

Acciones de capital subsidiado

¿Emisión bajo la par?

(Análisis del artículo 202 LGS)

Por P. Augusto VAN THIENEN

Sumario: I. Introducción. - II. Ilícitud de la emisión bajo la par: ¿emisión bajo la par? - III. Las cuatro reglas de la ley 19.060. - IV. La verdadera emisión bajo la par. - V. Artículo 202 y emisión de acciones de capital subsidiado. - VI. Ley 19.060 y emisión de acciones de capital subsidiado. - VII. Nulidad de la emisión de capital subsidiado. - VIII. Las reservas. - IX. Emisión a la par y capital subsidiado. - X. Capital subsidiado en sociedades cerradas. - XI. Mis conclusiones.

I. Introducción

La operación jurídica (financiera y contable) de emitir acciones por debajo de su valor nominal ha despertado en nuestra doctrina mercantil un escaso interés.

La severidad con que esta operación societaria es tratada en nuestra ley (nulidad expresa desde el vamos) habría justificado dejar de lado todo intento reflexivo. No vale la pena malgastar energías en un negocio sospechado de ilícito. La norma arranca diciendo “*Es nula la emisión de acciones bajo la par*” transmitiendo al mercado un mensaje contundente: *es ilícito emitir por debajo del valor nominal*.

Semejante ilícitud terminó por infectar nuestro pensamiento crítico penetrando como un virus enfermando todo nuestro tejido analítico: ¿para qué meternos con un negocio delictivo?

La impresión que uno tiene apenas transita el artículo 202 LGS es que esta norma puede morder, y si acercamos un poco la mano, podemos temer por un tarascón. La norma aterroriza al lector desprevenido siendo éste, sin duda, el fin perseguido por el legislador. La norma busca desalentar el uso de sociedades mercantiles que puedan mostrar patrimonios vigorosos, cuando en rigor de verdad podrían estar padeciendo una anemia galopante.

¿Es esto así?

Prohibir este tipo de emisiones tendría por misión principal tutelar el interés de los acreedores quirografarios evitando capitales “ficticios”. Es que, desde la perspectiva del legislador, la emisión bajo la par choca de frente contra la función de garantía del capital (presunta función de garantía).

La prohibición de emitir por debajo del valor nominal (art. 202) junto al régimen de participaciones recíprocas (art. 33), como así también la prohibición de que la sociedad pueda tomar sus propias acciones en garantía (art. 222) junto al régimen de autocartera (222.2) integran un conjunto de normas protectoras del capital y su consistencia patrimonial.

Emitir acciones a un precio inferior al valor nominal estatutario implica algo tan simple como ingresar al activo bienes por un valor inferior al capital nominal emitido. Siendo esto así observamos que se ve incrementado *nominalmente* el neto patrimonial, pero sin su correspondiente contrapartida en el activo. El resultado de esta operación arroja un patrimonio “adulterado”.

Ahora bien, si hacemos el esfuerzo de levantar la mirada alejándonos un poco del texto (literal) del artículo 202, intentando comprender cómo funciona la (mal llamada) *emisión bajo la par* advertiremos, con grata sorpresa, que dicha norma no es más que un tigre de papel.

Entonces me pregunto: ¿es nula la emisión de acciones por debajo del valor nominal cuando la consistencia del capital no se ve alterada?

Y agrego ...

¿La emisión bajo la par regulada en la Ley General de Sociedad es técnicamente una emisión bajo la par? ¿Qué quiso decir el legislador? ¿Nulidad o inexistencia?

Intentaré ensayar algunas respuestas con el ánimo de llevar al lector a reflexionar sobre este enigmático negocio jurídico.

Comencemos ...

II. Ilicitud de la emisión bajo la par: ¿emisión bajo la par?

El primer párrafo del artículo 202 nos dice con carácter fuerte y de manera imperativa que la emisión de acciones bajo la par es nula; salvo, para el supuesto de la ley 19.060.

La técnica utilizada por el legislador no ha sido del todo feliz puesto que la excepción a la regla (la ley 19.060) no es en rigor técnico una emisión bajo la par, en el sentido explicado en el punto anterior; sino otra cosa bien diferente.

En efecto, bajo el esquema de la ley 19.060 el capital emitido (bajo la par) es colocado a su valor par, o sea, sin agumamiento ni adulteración. No se altera la consistencia patrimonial del capital emitido. Siendo esto así podemos sacar la siguiente conclusión: *no siendo la ley 19.060 un supuesto de emisión de acciones bajo la par aquella no puede operar como excepción a una regla que no pertenece.*

En efecto, la ley 19.060 autoriza a las sociedades cotizadas emitir acciones por debajo de su valor nominal, y para llevar adelante la colocación por suscripción pública la sociedad debe compensar la diferencia (entre el valor par y el precio de suscripción) ... *“con cargo a reservas libres o revalúos contables”.*

O sea, bajo la ley 19.060 no hay técnicamente una emisión bajo la par sino; una emisión a la par debiendo la sociedad emisora compensar la integración con cargo a reservas patrimoniales. Bajo este esquema patrimonial bien vale poner en entredicho la (mal llamada) *“emisión bajo la par”*, y por ende, la (mal aplicada) *“sanción de nulidad”* del artículo 202 LGS.

Como podemos advertir no se trata de una emisión bajo la par sino, de otra cosa muy diferente: *integración bajo la par*. En efecto, el accionista suscribe las nuevas acciones a su valor par pero, integrando dichas acciones por debajo de ese valor debiendo la sociedad emisora compensar patrimonialmente la diferencia. O sea, parte de la integración la lleva a cabo la sociedad emisora con cargo a reservas patrimoniales. En síntesis, el precio de suscripción lo integra el inversor debiendo la sociedad compensar la diferencia dicho precio y el valor nominal.

Veamos un simple ejemplo para entender esto que digo: la sociedad A emite acciones de \$1 v/n cada una siendo el precio de suscripción \$0.98 centavos. El inversor pagará dicho precio debiendo la sociedad compensar la diferencia (\$0.02) contra patrimonio.

En definitiva, la mal llamada emisión (bajo la par) es siempre (a la par); lo que sucede es que parte de la integración es compensada por la propia sociedad emisora.

¿Estamos ante una ilicitud?

III. Las cuatro reglas de la ley 19.060

Previo a la sanción de la Ley General de Sociedades 19.550 ya se encontraba regulada en nuestro derecho positivo la emisión de acciones bajo la par. La ley 19.060 faculta a las sociedades cotizadas recurrir al ahorro público mediante este tipo de emisiones debiendo la sociedad emisora compensar la integración con cargo a reservas patrimoniales; y para ello, fijó las siguientes reglas:

1. Regla N° 1:

El valor nominal de las acciones a emitir no podrá superar el 40% del capital social emitido y en circulación por año calendario, más las reservas y saldos de revalúo contable a la fecha de cada emisión.

O sea, para emitir este tipo de acciones la ley fijó un límite cuantitativo hasta 40% del capital social adicionando el 100% de las reservas de libre disponibilidad, la reserva legal y saldos de revalúo contable. A mi entender, con esta regla, la emisión de acciones por debajo de la par podía exceder, largamente, aquel límite.

Y la norma aclara “... por año calendario ...”

Con esto se logra incrementar la base de cálculo adicionando nuevas emisiones cada nuevo ejercicio. O sea, si el primer año el capital es de \$1.000.000 se pueden emitir acciones bajo la par por \$400.000 (o sea 40%). Al ejercicio siguiente este porcentaje se tomará sobre la base del nuevo capital: \$1.400.000.

Esta mecánica nos está indicando que la emisión de acciones bajo la par está muy lejos de ser un negocio aislado y excepcional; sino todo lo contrario, el legislador habilitó llevar a cabo este tipo de emisiones en forma anual y acumulativa. De esta forma logramos correr el velo de la emisión bajo la par como operación jurídica sospechosa.

Regla N° 2:

La emisión de las acciones bajo la par requiere de quórum agravado del 50% del capital suscrito y no se admite voto plural.

Dado que la sociedad va a destinar fondos propios para compensar la emisión, la ley impone agravar el quórum en la asamblea. O sea, la ley no impone asamblea extraordinaria para la emisión de este tipo de acciones sino, que la emisión puede ser aprobada por asamblea ordinaria agravando el quórum para segunda convocatoria.

Y este dato no es menor puesto que nos está indicando que para este tipo de emisiones (donde la sociedad aplicará fondos propios para compensar la integración) basta que el negocio sea aprobado por asamblea ordinaria.

O sea, la emisión bajo la par no sólo no es un negocio sospechoso sino, que es, ordinario.

Regla N° 3

Las acciones que no tengan cláusula de rescate preestablecido, o fecha fija para el rescate, concederán derecho de preferencia para suscribir la nueva emisión

La ley llega al extremo de obligar a las acciones en circulación (ordinarias) a resignar el derecho de suscripción preferente en favor de los suscriptores de acciones emitidas bajo la par en una suerte de suspensión del derecho de preferencia.

Pero lo más importante es que la ley faculta la emisión de acciones bajo la par *rescatables* permitiendo al suscriptor vender las acciones a la propia sociedad emisora con una prima de rescate a su favor; por ejemplo, el socio paga \$0,98 centavos al momento de suscribir (precio de suscripción) recibiendo al momento del rescate \$1 (precio de rescate). En este precio la prima de rescate está representada por los \$0,02 centavos.

Sin duda, una muy interesante propuesta para el inversor.

Veamos la regla 4 ...

Regla N° 4

La integración se efectuará dentro del año de la asamblea y no puede exigirse una suma de contado mayor al 50% del precio de suscripción, ni el saldo en menos de 4 cuotas mensuales consecutivas.

Este dato es llamativo pues impone condiciones de integración que no dejan de ser absurdos, tal como están planteados. No hay razones de peso para obligar a las partes cumplir estas pautas de integración siendo que el pago de contado mayor al 50% es un beneficio en favor de la sociedad emisora.

En síntesis, repasadas las 4 Reglas de la ley 19.060 observamos como primer dato significativo que la emisión de acciones bajo la par es un negocio ordinario; y como segundo dato, que el capital ofrecido en suscripción no es -técnicamente- acciones bajo

la par sino, acciones que se suscriben a la par compensándose parte del valor nominal con cargo a patrimonio.

Está claro que bajo este esquema jurídico y patrimonial no estamos frente a un capital adulterado, y menos, frente a un capital social ficticio situación que le preocupa a nuestro legislador. Todo lo contrario, estamos frente a un capital genuino integrado por el accionista compensando la propia sociedad emisora parte del valor nominal. Este negocio jurídico lícito pone en entredicho la (mal llamada) emisión bajo la par del artículo 202 y su nulidad.

En definitiva, este esquema contractual (patrimonial) no escapa a las previsiones de los artículos 154, 220 y 223 LGS que facultan a la sociedad rescatar y amortizar sus propias participaciones societarias, con cargos a reservas libres. Destinar recursos propios para adquirir participaciones societarias (para mantenerlas en cartera o para amortizarlas) no difiere de una emisión de acciones cuyo precio de suscripción es compensado por la propia sociedad emisora aplicando a tal efecto reservas patrimoniales.

Y es precisamente por este mecanismo de compensación patrimonial que vengo sosteniendo que la ley 19.060 no puede operar como excepción a una regla inaplicable.

Por eso digo ... (la mal llamada) “emisión bajo la par”.

Sigamos ...

IV. La verdadera emisión “bajo la par”

Si hiciéramos el ejercicio intelectual de eliminar por un momento el primer párrafo del artículo 202 (sacándonos de encima la sanción de nulidad) caeríamos rápidamente en la cuenta de que una emisión de acciones por debajo de su valor nominal es técnicamente inviable, desde el punto de vista contable.

En efecto, si al (ACTIVO) ingresan fondos por una cifra inferior al valor nominal (PATRIMONIO NETO) la disciplina contable se enfrenta a un serio problema: respetar el principio de la partida doble.

Siendo esto así, una emisión integrada por debajo del valor nominal, sin que la diferencia sea compensada contablemente resulta, técnicamente, inviable. El artículo 53 LGS no me deja mentir. Esta norma obliga al socio aportar la diferencia (compensar) cuando el valor del aporte es inferior al precio de suscripción, sea éste a la par o sobre la par. La contabilidad exige, siempre, compensar partidas del balance.¹ Bajo las reglas que tutelan la integridad del capital en nuestra Ley General de Sociedades una integración inconsistente es inviable, si alguien no pone la diferencia.

Si esto funciona así, la nulidad de la emisión bajo la par del artículo 202 LGS es, cuanto menos, un exabrupto puesto que dicho negocio jurídico es técnicamente inviable desde dos ángulos: el jurídico y el contable.

Entonces, qué quiso decir el legislador ...

¹ Esta norma expresamente dispone que se admitirán aportes de capital por un valor inferior al real; siempre que el aportante compense a la sociedad integrando la diferencia.

V. El artículo 202 y la “emisión de acciones de capital subsidiado”

Si en la emisión de acciones por debajo del precio de suscripción (valor nominal) la consistencia patrimonial queda resguardada mediante mecanismos contables de compensación de partidas la sanción de nulidad termina siendo un *flatus vocis*.

La propia sociedad emisora se encarga de compensar la diferencia entre el precio de suscripción y el precio efectivamente pagado por el accionista.

En definitiva, estamos hablando de una emisión de acciones con descuento en una suerte de prima implícita. Si usted compra acciones cuyo precio de suscripción es \$1 y paga \$0,98 centavos, si luego usted las vende en el mercado a un \$1 (precio superior al costo de adquisición) habrá obtenido una ganancia de 0,02 centavos por acción². En definitiva, la sociedad vende participaciones societarias a un precio inferior al valor nominal. Sin duda, un atractivo financiero para captar nuevo capital.

Incluso, la sociedad podría emitir acciones sobre la par a un precio de suscripción de \$1,02 pagando el socio el valor nominal y la sociedad compensar la diferencia con cargo a reservas. Está claro que este negocio no está alcanzado por el artículo 202 LGS y nada impide llevarlo a cabo³.

En el caso de aporte de capital en especie la ley obliga al socio compensar la diferencia de valor cuando la valuación del bien arroja un valor inferior al precio de suscripción.

En síntesis, *mientras en la integración en especie el socio está obligado a integrar la diferencia, en la emisión bajo la par (sea en efectivo o en especie) la sociedad está obligada a compensar la diferencia*. Mientras el primero integra, el segundo compensa.

Esto me lleva a la siguiente conclusión: la emisión bajo la par no es tal.

Estamos frente a un negocio jurídico societario completamente diferente y que llamaré: *emisión de acciones de capital subsidiado*. En efecto, mediante la compensación de cuentas patrimoniales la sociedad termina subsidiando la integración del socio colaborando en la suscripción de nuevas participaciones societarias.

Considerando las evidentes ventajas que este negocio societario puede acarrear resulta cuanto menos inquietante preguntarnos por qué esta modalidad de financiación no ha prosperado entre nosotros.

Veamos ...

VI. Ley 19.060 y emisión de acciones de capital subsidiado

² Entendemos que el valor nominal es el precio límite inferior (piso) al que una acción puede venderse en el mercado. Con esto quiero significar que la venta de las acciones -como mínimo- a su valor nominal (\$1) garantizaría una ganancia de 0.02 centavos por acción. Es por ello que hablamos de prima implícita.

³ Una forma eficiente de eludir la nulidad del artículo 202 LGS podría ser la emisión de acciones sobre la par obligando a la sociedad compensar la prima aportando el socio el valor nominal.

La ley 19.060 cuenta con importantes contrasentidos que, en mi opinión, han conspirado contra el desarrollo de esta modalidad de financiamiento empresarial.

Ahora bien, este fracaso estrepitoso no puede hacernos creer que este tipo de emisión es inviable; todo lo contrario, las *acciones (a la par) de capital subsidiado* es un negocio jurídico posible bajo nuestra Ley General de Sociedades.

Veamos ...

VII. Validez de la emisión de capital subsidiado

Está claro que este tipo de emisión de participaciones societarias no lesionan derechos patrimoniales de terceros, y menos, de la propia sociedad.

¿Cuál es el perjuicio de emitir acciones subsidiadas?

Si se respeta el mecanismo de compensación de cuentas patrimoniales imputando reservas libres a integrar la diferencia entre valor nominal y precio de suscripción, no se ve en dicho procedimiento jurídico-contable un perjuicio a los terceros acreedores, como tampoco, respecto de los accionistas. Observamos que similar mecanismo de compensación opera cuando la sociedad rescata acciones o cuotas para mantenerlas en cartera (art. 154 y 220.2).

VIII. Las reservas

Ley 19.060 impone seguir un orden de prelación en la imputación de cuentas patrimoniales colocando en primer término las reservas libres.

De esta forma la ley impone a los socios resignar su derecho al dividendo debiendo éstos, por lo tanto, pagar la fiesta. El sistema diseñado en la ley pone en cabeza de los accionistas el costo del subsidio⁴.

Aun cuando la ley 19.060 obliga imputar en primer lugar las reservas libres y luego las reservas de revalúos, tengamos presente que dicha ley nos puede servir como modelo orientativo dado que es aplicable sólo para los supuestos allí indicados. Nada impide (dentro de la ley 19.550) emitir acciones de capital subsidiado tomando principios o criterios orientativos vigentes en aquella norma.

En efecto, podemos formar reservas especiales destinadas, por ejemplo, a integrar una futura emisión de acciones de capital subsidiado. En definitiva, se trata de resignar dividendos futuros con el objetivo de integrar reservas presentes destinada a subsidiar emisiones.

La LGS dispone que integran el patrimonio neto las reservas legales, contractuales o estatutarias voluntarias, y las provenientes de revaluaciones y de primas de emisión; como así también, todo otro rubro que *por su naturaleza* corresponda ser incluido en las cuentas de capital, reservas o resultados (vid., art. 63.2.II.b y c). O sea, la Ley habilita

⁴ Similar criterio puede extraerse del artículo 220.2 y 223 de la LSC para rescate y amortización de acciones.

expresamente crear una reserva especial destinada a integrar emisiones de capital subsidiado.

¿Habías pensado en esto?

IX. Emisión de acciones “a la par” y capital subsidiado

Hemos llegado al núcleo duro del problema.

Y arranco con una pregunta: ¿Es nula la emisión de acciones (a la par) cuando la sociedad emisora compensa la diferencia?

Reitero: si la integración es compensada patrimonialmente, la *emisión bajo la par* del artículo 202 no es una emisión bajo la par. ¿Se entiende? Dicha emisión se realiza a la par pagando el socio el precio de suscripción, compensando la sociedad la diferencia entre dicho precio y el valor nominal.

Nos enfrentamos a una emisión a la par donde el socio suscribe y la sociedad compensa. Siendo esto así, la (mal llamada) *emisión bajo la par* nos enfrenta a un negocio jurídico societario absolutamente lícito: *emisión a la par*.

¿Se equivocó el legislador?

Dado que la sociedad tiene plena libertad para disponer de sus reservas conforme el destino que autorice la asamblea, nada impide aplicar reservas destinadas a subsidiar una emisión (a la par o sobre la par) siempre que el interés social y razones fundadas lo justifiquen.

¿Podemos emitir este tipo de acciones en sociedades cerradas?

X. Capital subsidiado en sociedades cerradas

La emisión de acciones a la par de capital subsidiado es un negocio lícito y por lo tanto habilitado para todas las empresas, cualquiera sea su tipo societario.

La emisión de acciones a la par (de capital subsidiado) puede servir como excelente instrumento que permita acceder a nuevo capital pudiendo los socios pagar por las nuevas participaciones societarias un precio por debajo del valor nominal.

Estructurar este tipo de instrumentos puede resultar sumamente atractivo y no encuentro en la Ley General de Sociedades impedimento alguno para implementarlo, más allá de la ley 19.060.

XI. Mis conclusiones

La emisión bajo la par (ingresando al activo un valor menor al precio de suscripción) es un negocio jurídico-societario técnicamente inviable si no hay compensación patrimonial.

La (mal llamada) “emisión bajo la par” es (técnicamente) una emisión a la par.

La ley 19.060 no funciona como excepción a la regla puesto que el negocio regulado en dicha ley no encaja con una emisión bajo la par. El artículo 202 LGS pretende aplicar una excepción a una regla inaplicable.

La emisión de acciones de capital subsidiado es un negocio jurídico al alcance de todas las empresas, cualquiera sea su tipo. Se trata, en definitiva, de una emisión de acciones con descuento o prima implícita.

Si los accionistas aprueban un negocio de subsidio, no veo en ello nada ilícito.

Tengamos en cuenta que en esta operación el neto patrimonial se verá incrementado en una proporción mayor al costo del subsidio; siendo esto así, no observo en este tipo de emisiones un perjuicio a los terceros acreedores (quirografarios).

Mi conclusión: la (mal llamada) emisión bajo la par es una emisión a la par.

Espero que estas reflexiones hayan servido para repensar la emisión de acciones de capital subsidiado olvidando la temerosa e infundada nulidad del artículo 202 LGS.