

## **CRISIS DEL CAPITAL SOCIAL COMO GARANTIA (PARA CON LOS TERCEROS Y COMO REFERENCIA PARA LOS INVERSORES)**

*Francisco José Cervini*

### **CONCLUSIONES**

1- La pérdida virtual de la función de garantía del capital para los acreedores sociales, abre la posibilidad de admitir las acciones sin valor nominal y las cotizables bajo la par.

2- La prohibición de ambos tipos de acciones encuentra su razón de ser en la garantía de intangibilidad del capital, y la pierde en la medida en que se mute su asiento, del capital social al patrimonio operativo de la empresa.

3- El concepto de garantía efectiva dista de ser pasivo. Es eminentemente dinámico, y tiene que ver con las posibilidades reales de desarrollo empresario y la capacidad operativa y financiera. Por ende, el capital social de valor nominal invariable no cubre las expectativas reales de quienes contratan con la entidad.

4- El capital como garantía para terceros ha dejado de suplir su función, que se emparenta actualmente con el patrimonio variable y no con una cuenta de indisponibilidad relativa que no refleja el verdadero potencial económico de la sociedad.

5- La referencia al valor nominal de las acciones no determina el interés del inversor, ni satisface las garantías nominales fiadas al pago de dividendos que graven el capital.

### **PONENCIA**

1- Se debe revisar, tanto la emisión de acciones sin valor nominal como las colocaciones bajo la par, en los supuesto cuya veda incorporada por la ley deriva de una función de prenda meramente virtual que se encuentra en crisis.

2- La referencia al valor nominal de las acciones, no determina, aún en el supuesto de sociedades cerradas, el interés del inversor, ni satisface las garantías nominales fiadas al pago de dividendos que graven el capital social.

### **CRISIS DEL CAPITAL SOCIAL COMO GARANTÍA**

Necesidad de replantear la emisión de acciones sin valor nominal, y de las colocaciones bajo la par, desde el punto de mira de los acreedores sociales y de los potenciales inversores.

1- Desde el punto de mira de la más pura ortodoxia, el capital social está emparentado conceptualmente con tipos societarios que se definen no solo por una forma especial de canalizar los aportes de los socios, fundamentalmente mediante acciones -títulos valores con atributos de representación, de participación y de legitimación- sino con su función de garantía para con los terceros por los negocios sociales, garantía que a su vez deriva en estos tipos societarios, de la limitación de

la responsabilidad de los socios a la efectiva integración de los aportes prometidos, vale decir a las acciones suscriptas.

Es sintomático, en este aspecto, que las sociedades anónimas se definan [caractericen] como aquellas cuyo «capital se representa por acciones y los socios limitan su responsabilidad a la integración de las acciones suscriptas» como reza el art. 163.

Va de suyo, que desde esta misma ortodoxia, juegan en relación al capital social los principios de configuración, integralidad e intangibilidad, cada uno orientado al establecimiento de la función de garantía que el capital social así concebido, tiene en relación a los terceros, para quien no existe aparentemente otra seguridad que la que representa en última instancia la composición de dicho capital social.

Desde este perfil, claro, se explican las normas orientadas a la determinación del capital social originario, configurado luego de la reforma al Cód. de Com. (art.318, incs. 2º y 3º) por el capital suscripto con el que se confunde (art. 186, 2º párrafo) ley 19.550); así los artículos de la parte general referidos a los aportes (arts. 38, 1º parte, 39,40, 41, 42, 43,y 53) y específicamente para las SA, arts. 186, incs. 2,3 y 4, art. 187 de integración mínima en efectivo, art. 192 sobre mora automática en la integración pendiente, art. 193 sobre acciones de integración del capital, art. 201 sobre publicidad por registro del aumento de capital, etc.

También encajan en este quicio, lo que resulta fundamental en nuestro tema, la prohibición genérica de emitir acciones bajo la par (art. 202) que quebraría -dentro del esquema de análisis estático en que nos venimos manejando- no solo la igualdad interna actuada por el art. 189, su doc., sino el principio de que el capital está representado por la suma de todas las acciones suscriptas representativas de títulos de idéntico valor nominal (arts.207), y la prohibición de que se emitan acciones de goce o de participación, previéndose solo bonos de dichas especies (arts. 227, 228 y 229 y 230) cuya característica común es que sus beneficiarios no son socios sino acreedores de la sociedad y que sus derechos se hacen efectivos sobre beneficios (utilidades, ganancias líquidas y realizadas), salvo el supuesto del art. 228 -excepcional- donde el socio de acciones amortizadas como titular de bonos de goce a la par preserva su vocación a los dividendos de liquidación, facultad típica de su calidad de socio reconocida en función de reintegro de capital por remanentes a los ex-socios.

Respecto de la intangibilidad o garantía de inviolabilidad de dicho capital social, como la denominara Subiza, rigen también dentro de la normativa de la LSC una serie de reglas que la regulan, ya atendiendo a lo que hemos denominado garantía genética o de conformación del capital social originario, bien a las que van dirigidas a la protección del capital social durante la vida de la sociedad, estableciendo valladares destinados a impedir la ruptura de la ecuación entre valor de integración y capital efectivamente suscripto e integrado. Por tales aquellas referidas a la necesidad de la integración dineraria en cuotas que no superen los dos años (art. 187), la de la integración total de los aportes no dinerarios en el acto de su constitución (arts. 187, 2º apartado y 167 respecto de la constitución escalonada), la que establece el que sean de obligaciones de dar susceptibles de ejecución forzosa (arts. 38, 1º y 39) y las que se refieren a su efectiva determinación (arts.40 a 44, 45 a contrario, 47) y fundamentalmente a la valuación de los bienes en especie (arts. 53, 186, 4º).

En relación con la garantía permanente, se cuentan las reglas referidas a las acciones de integración del aporte por mora (arts.37 y 192/193), aumento de capital, fundamentalmente en lo atinente a la prohibición de emisión de acciones bajo la par (art. 202) exceptuándose el supuesto de la ley 19.060, vale decir en relación a la SA que hagan oferta pública de sus acciones y cuando las suscripciones lo sean íntegramente en dinero efectivo, habiéndose criticado duramente esta previsión en su momento, precisamente atendiendo a la virtual violación de la garantía de intangibilidad y eventualmente a la de igualdad interna (proporcionalidad) preservada por el art. 189 de la ley societaria.

En el mismo sentido, y con parejo alcance, las reglas relativas a la reducción del capital social que debe serlo previo desinteresamiento de los acreedores sociales (art. 204, 1º apart.) vale decir, siguiendo el procedimiento de la enajenación de fondos de comercio, en tutela de sus derechos y en los supuestos en que tal determinación mine no solo la garantía directa -el patrimonio social- sino también la nominal o indirecta -el capital social- violando las normas relativas a distribución de dividendos (arts. 68 y 224) que solo se admite como principio general sobre ganancias líquidas y realizadas contabilizadas regularmente, y la prohibición de distribución sin previamente enjugar pérdidas de anteriores ejercicios (art. 71) a lo que hace excepción la normativa permisiva de las SA abiertas.

Por último, y en el mismo sentido, se anotan las previsiones relativas a los prestaciones accesorias que claramente se distinguen de los aportes que suponen suscripción de acciones representativas de capital social (art. 50) que no son dinerarios ni de obligaciones de dar, y las relativas a los bonos de goce y de participación (arts.227 y 228), los primeros a cuenta de utilidades y eventualmente de dividendos de liquidación ya referidos más arriba; los segundos sobre utilidades y representativos de prestaciones que no sean aportes de capital, como reza el art. 229, comprendiéndose dentro de las posibilidades del artículo, las prestaciones accesorias ya referidas, o bien un modo posible de retribución de los socios de prestaciones personales no susceptibles de valuación económica precisa.

Todas estas largas enumeraciones, que sin duda no agotan los supuestos de actuación de la intangibilidad del capital social desde que no incluyo lo relativo a la adquisición de las acciones por la propia sociedad y otros supuestos complejos(arts. 220 y 221), apuntan a ilustrar el concepto de garantía nominal básica o indirecta que se cubre objetivamente en la ley a mérito del mantenimiento de una indisponibilidad simplemente contable, o, si se quiere, resultante de meros cotejos que tienen en cuenta las oscilaciones entre un concepto esencialmente variable, como es el de patrimonio social, y uno primordialmente inmutable, como es el de capital social concebido, como quedó dicho, como la suma de los aportes de los socios representados en acciones. Más llanamente: la suma del valor nominal de las acciones emitidas y suscriptas.

2- Ocurre sin embargo que este concepto de garantía resuelta en esa predicada invariabilidad, que encuentra su razón de ser en el régimen de limitación de la responsabilidad personal de los socios en las sociedades de tipo capitalista<sup>1</sup> cumple una exigencia de tipo funcional: servir de garantía última a fuerza de una indisponibilidad de bienes -relativa en tanto que limitada al capital aportado- del

---

<sup>1</sup> Araya, Miguel C. «Capital y Patrimonio» , JA dic. 4-1996, n°6014, pág. 6.-

patrimonio de la sociedad que garanticen su pasivo social de modo de convertirse así, en forma básica e indirecta - como lo señala el autor a quien sigo en el punto -, en límite entre el derecho de los acreedores sociales de verse satisfechos en sus acreencias y el de los socios de procurarse los beneficios (rentabilidad) resultantes del capital invertido conforme a sus expectativas legítimas. Estas, obviamente, no pueden ser satisfechas a costas de aquellas.

Empero, el concepto de garantía resuelto en la noción que acertadamente se califica de “tradicional»<sup>2</sup> es eminentemente estático, conceptualmente referido a valores nominales y básicamente inelástico. Todos, como se advertirá, calificativos poco apegados al moderno concepto económico de empresa.

La noción de garantía es modernamente procurada por el estado patrimonial y no por el capital social. El patrimonio de la empresa, en primer lugar, y los resultados demostrativos de su evolución económica que incorpora los conceptos de gestión operativa y que se vuelcan en los balances y estados de resultados sucesivos estudiados en adecuada secuencia, luego, son el único reaseguro efectivo que satisface a los terceros que contratan con la sociedad. Por un lado, porque la cuenta del patrimonio neto referida al capital (capital+más revaluos contables+aportes irrevocables a cuenta de futuros aumentos+items referenciales a cuentas especiales inexistentes o inidentificables categóricamente)<sup>3</sup> reconocen edentidades extrañas a los estatutos cuando no determinantes de problemas aún no resueltos ni doctrinaria ni jurisprudencialmente (y que no se sabe si se suman o si se restan en definitiva al capital, según que se estimen como verdaderos aportes con características especiales o derechamente préstamos de socios o terceros)<sup>4</sup>, y por el otro porque en su oposición a las cuentas del pasivo figuran también créditos de difícil configuración, como los ya referidos aportes irrevocables y como las deudas subordinadas que conforman un patrimonio suplementario o complementario con régimen especial, sumado a deudas teorizadas con prerrogativas más propias de las acciones que de las deudas, contrarrestados por acciones sin atributos políticos básicos como el derecho a voto. De este modo, incluso el capital social mismo concebido con la rigidez apuntada, ha perdido identidad como resguardo de los terceros acreedores muchas veces preferidos o tratados en paridad ,al menos, frente a los socios en las situaciones de liquidación.

Lo dicho supone que la función del capital social-garantía solo podría preservarse como valor de contención interna, vale decir como límite puesto a la distribución de utilidades inexistentes. Límite necesario pero no bastante si se considera que en función económica y operativa (no ya simplemente de garantía) tal límite debe

---

<sup>2</sup> v. nota (1), p. III.

<sup>3</sup> Alegría, Héctor «Nuevas reflexiones sobre ‘Aportes a cuenta de futura emisión’» RDCO-1995-A, pág. 15 y sigts. p. 10, sub.10-1; López, Antulio Ismael Anticipos a cuenta de futuros aumentos de capital- Breve reseña jurídica y propuesta de tratamiento contable» Derecho Societario Argentino e Iberoamericano, pág. 241 y sigts. p.i-2 pág. 245.

<sup>4</sup> Cabanas Trejo, Ricardo y Machado Plazas, José «Aumento de Capital y Desembolso Anticipado» cap. III, pag. 55 y sigts. toda la obra con interesantes apuntes al derecho español y comparado, ed. Civitas S.A., Madrid. primera edición-1995; igualmente v. nota (3) y Martínez, Fronti de García, Marcurio, Puente y Gonziglia « Apuntes para futuras emisiones de acciones» V Congreso de Derecho Societario y de la Empresa, pág.81; Vergara del Carril, Angel «Tratamiento de los aportes irrevocables no capitalizados», ponencia al IV Congreso de Derecho Societario Argentino e Iberoamericano-Negocios Societarios pAgs. 249/251; del mismo autor, «Aportes Irrevocables a cuenta de futura emisión de

estar acordado por las necesidades del sostenimiento de la capacidad productiva de la sociedad<sup>5</sup>, en la conceptualización moderna o material de capital empresario.

Esto -lo dicho- desde el ángulo de los acreedores sociales y con referencia a la garantía que el concepto jurídico, eminentemente estático, de capital social reporta al análisis sistemático del instituto.

Las conclusiones no pueden ser otras -frente al concepto o noción material del capital social concebido en función económica y operativa- que la de que aquellas prohibiciones que tiendan a hacer efectivos los principios de determinación e intangibilidad del capital social conformados con el valor nominal asignado a las acciones, y con el concepto de capital social=suma de acciones suscriptas, pierde significación. Por exceso, por un lado; y por defecto por otro. Ningún impedimento se opone, entonces, a la revisión de las acciones de un tipo que posibilite su colocación sin alusión a su valor nominal, incluyendo a las acciones bajo la par en los supuestos de SA cerradas reglados por la ley 24.435. Tampoco a la posibilidad de que los beneficios limiten su correlato en función del concepto material de capital operativo ligado al patrimonio productivo y no del clásico concepto rígido de capital social.

3- Desde el punto de mira del inversor, es decir desde el ángulo de la periferia societaria prestada por la oferta y demanda de capitales, el análisis parece conducir a análogas conclusiones.

Las acciones sin valor nominal, tan duramente resistidas en nuestra doctrina imbuida del concepto de resguardo del interés de terceros contratantes, se van abriendo paso de la mano de un sinceramiento realista: el verdadero seguro lo proporciona el concepto dinámico de patrimonio en aptitud y capacidad productiva; y el mismo criterio «material» de garantía es el que tienta al inversor potencial.

Superados los reparos históricos y el marco del derecho de fuentes -ley inglesa de 1855 que impuso en el Reino Unido la acción con valor nominal; ley francesa de 1867; Código Civil italiano; legislación portuguesa- los temores analizados en Gran Bretaña por las comisiones Cohen (1945) y Gedge (1952) no parecen sólidos en la actualidad, a pesar de que impidieron la apertura insular a las prácticas capitalistas americanas, en las reformas de 1967, 1976, 1980 y 1981.

El ocultamiento del pago de dividendos en exceso de la utilidad de ejercicio, que fue uno de los argumentos más usados, más que con los límites impuestos por la normativa defensiva de la noción clásica de capital social, se emparenta con un concepto ligado al dolo empresario.

Se sabe, las prácticas contables resumidas en asientos de «reserva a cuenta de futuras distribuciones de utilidades», «cuenta socios» de carácter promiscuo (en cuanto al origen y en cuanto a los sujetos) sin imputación a ganancias líquidas de ejercicios, últimamente los adelantos a cuenta de aportes bajo diversas denominaciones (aportes irrevocables a cuenta de futuras emisiones; aportes a cuenta de futuros aumentos de capital, préstamos irrevocables a cuenta de aportes futuros, etc.)<sup>6</sup> que posicionan al socio prestamista, para quién así los conceptúa, a la par o acaso por sobre los acreedores sociales frente a la revocabilidad por incumpli-

---

capital»ED n° 9234, pág. 1.

<sup>5</sup> v. notas (1) y (2), p III d, pág.7.

<sup>6</sup> v. notas (3) y (4), también García Cuerva, Héctor «Aportes a cuenta de futuras suscripciones»ERREPAR T. II pág. 153 y sigts.; del mismo autor «El Contrato de suscripción de acciones», cap. 9, 'Aportes sin

miento de la condición a que quedan sometidos<sup>7</sup>, la «cuenta nueva» que inopinadamente aparece en libros ,y que con ajustado criterio critica Nissen, son en la mayoría de los casos impostaciones contables, cuando no lisa y llanamente subterfugios que persiguen fines reñidos con la lealtad societaria vigente (o que debería estarlo) incluso en las sociedades no personalistas apegadas a la *affectio societatis*. O persiguen el pago de dividendos sin el aval de ganancias efectivas, líquidas y realizadas, persistiendo en prácticas suicidas, o buscan la liquación de capital para el posicionamiento político dentro del ente a sabiendas de que los únicos que ganan son los administradores «mayoritarios», o derechamente ejercen la práctica del vaciamiento progresivo y sistemático. Frente a estos vicios la experiencia dice que de nada ha valido ni vale la noción garantista de «capital social».

Los otros temores, los de que el manejo del pequeño inversor se entorpece por la imposibilidad de conocer una mecánica accionaria ajena al concepto de dividendos nominales entendidos como meras fracciones porcentuales sobre un valor expresado sobre el papel, el peligro de emisión de títulos sin valor alguno («empapelamiento»), pierden entidad a poco que se advierta que el mercado de capitales se maneja internamente con expertos (agentes) abiertos incluso a la colocación de acciones de SA cerradas en condiciones especiales (Ley 24.435), y que la imagen del inversor pequeño que se acerca al hemicycle bursátil, es solo eso, una imagen, imponiéndose cada vez en mayor grado (en número e importancia) la inversión mediante fondos de administración donde a la garantía institucional del control tradicional normativamente impuesto (Comisión de Valores) se suma la pareja garantía también institucional de la colocación por fondos comunes de inversión, incluso bancarios, que atiende a la realidad de un mercado de captación de pequeños ahorristas.

Desde el punto de mira económico-contable, la referencia al valor nominal carece de significación práctica.

Ya Chapman, de grata recordación, lo señalaba en un viejo trabajo (extracto de un libro prometido sin registro editorial o, al menos, por mí ignorado)<sup>8</sup>, apuntando características conocidas de los valores diversos de las acciones y de las funciones de cotejo para extraer el valor real y el valor de cotización de los títulos, para los que contaba la noción de patrimonio operativo y el retrato o gráfico de la evolución económica de la empresa surgido del análisis de balances regulares, acotando: «Pareciera superabundante enfatizar la obvia inutilidad del valor nominal de la acción como expresión de un valor «real» del título representativo del aporte efectuado a la empresa». Agreguemos su arrastre: y la igual inutilidad de la referencia a un capital concebido como la sumatoria de dichos valores nominales en etapa de pleno desarrollo operativo del ente, es decir en su fase dinámica.

El valor nominal conserva su valor desde dos dimensiones simplemente: a) como determinación del capital social originario en el que el valor de desembolso efectivo final(al concluir la etapa de integración)determina el patrimonio inicial

---

emisión de acciones', pág. 71- ed. Depalma-1988.; Vítolo, Daniel Roque «Aportes Irrevocables...etc», *Negocios Societarios*, pág. 261 y sigts.; del mismo autor, «Aportes irrevocables a cuenta de futuros aumentos de capital: cuestiones doctrinarias y jurisprudenciales» *Negocios Parasocietarios*, pág. 100 y sigts..

<sup>7</sup> Nissen, Ricardo A. «Los aportes irrevocables a cuenta de futuras emisiones y la protección delaportante», *Negocios Parasocietarios*, pág. 90 y sigts..

(capital social= suma de acciones suscriptas) y es idéntico al mismo -ecuación estática-; b) como garantía técnica (básica e indirecta) de la distribución de utilidades a balances reales y regulares constatables, y como piso para la reducción por pérdidas determinada por ley y obligatoria para socios y acreedores en los términos del art. 206 actual de la LSC -ecuación dinámica-.

Fuera de ello, su «inutilidad» para valerme del término empleado por Chapman, es palmaria.

El valor nominal como referencia del valor de inversión, pasa por otras pautas.

El costo de inversión en acciones para el tomador no originario se ajusta a variantes económicas y especulativas, relacionadas la una con el análisis económico de la empresa, fundamentalmente patrimonio equivalente a valor de las cuentas del activo neto, niveles de endeudamiento, régimen regular de distribución de dividendos, política de reservas voluntarias para desarrollo y expansión que permitan acuñar expectativas de valores de rentabilidad, y cuanto atañe a la administración y retribución que incida sobre la posibilidad de dividendos de efectiva y regular percepción. Ello permite a la par que determinar un valor real proporcional al patrimonio neto a la época del ingreso del inversor (o a cualquier época determinada), la utilización de pautas de comparación mucho más fiables y valederas que la que proporciona el valor nominal de la acción.

En cuanto a lo otro, su suman valores a las pautas indicadas otras de cuño especulativo propias del mercado de capitales o de la colocación mediante agentes con asignación de valores arbitrados o generados en base a informes de analistas financieros. De este modo el valor comercial de la acción, aún asumiendo la indiferencia existente entre los inversores respecto de la información contable requerida a las empresas que cotizan en bolsa - como se apunta en el trabajo último referido<sup>9</sup>, tiene mucho más que ver con variables de mercado y expectativas de rinde y valor de retorno, con la pauta comparativa que pueda proporcionar el valor nominal del título. En suma, el juego entre valor «real» de la acción entendida como patrimonio neto proporcional resultante de la aplicación de divisor apropiado, valor «bursátil» de la misma que admite variables especulativas propias del juego del mercado, y valor «nominal», tiene a esta última como referencia virtualmente sin propósito práctico alguno.

La búsqueda del valor real de las acciones, por un lado, apegada al análisis técnico-financiero de la empresa-sociedad en marcha, y la aplicación del divisor apropiado que comprenda todas las acciones de clase representativas del patrimonio neto, para extraer el valor efectivo de la inversión; y el valor futuro de la inversión, en caso de colocaciones bursátiles o mediante agentes, se mide sobre el valor de retorno (rescate) de la inversión inicial, y su rentabilidad sobre la remuneración global dividida en número de acciones y no sobre el valor nominal de las mismas. De uno y otro modo, resulta perfectamente viable y técnicamente simple calcular la renta de la inversión.

Por último, el riesgo del empapelamiento, consistente en la emisión de acciones «sin valor» o con un valor menor o sin correspondencia adecuada a la inversión, debe señalarse que no queda a salvo con la referencia a valores nominales de

---

<sup>8</sup> Chapman, Willams Leslie y Verchik, Ana « Replanteo

carátula, dado que el capital real de la sociedad se diluye en todo caso con relación a los bienes que constituyen el llamado activo empresarial. Diluir o liquidar el capital significa entonces « asignarle a los bienes que representan ese capital, un valor mayor que el que en realidad tienen»<sup>10</sup> y deriva (conciérne) a la valuación del activo y a la determinación del pasivo que arroja los valores del patrimonio neto, y no al valor nominal de las acciones.

## CONCLUSIÓN FINAL

La función del valor nominal, que se conjuga en las prohibiciones de librar acciones bajo la par, y acciones sin valor de designación, ha perdido significación desde el punto de vista de la garantía que el capital social como concepto jurídico inelástico o como argumento técnico-económico y contable, presta en materia societaria para los terceros acreedores sociales y para los potenciales inversores o socios ingresantes.

---

de la cuestión de las acciones sin valor nominal».

<sup>9</sup> v. nota (8) p. 2, pág.104, 1º columna in fine.

<sup>10</sup> v. notas (8) y (9), p. 3 pág. 105.-