de la CNCom., sala F.**

### **1. Introducción.**

Los hechos del caso son simples: la sociedad Akeba SA aprobó por asamblea de accionista incrementar su capital de social de \$100.000 a \$1.000.000 mediante la emisión de 900.000 nuevas acciones suscriptas a la par; o sea, a su valor nominal estatutario. Un dato significativo es que el aumento de capital se aprobó en segunda convocatoria con el voto favorable del 33,35% del capital social y votos. Luego del aumento, dicha participación se incrementó a más del 93,32% provocando una fuerte dilución en la participación accionaria de los accionistas de control en cabeza de las sucesiones Grunfeld Abraham y Sánchez Gabriel respectivamente. Presumimos que los titulares del 33,35% (Beatriz, Alberto, Diana y Gabriela Grunfeld) podrían tener alguna relación de familia con la sucesión Grunfeld. Por lo tanto, luego del aumento, la mayoría del capital concentrado en manos de Abraham Grunfeld y Gabriel Zánchez pasaron a poseer apenas el 6,68% en conjunto. Queda así en evidencia la fuerte dilución en la participación accionaria de las sucesiones Sánchez y Grunfeld.

La inscripción del aumento de capital a la par fue rechazada por el órgano de contralor quien cuestionó la validez del negocio jurídico bajo el argumento de que correspondía aumentar el capital emitiendo nuevas acciones con prima de emisión.

En opinión del ente fiscalizador la emisión a la par sin que participen de dicha emisión el 100% del capital social implica una alteración significativa de los derechos participativos de los socios que no acompañan la suscripción de las nuevas acciones, provocando; por lo tanto, un daño al interés patrimonial de los socios. Quienes poseían el 66,65% del capital social y votos quedaron reducidos a un poco menos de una décima parte de su participación originaria.

El aumento de capital habría tenido por destino financiar la puesta en valor de un inmueble.

La negativa registral motivó la apelación de Akeba SA ante el tribunal de alzada dando lugar al fallo que anotamos.

Hasta aquí los hechos.

## **2. Discrecionalidad y razonabilidad en el control de legalidad sustancial del Registro Público de Comercio.**

La CNCom., sala F reconoce de manera expresa la facultad discrecional del Estado para ejercer su poder de policía en relación al control administrativo de los actos societarios pasibles de inscripción por ante el Registro Público de Comercio a cargo de la Inspección General de Justicia. El tribunal ratifica la facultad de los jueces para revisar la legalidad de los actos administrativos, legalidad que queda circunscripta al ejercicio razonable del control administrativo. O sea, la irrazonabilidad en el ejercicio de dicho control llevaría a la anulación del acto administrativo particular; en este caso, la negativa a la inscripción del aumento de capital por haberse emitido acciones a la par cuando, en opinión del órgano burocrático estatal, dicho aumento debió hacerse con prima de emisión de acciones.

La pregunta que debemos formularnos es la siguiente: cuál es el test de razonabilidad que nos permite conocer el ejercicio arbitrario del poder de control.

En esta instancia observamos que chocan dos normas que regulan la emisión de acciones con prima; por un lado, el artículo 202 LGS que autoriza la emisión de acciones con prima, si así lo decide la asamblea de accionistas siendo competencia de la asamblea extraordinaria fijarla. Pero al mismo tiempo, normas de orden reglamentario imponen la emisión con prima cuando se dan determinados factores objetivos expresamente previstos en dicho ordenamiento; por ejemplo, que el valor contable supere el valor nominal. Las normas reglamentarias autorizan la emisión a la par sólo en un supuesto: aprobación unánime de la totalidad del capital emitido.

Así las cosas, el órgano de contralor decidió rechazar la inscripción del aumento de capital dado que la sociedad Akeba SA no había cumplido con los requisitos que autorizan la emisión a la par. Coherente con su propia normativa, o mejor dicho, atrapada en su propia normativa, la Inspección General de Justicia no tuvo otro camino que rechazar la inscripción.

Lo interesante del precedente que comentamos es que el tribunal viene a poner un límite a la facultad discrecional del Estado. El tribunal ordenó dejar sin efecto la resolución particular que rechazó la emisión de acciones a la par entorpeciendo el aumento de capital. Está claro que al rechazar la emisión de acciones a la par implica alterar el aumento de capital puesto que, ante la necesidad de fijar una prima de emisión, el aumento de capital ya no será de \$900.000 sino, la diferencia entre la suma aportada y la prima de emisión. Esto que decimos lo podemos entender con un simple ejemplo: suma aportada = \$900.000. Prima = \$5. Aumento de capital:  $\$900.000 / \$5 = \$180.000$ . Donde se desprende que \$180.000 se imputan a capital social y el saldo a la cuenta prima de emisión de acciones. De esta forma el nuevo capital social ascendería a \$280.000. Ergo, cuestionar el precio de suscripción conlleva necesariamente alterar el aumento de capital.

Ahora bien, al juzgar sobre la razonabilidad del control de legalidad sustancial (ejercido por la IGJ) el tribunal ancló su análisis en dos elementos: (i) el cumplimiento de los requisitos formales que rodean el

aumento de capital (vrg., publicación de edictos, ejercicio del derecho de preferencia, quórum, mayorías, etc) y (ii) naturaleza jurídica de los derechos involucrados en un aumento de capital social.

Frente a este análisis, la CNCom., sala F consideró irrazonable la resolución particular de la IGJ rechazando la inscripción del aumento de capital con emisión de acciones a la par puesto que la sociedad Akeba SA había cumplido con todos los requisitos formales necesarios para aprobar el aumento a la par dando cumplimiento a las normas que prevé el ordenamiento de fondo destinadas a tutelar los derechos patrimoniales de los socios; entre ellos; el derecho de preferencia y la notificación edictal.

Habiendo la sociedad emisora cumplido con todos los recaudos sustanciales para llevar a cabo un aumento de capital, mal puede rechazarse la inscripción de la emisión de acciones a la par.

Desde ya compartimos esta mirada de la sala F.

### **3. Derechos patrimoniales y nulidad relativa.**

Un dato que no puede pasar inadvertido por el lector atento es la mención que hace el tribunal de alzada sobre la naturaleza jurídica de los derechos en juego y, por ende, los efectos jurídicos de los actos ilícitos que vulneran dichos derechos.

La CNCom., sala F, en criterio que compartimos, sostiene lo siguiente: dado que nos encontramos frente a la tutela de derechos privados y patrimoniales, los actos jurídicos ilícitos violatorios de dichos derechos son actos nulos de nulidad relativa; y por ende, sujetos al régimen de caducidad (art. 251 LGS).

El tribunal sostuvo lo siguiente: si bien la emisión de acciones bajo la par está sancionada con la pena de nulidad -tal como lo dispone de manera expresa y categórica el artículo 202 LGS- está claro que dicha sanción de nulidad es de tipo relativa; dado que la prohibición tendría por única finalidad tutelar derechos privados y patrimoniales de los socios. Por lo tanto, si la emisión bajo la par es nulorelativa, a igual conclusión debemos arribar con relación a la emisión de acciones a la par, o con prima.

Siguiendo este pensamiento lógico el juzgador entendió irrazonable, y por ende exorbitante, rechazar la inscripción de una emisión a la par considerando que el precio de suscripción de acciones (a la par, con prima o bajo la par) es una mera cuestión patrimonial que debe ser resuelto dentro del ámbito del derecho de fondo; esto quiere decir, en pocas palabras, que los propios accionistas perjudicados son los únicos responsables de echar mano a las normas y/o mecanismos tuitivos de los derechos patrimoniales expresamente previsto en la ley societaria.

Son los propios accionistas quienes deben recurrir al mecanismo de impugnación de la decisión asamblearia como única vía disponible para proteger sus derechos económicos y patrimoniales; y para ello el sistema societario ofrece un remedio eficaz: promover la acción legal dentro del plazo perentorio de tres (3) meses. Transcurrido este plazo sin que los accionistas presumiblemente perjudicados

impugnen la decisión asamblearia, la emisión de acciones a la par se consolida como acto jurídico válido, eficaz y oponible.

Esto es lo ocurrido en el caso que comentamos.

La asamblea aprobó el aumento de capital con emisión de acciones a la par, aumento aprobado por unanimidad en segunda convocatoria con la presencia de cuatro accionistas titulares del 33,35% del capital social y votos y sin que dicho aumento de capital haya sido atacado de nulidad por las sucesiones Sánchez o Grunfeld. La inactividad de ambas sucesiones en la protección de sus derechos patrimoniales llevó de manera inexorable a la dilución de la participación en el capital social de Akeba SA pasando ambas sucesiones de “accionistas controlantes” a “accionistas controlados”.

Queremos destacar el razonamiento de este fallo por considerarlo clave dado que pone el tema en su justo lugar desoyendo las teorías dogmáticas que conciben los derechos patrimoniales de los socios de una empresa mercantil como derechos de grado superior e inderogables; cuando en rigor de verdad, todos los derechos patrimoniales de los socios son derogables por decisión mayoritaria. En la mirada del tribunal el problema de la emisión de acciones y la fijación de su precio lejos está de involucrar derechos inderogables; y mucho menos que esté en juego el orden público.

Siendo los derechos patrimoniales derogables por naturaleza queda al socio minoritario una única opción: impugnar la decisión asamblearia.

Desde esta doctrina judicial observamos que la facultad discrecional de la IGJ para rechazar la inscripción de un aumento de capital suscripto a la par queda muy reducida; por no decir, extinguida.

Y esta es, sin duda, la novedad y la buena noticia del precedente Akeba.

#### **4. La prima como precio de suscripción.**

El fallo Akeba SA nos ofrece la posibilidad de reflexionar sobre la naturaleza jurídica, financiera y patrimonial de la prima de emisión de acciones buscando despojarnos de toda postura teórico-dogmática que interpreta el artículo 202 LGS forzando la suscripción con prima. Esta corriente de opinión entiende que la obligación de emitir con prima surge de la mera interpretación contextual de las normas de la LGS que regulan el derecho de preferencia y el aumento de capital.

Frente a esta postura están quienes adhieren a la interpretación literal de la norma y que sostienen que no hay lugar a duda de que la emisión de acciones con prima, en nuestro ordenamiento jurídico, es un negocio optativo y no imperativo. Es facultad de la sociedad emitir acciones con prima o a su valor nominal. Incluso, esta postura es seguida por quienes buscan interpretar la ley recurriendo al método teleológico. Según esta corriente, ha sido intención del legislador dejar en manos de los dueños del capital emitir a la par o con prima.

Pero más allá de las posturas dogmáticas detrás de la cual nos enrolemos, lo cierto es que el debate no pasa ahí; sino por cuál es el precio razonable al que debe suscribirse el capital social; y es aquí donde la doctrina científica no ha encontrado hasta hoy, una respuesta superadora del mero debate académico.

Está claro, y salta a la vista que bajo el modelo de capital social nominal estatutario, la suscripción de acciones a la par puede generar lesiones patrimoniales significativas para quienes no están en condiciones de acompañar el aumento; sin embargo, a esta altura del debate no hemos logrado encontrar una respuesta acertada sobre cuál debe ser la prima “razonable” que permita conjugar dos intereses en pugna: (i) aumentar el capital para financiar las operaciones del negocio, por un lado, y por el otro (ii) que el precio de suscripción de las nuevas acciones responda a los intereses de los accionistas minoritarios que no pueden acompañar el aumento de capital.

Las Normas administrativas de la IGJ están plagadas de incoherencias en este sentido buscando fijar una prima mínima equivalente al valor contable de las acciones adhiriendo a la idea de que el valor contable protege, en alguna medida, los derechos patrimoniales de los accionistas minoritarios. Nada más alejado de la realidad. O sea, las Normas administrativas de la IGJ lejos de tutelar los derechos de las minorías, terminan consolidando conductas opresivas de mayorías oportunistas a atrincheradas. La emisión con prima a valor patrimonial proporcional sólo beneficia a los accionistas de control que en el modelo de capital concentrado -como el nuestros- controlan no sólo la propiedad sino, además, la gestión.

La prima de emisión refleja sólo el precio de suscripción de las acciones a emitir como consecuencia de un aumento de capital. La prima de emisión no es un “sobreprecio” como lo ha entendido una parte importante de nuestra doctrina académica sino, simplemente, el precio al que la sociedad ofrece sus acciones y el mercado está dispuesto a suscribirlas. La prima de emisión no es más que el precio de suscripción de acciones. Incluso, el valor nominal (a la par) es también, precio de suscripción. Con esto queremos significar que el valor nominal también es precio de suscripción. Las razones por la cual una sociedad decide emitir acciones a la par o con prima (ambos son precio de suscripción) es una decisión que en nada altera la política financiera de la empresa puesto que sea la suscripción a la par o con prima, en ambos casos ingresa a la caja social la misma cantidad de metálico. Al director financiero le dará lo mismo suscribir 1.000.000 de acciones de \$1 valor nominal cada una, o 100.000 acciones de \$10 valor nominal. Siempre ingresa a la caja social la misma cantidad de dinero: \$1.000.000.

La diferencia entre la emisión a la par y la emisión con prima radica en el impacto que una y otra tienen respecto de los accionistas que no acompañan el aumento. Esto quiere decir el costo de oportunidad de no acompañar el aumento traducido en una pérdida en la participación relativa en el capital social y votos. En la emisión a la par el costo de oportunidad es, claramente, significativo; y por dicha razón, el ejercicio del derecho de preferencia adquiere especial relevancia.

Ahora bien, llegado el extremo de tener que precisar el precio de suscripción de nuevas acciones la duda que nos genera es conocer cuál es el precio justo y equitativo que pueda responder a los intereses del accionista y por lo tanto elimine el riesgo impugnación.

Lo cierto es que no hay, en nuestro ordenamiento jurídico positivo, una fórmula matemática que nos permita llegar al precio óptimo que elimine el riesgo impugnación. Dicho en otras palabras, aquel precio que se acomode a las expectativas del accionista que no puede o no quiere acompañar el aumento de capital. No nos llamemos a engaño, cualquier ataque al precio de suscripción de nueva emisión sólo tiene por finalidad proteger un interés particular.

Sin duda, el óptimo de Pareto en la fijación de precio de suscripción debe surgir del consenso, pero como nos encontramos en el ámbito de los contratos plurilaterales donde la mayoría impone su voluntad, resulta muy difícil alcanzar dicho óptimo libre de riesgo de impugnación. Esta situación debe llevarnos a la reflexión de que el precio de suscripción óptimo es aquel que satisface no sólo el interés social, sino el interés de los accionistas en su conjunto.

La duda es: ¿cuál es ese precio?

### **5. Emisión bajo la par: algunas reflexiones ...**

La doctrina del precedente que comentamos adhiere a la tesis de que la nulidad de la emisión de acciones bajo la par es de carácter relativo rechazando por lo tanto la idea de orden público en esta materia. Si bien compartimos este último punto de vista negando la existencia de nulidades absolutas cuando se trata de discutir la validez del precio de suscripción de acciones; queremos compartir con usted, estimado lector, algunas reflexiones en torno a la emisión de acciones bajo la par.

Desde la estricta visión del artículo 202 LGS, la emisión de acciones “bajo la par” no sería otra cosa que la integración parcial de acciones a un precio por debajo de su valor nominal estatutario; esto significa, aportar capital por debajo del valor nominal de la acción.

La pregunta que debemos formularnos es la siguiente: ¿Cómo funciona este negocio jurídico?

Analizando la emisión bajo la par desde una perspectiva estrictamente contable observamos que la integración parcial de acciones significa que en la cuenta del activo ingresa un numeral inferior al numeral del capital social suscrito, cuenta contable que forma parte del patrimonio neto (*vid., artículo 63.2.// LGS*). Esto quiere decir que si la acción tiene un valor nominal de \$1 pero se integra por debajo de ese valor, digamos \$0,80 cada acción, llegamos a la conclusión de que al activo ingresa un numeral inferior al capital social emitido y suscrito. Frente a este fenómeno de asimetría de balance la disciplina contable impone compensar las cuentas del activo y pasivo para cumplir con el principio de la partida doble.

En pocas palabras la diferencia en menos entre el valor nominal y el aporte debe ser compensado con alguna cuenta del patrimonio neto, entre ellas, las reservas de libre disponibilidad. O sea, la diferencia de \$0.20 por cada acción suscripta debe restarse del patrimonio neto.

Siendo esto así, fácil es observar que la llamada “emisión de acciones bajo la par” no es más que una ficción legal, pues en verdad, no es tal.

En verdad, la emisión de acciones bajo la par es una verdadera emisión “a la par” integrada por dos sujetos diferentes: el accionista (aportante de \$0.80 por acción) y la sociedad, aportando la diferencia (\$0.20) mediante compensación patrimonial. Siendo esto así, la sociedad termina “subsidiando” parte de la suscripción aportando la diferencia entre el valor par y el monto integrado por el accionista. En definitiva, podríamos hablar de emisión a la par subsidiado por la propia sociedad emisora.

Para que la llamada “emisión bajo la par” funcione en forma efectiva como negocio jurídico es necesario que la sociedad aporte la diferencia reduciendo el neto patrimonial en directa proporción al capital subsidiado.

Desde esta perspectiva es fácil observar que la emisión bajo la par no tiene nada de ilícito puesto que la operación se financia con cargo a ganancias líquidas y realizadas o reservas libres (operación permitida para el rescate y amortización de acciones), no perjudica derechos de terceros ni vulnera el principio de consistencia del capital social. Que la sociedad destine parte de sus reservas libres a compensar la integración parcial del capital viene a ratificar y confirmar la licitud de la emisión quitando a este negocio jurídico cualquier elemento de sospecha.

No podemos pasar inadvertido que el propio artículo 202 LGS nos dice que la emisión bajo la par es nula; salvo, en los casos previstos en la ley 19.060 que, paradójicamente, regula la emisión bajo la par con cargo a ganancias líquidas y realizadas o reservas libres; tal como lo venimos explicando.

En síntesis, más allá de que compartamos la doctrina de la Sala F en relación a que la nulidad que devenga la ilicitud del precio de suscripción es sólo de tipo relativo; entendemos que la emisión bajo la par no devenga ilicitud cuando la misma se financia con cargo a ganancias líquidas y realizadas o reservas libres patrimoniales.

Por último, la ilicitud del precio de suscripción de acciones sólo podría prosperar si la fijación de dicho precio (bajo la par, a la par o sobre la par) forma parte de una cadena de hechos tendientes a perjudicar derechos patrimoniales de los accionistas. O sea, la nulidad del precio de emisión sólo tiene espacio cuando dicho precio integra una maniobra dolosa de la mayoría tendiente a oprimir derechos patrimoniales de los socios; lo que la doctrina norteamericana califica como “*Oppressive Conduct*” o “*Minority Squeeze-out*”.

Fuera de estos supuestos no hallamos espacio para cuestionar la validez o razonabilidad del precio de suscripción.