

ACCIONES SIN VALOR NOMINAL

Sergio Gabriel Ruiz y Eduardo N. Chiavassa

Maguer en nuestro sistema se exija la asignación de valor nominal en las acciones, el mismo no es un aspecto que haga a la esencia de la función de participación del accionista en el capital social, en tanto que los mencionados títulos, al legitimar al accionista como tal y otorgar un porcentaje de participación, ostentan igual naturaleza jurídica que aquellos emitidos con asignación de valor.

De *lege ferenda* se propone la inclusión de las acciones "*non par value*" pues otorgan múltiples ventajas; en una primera etapa, para las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones (art. 299 L.S.C.) habida cuenta del exhaustivo control al que son sometidas. A tal fin, deberá establecerse un marco legal que garantice la transparencia del sistema, estipulando entre otros aspectos: la cantidad de acciones sin valor nominal; la fijación del precio a propuesta del directorio con ulterior aprobación del órgano asambleario, etc.

1. Introducción

En el derecho societario, el vocablo "acción" es utilizado en dos sentidos: por un lado, se designa las partes en que se divide el capital de la sociedad anónima; y por el otro, se hace referencia al título en el que se representan aquellas partes. Dejaremos de lado este último aspecto y sus consecuencias, para concentrarnos en el estudio de la acción como representación del capital de dichas sociedades.

Respecto a las exigencias para la emisión de dichos títulos valores, el art.207 L.S. establece el principio de paridad al estipular que las acciones deberán ser siempre de igual *valor* expresados en moneda argentina. Tal manifestación, sumada a la regulación contemplada en el art.211 punto 3° que establece como requisito esencial el *valor*

nominal de las acciones⁽¹⁾ so pena de nulidad, destierra de nuestro derecho la posibilidad de emisión de acciones *sin* valor nominal⁽²⁾.

La legitimación de la calidad de accionista y el porcentaje de participación que otorga la acción engasta en la noción tradicional del capital social⁽³⁾ que el sistema societario argentino adopta, siguiendo los lineamientos del derecho continental europeo.

2. Caracterización

Las acciones sin valor nominal no expresan el monto del aporte y simplemente establecen la participación proporcional en el elemento patrimonial de la sociedad.

(1) CNCom, Sala C, 12/03/79, "Nieto Rivera, Eduardo c/ Termoquar S.A.", E.D. 82-386.

(2) Las "acciones sin valor a la par" fueron aceptadas modernamente en el Estado de New York a principios del Siglo XX, y luego extendida su utilización a casi todos los EE.UU. Los países europeos fueron más reacios a su reconocimiento, siendo Bélgica la excepción a tal postura.

En nuestro país, ni el Código de Comercio ni las leyes societarias posteriores establecieron la posibilidad de emisión de esta clase de acciones.

Sin embargo, en la evolución de nuestro sistema jurídico es posible encontrar dos proyectos de interés: el primero data de 1940, inserto en el denominado "Plan Pinedo" de nacionalización de los ferrocarriles, el cual preveía la constitución de una Corporación de Ferrocarriles Argentinos, que funcionaría como una sociedad anónima por acciones sin valor nominal. Y el segundo proyecto, elaborado por la Comisión designada por resolución MJ 465/91, que creaba las sociedades anónimas simplificadas (SAS). En el punto III) que refería a los tipos societarios, apartado C de las Notas explicativas de este proyecto se describe que las acciones de las SAS (arts.308 y ss.) eran sin valor nominal, pues éste configura "un dato carente de realidad que, al sugerir al público que sí lo tiene, constituye una manifestación engañosa que no debe ser permitida por la ley"; además de destacar que "esta estructura es especialmente adecuada para proyectos empresarios conjuntos (*joint ventures corporations*) y solucionará ciertas limitaciones que resultan de la noción de ese capital social nominal".

(3) "Por capital social entendemos el monto establecido en el acto constitutivo de la sociedad, o el que resulte afectado al giro social en cada balance, conforme el sistema legal adoptado" (Richard, Efraín H., "Armonización del derecho de sociedades la problemática del capital social y la responsabilidad limitada", www.acader.unc.edu.ar).

Richard explica el alcance de estas acciones. Las mismas representan una cuota o porcentaje de participación en las diversas manifestaciones sociales. En la constitución, el capital se integra y se emiten los títulos de participación igualitaria con relación a su valor, y luego se desvinculan de ese capital durante la vida de la sociedad. Por lo tanto, hay tres aspectos de los que se escinde: (i) su avatar, (ii) su negociabilidad y (iii) su titularidad⁽⁴⁾.

Como puede apreciarse, el único contacto directo entre las acciones y el capital ocurre en el momento de la constitución del ente societario, lo que necesariamente provoca la disociación entre el valor asignado estatutariamente (concepto estático) y el real, surgido de la dinámica empresarial.

3. Derecho comparado

La ley brasileña 6404 del 15 de diciembre de 1976, art.11 fijó como alternativa la posibilidad de la emisión de acciones sin valor nominal. A su vez, el art.14 determina que el precio de emisión de estas acciones será fijado, en la constitución, por los fundadores, y en los aumentos de capital por la asamblea general o el consejo de administración.

La ley 18.046 de Chile establece en su art.4 inc.4 la posibilidad de que las acciones se emitan sin valor nominal⁽⁵⁾.

Panamá regula expresamente a las acciones sin valor nominal (art. 22 y ss.) en una de las regulaciones de habla hispana que más artículos le dedica al tema⁽⁶⁾.

(4) Richard, Efraín Hugo, *Derechos patrimoniales de los accionistas en las sociedades anónimas*, Lerner, 1970, ps. 53/54.

(5) Ley 16.060 de Uruguay, artículo 296. (Características).- Las acciones serán de igual valor nominal expresado en moneda nacional, con las excepciones legales. Serán nulas las acciones sin valor nominal. Sin perjuicio de ello, se establece la posibilidad en el artículo 420 de crear bonos o partes beneficiarias que se representarán en títulos negociables sin valor nominal, ajenos al capital social que conferirán a sus titulares derecho de crédito eventual contra la sociedad, consistente en una participación en las ganancias anuales.

(6) Si bien Bahamas (International Business Companies Act 2000), Belice (International Business Companies Act de 1990.), Islas Vírgenes

Mediante Comunicación de la Comisión Europea del 2 de julio de 1997, relativa al impacto de la introducción del euro sobre los mercados de capitales, se recomendó la utilización de las acciones sin valor nominal, aunque reconoce las limitaciones actuales de tal instrumento ante la carencia de regulación de las mismas en varios Estados miembros.

Recientemente, Italia ha receptado la posibilidad de emitir esta clase de acciones.

4. Ventajas

(a) correlaciona con precisión el alcance del derecho que el accionista posee en el activo social, de manera que es posible determinar en forma periódica el valor en términos reales de la acción.

(b) permite reducir la cifra del capital que figura en el balance, por lo que aligera el pasivo contable, favoreciendo de este modo las amortizaciones.

(c) Simplifica el cálculo de los votos en las asambleas

(d) facilita la liquidación del haber social.

(e) se produce un sinceramiento en las relaciones jurídicas vinculadas con la negociación de las acciones. Si comparamos nuestro sistema con aquel que permite las acciones *non par value* veremos que en la realidad, funcionan -en cierta medida- de modo similar. En ambos sistemas, la acción importa participación porcentual, con la salvedad que en el primer caso, refiere a un valor histórico que al momento de la negociación de las acciones, o de la asignación de contenido económico frente a la liquidación societaria o receso no guarda correlato alguno. En el segundo caso, el valor nominal ya no determina la participación ni es elemento cuantificador de su voto, datos que vienen dados por la tenencia de los títulos valores accionarios.

(Ordinance de 1984 - modificada / Acta BVIBC, 2004), por ejemplo, permiten las acciones *non par value*, otros jurisdicciones *off shore* no lo permiten: v.gr. Islas Caimán y Chipre.

(f) Puede decirse que el reconocimiento de las acciones *sin* valor nominal en el ordenamiento societario argentino acercaría con mayor transparencia a un valor próximo al que en definitiva resulte de la negociación.

(g) también se ha sostenido que asegurarían la continuidad de los accionistas que, ante los ajustes de capital por razones meramente inflacionarias, puede quedar marginados de su participación social, al no alcanzar el valor de su acción el valor de una nueva acción, lo que ha generado diversas actitudes tanto societarias como de los organismos de control para resguardar los derechos de esos accionistas minoritarios⁽⁷⁾.

(h) reduce el costo administrativo en tanto que la adecuación del capital social no requiere emisión de nuevos títulos.

5. Desventajas

(i) Hace posible la emisión de acciones por debajo de su paridad contable.

En este punto, el art. 202 L.S.C. prohíbe, sancionando con la nulidad, la emisión de acciones bajo la par (salvo en el supuesto de la Ley 19.060). Sin embargo, tal veda puede soslayarse en nuestro actual sistema, recurriendo a la subvaluación de los aportes (art. 53 L.S.C.) o a la reducción del capital a una suma inferior a su valor patrimonial y su simultáneo aumento a la par⁽⁸⁾.

(ii) En el derecho comparado se han levantado voces en contra de la facultad de fijación del valor real al órgano de administración societaria.

(iii) Se ha criticado también que permite la distribución de dividendos ficticios al no existir una cifra de capital al cual referirse⁽⁹⁾. Para contrarrestar esta proposición, debe tenerse en consideración

(7) Richard Hugo, *Tiempo para asumir la crisis: tempestividad en las acciones societarias y concursales*, en www.acader.unc.edu.ar

(8) Otaegui, Julio C., "El capital", L.L. 2006-D, 1202 y ss..

(9) Rodríguez Rodríguez, Joaquín, *Tratado de sociedades comerciales*, Porrúa, México, 1971, p. 287 y Sasot Betes, Miguel - Sasot, Miguel, *Acciones, bonos, debentures y obligaciones negociables*, Abaco, Bs. As., 1985, p. 131.

que el capital estatutario -al menos, hasta la evolución del instituto hacia el concepto de capital dinámico- permanece cumpliendo la función de retención ya reseñada, así como también operativa en cuanto al objeto social; y la discusión sobre la tendencia a la supresión del capital estatutario, no es motivo de abordaje en esta ponencia pues excede los límites. Sin perjuicio de ello, puede apuntarse que el replanteo de la noción de capital estatutario viene, en cierto modo, de la mano de la recepción de esta clase de acciones.

6. Estado actual de la discusión en nuestro país

Kleidermacher se pronunció a favor de la adopción de esta forma de emisión de los títulos⁽¹⁰⁾. La Cámara de Sociedades Anónimas, a través de la propuesta del Dr. Hayzus⁽¹¹⁾, estimó oportuna la incorporación de estas acciones al derecho argentino; al igual que el Dr. Alegría, partidario de su reconocimiento progresivo⁽¹²⁾. Richard entendié que no existirían obstáculos para su establecimiento⁽¹³⁾.

En nuestro medio, el análisis comienza con un preconcepto que parece desterrar la posibilidad de su efectivo reconocimiento. Así, bajo el argumento de la *transformación radical de los métodos, prácticas*

(10) Kleidermacher, Arnoldo, "Sociedad común del Mercosur", en www.justiniano.com; y su ponencia en el Tercer Congreso de Derecho Societario, Salta 1982, *La sociedad de capital variable. Acciones sin valor nominal*.

(11) *Acciones sin valor nominal*, Congreso de Derecho Societario de Huerta Grande, 1992, t. III, p. 200.

(12) Congreso de Derecho Societario de Huerta Grande, 1992, tomo VI, p. 85.

(13) Como particularidad, se puede destacar que la Normas CNV, N° 368/2001, Capítulo VIII: Prospecto, en el punto VIII. 4.10. X. Información adicional, expresa: a) Capital Social: Se dará la siguiente información en relación a la fecha del balance más reciente incluido en los estados contables y a la última fecha factible:

a.1) El monto del capital emitido y, para cada clase de acción:

a.1.1) La cantidad de acciones autorizadas.

a.1.2) La cantidad de acciones emitidas y totalmente integradas y emitidas pero no integradas totalmente.

a.1.3) El valor nominal por acción, *o que las acciones no tienen valor nominal si fuera el caso*.

y mentalidad argentinos en la materia..., se niega siquiera su viabilidad como alternativa legal. En cambio, se prefirió *que la aportación de nuevos capitales por los integrantes del grupo mayoritario; se satisface con la introducción de los debentures convertibles en acciones (art. 326 párr. 3), que se regula en detalle. A más de 30 años de vigencia de la ley de sociedades, nada más profundo que el estrépitoso fracaso de los debentures.*

Entonces, el primer interrogante que se nos plantea: el valor nominal de la acción, ¿es condición esencial? Creemos que no, pues la participación de los socios no estaría vinculada a una cuestión aritmética de acumulación de valores expresados en moneda, sino que podría estar vinculada a una cantidad de partes del elemento patrimonial sin atender a su valor, susceptible de fluctuar como consecuencia de su intrínseco valor o por causas ajenas.

Para fundamentar el aserto que proponemos, debemos diferenciar las tres funciones que el capital estatutario cumple en las sociedades anónima, esto es, la función de garantía, entendida como suma de retención, la de cuantía, o como reseña Otaegui, de coparticipación⁽¹⁴⁾, y finalmente, la función de valía o gestión, en aras de la consecución del objeto social.

Precisamente, la noción de acciones sin valor nominal repercute sobre la coparticipación, sin alterar dicha función, que ahora toma como parámetro el porcentaje sobre el total de títulos emitidos y no sobre el monto facial de la acción. Esto es, permanece indemne la noción de capital estático (en resguardo de la garantía y gestión social) y la legitimación del accionista en cuanto a su participación.

Cierto es que, al sujetar el valor de la acción a la dinámica negocial (valor real) se requiere asignar un monto, tal valor se debe obtener solo en supuestos de receso, liquidación, emisión de nuevos títulos, transacción, o cualquier otra forma de disposición; por lo tanto,

(14) Otaegui, Julio C., "El capital", L.L. 2006-D, 1202 y ss.: "que fija la parte de cada socio en el fondo común, parte de la que derivan sus derechos políticos y económicos (L.S.C., arts. 13, 194, 207, 216, 217) y que da lugar a la representación del capital en acciones (L.S.C., art. 163) de igual valor aunque con la posibilidad de diversas clases con derechos diferentes (L.S.C., art. 207) sea con voto privilegiado (L.S.C., art. 216) o con preferencia patrimonial (L.S.C., art. 217)".

en el funcionamiento práctico de la sociedad (v.gr. en reuniones de accionistas), no es indispensable verificar el valor real de las acciones.

Estudiando el aspecto positivo del fenómeno y tomando razón de los deméritos que la práctica ha enseñado en otros países, nada se opone para que se regulen las acciones *sin* valor nominal.

De lo que se trata, es de incorporar la posibilidad de su emisión, teniendo como norte el principio de libertad, posibilitando la emisión de acciones con o sin valor nominal. Hasta tanto se afiance esta noción, participamos de la idea de que ambas modalidades no deberían estar presentes, tal como lo estipula el modelo chileno. Además, no todas las sociedades anónimas estarían en condiciones de dividir su capital en acciones sin valor a la par, restringiendo en un primer estadio a las sociedades que cotizan en bolsa, dado el exhaustivo control al que son sometidas.

A los efectos de asegurar un marco normativo que evite especulaciones sobre estas acciones, es indispensable una regulación que prevenga las maniobras que atenten contra la transparencia del régimen, estipulando entre otros aspectos: la cantidad de acciones sin valor nominal; el sistema de fijación del precio de las acciones, la emisión el aumento del capital y su incidencia sobre las participaciones, etc.