

SOCIEDAD DE CAPITAL VARIABLE Y FINANCIACION DE LA EMPRESA EN MARCHA. ALGUNAS IDEAS. POSIBLES ANTECEDENTES

Fernando J. Luciani

Sumario

El capital social ya no cumple las funciones esenciales de otro momento. El financista no analiza su estructura a la hora de decidir si invertir o no fondos en una empresa. Ante ello, resulta innecesaria su inmutabilidad debiendo dar paso a estructuras ágiles como las de capital variable.

Un principio internacionalmente aceptado, aunque siempre merecedor de críticas doctrinarias, es la doble función que cumple el capital social. Así, se sostiene que, por un lado, cumple *función de garantía* hacia los terceros, y por otro, una *función de productividad*.

La garantía que representa el capital social es, para muchos, la función principal puesto que actúa en el seno externo de la sociedad, como garantía de los terceros. Por ello, la ley de sociedades regula en forma precisa que el capital debe estar integrado por bienes susceptibles de ser valorados económicamente, y posibles de ser ejecutados en beneficio de los terceros.

Por su parte, la denominada función de productividad se halla cumplida al fusionar el capital como elemento de autofinanciación de la sociedad, que junto con otros medios externos, le permiten a la sociedad cumplir con su actividad económica y, por ende, con el objeto social.

Según Verón, el capital social cumple dos funciones básicas. Una económica y que implica un elemento funcional generador de productividad⁽¹⁾. Y la otra, jurídica que gira alrededor de dos

(1) Verón, Alberto V., *Tratado de los conflictos societarios*, 1ª ed., La Ley, p. 158.

consideraciones principales; la primera es que sirve de garantía frente a los acreedores y la segunda que sirve como elemento básico determinante de la posición del socio tanto de su responsabilidad como de su participación.

No obstante el embate que esta noción ha tenido, cierta jurisprudencia fiel al sistema continental europeo sostiene que la noción de capital social reviste la mayor importancia y constituye el pivote fundamental del sistema societario vigente, orientado a la protección de los terceros, que resultan ser frecuentes víctimas de la desmesura en las prerrogativas que el derecho mercantil acuerda a los mercaderes o empresarios⁽²⁾.

En los albores del siglo XXI parece arcaico sostener tal postura, más ubicando al tercero como "víctima" del comerciante. Seguramente ese tercero es otro comerciante o empresario muchas más fuerte que la misma sociedad. Por ello, no son pocos los autores que estiman que a raíz de la influencia de la reforma norteamericana del concepto de capital social, surge la necesidad de revisar la idea de que el capital social es una de los institutos angulares del régimen jurídico de las sociedades comerciales en el derecho continental⁽³⁾.

No obstante lo expuesto, el derecho europeo ha reafirmado la voluntad comunitaria respecto de la necesidad de mantener el tradicional esquema de capital social nominalmente expresado y las acciones con valores expuestos en los estatutos, rechazando así el modelo anglosajón.

Muy ilustrativa ha sido la reciente conferencia⁽⁴⁾ del Dr. Araya en donde expuso que Estados Unidos ha abandonado ya, hace algunos años, el sistema del capital social, modelo europeo, tal como ha sido consagrado en nuestra ley. Recientemente, un grupo de expertos ingleses, (denominados como *Rickford Group*) han propuesto la eliminación de ese sistema del capital social en la Comunidad Económica Europea, por considerarlo costoso e ineficiente, propugnando la adopción de las reglas estadounidenses y postulando

(2) CNCom., Sala B, 24/09/99, Errepar, Doct. Soc., marzo 2000, p. 818.

(3) Mendonca Lacour, Alvaro Ribeiro, "Irrelevancia y crisis del concepto de capital social", E.D. 204-729.

(4) Pronunciada en el auditorio de la Facultad de Derecho de la universidad Nacional de Rosario el día 10/05/07.

una profunda modificación de la *II Directiva de la CEE, No. 77/91*, de 1976, que constituye el paradigma del modelo europeo. Ese requerimiento, sin embargo, ha sido contestado por otro grupo de expertos, (el *Legal Capital in Europe*) quienes defendieron con énfasis el sistema europeo, y por el contrario postulan la necesidad de su mantenimiento, sin perjuicio de las necesarias adecuaciones que no afectan sus ideas centrales.

El esquema tradicional de la sociedad anónima tiene consigo (en estado latente) un elemento que debe ser despertado a fin de brindar sus bondades al empresario moderno. Es decir, el capital social tiene sus mayores beneficios en la faz financiera de la sociedad anónima.

Sociedades de capital variable. Experiencia mexicana

Algunos proyectos y parte de la doctrina buscan introducir la figura de las sociedades de capital variable. Este tipo de estructuras se caracterizan por abandonar la noción tradicional del capital como cifra nominal e inmutable. Actualmente dicho tipo societario se encuentra inserto en la *Ley General de Sociedades Mercantiles de México*, donde a través de su artículo 213 se reconoce la posibilidad de aumentar o bien disminuir el capital social con el solo cumplimiento de formalidades menores a las exigidas a la hora de autorizar un aumento de capital social.

De acuerdo a la normativa mexicana y conforme al artículo 1, esta ley ordena que todos los tipos societarios podrán asumir la especial característica de sociedades de capital variable, salvo en las sociedades cooperativas. Es en este derecho casi la regla el capital variable.

El Capítulo VIII de dicho ordenamiento jurídico las regula expresamente. Puede ser ello una importante estructura de financiación para las empresas argentinas.

El carácter preponderante de este tipo societario es que, en dichos tipos el capital social será susceptible de aumento por aportaciones posteriores de los socios o por la admisión de nuevos socios, y de disminución por retiro parcial o total de las aportaciones, sin ninguna de las formalidades habituales tales como la reforma de estatutos e inscripciones ante los organismos administrativos y judiciales correspondientes.

Capital suscrito, capital exhibido, capital autorizado

En toda sociedad puede distinguirse el *capital suscrito*, que es aquel que los socios se han obligado a aportar, y el *capital exhibido*⁽⁵⁾ que es el formado por las aportaciones efectivamente entregadas a la sociedad. Importante es referir que en las sociedades de capital variable puede señalarse aun otro concepto: el de *capital autorizado*, que es la cifra máxima que puede alcanzar el capital suscrito sin necesidad de que se reforme la escritura constitutiva.

En este tipo de estructuras la ley no señala entre los requisitos esenciales del estatuto constitutivo la obligación de indicar el capital autorizado, de manera que este puede resultar solo implícitamente del conjunto de reglas para el aumento del capital. Pero si en los estatutos no se señalan éstas, los aumentos del capital serán decididos por la asamblea de accionistas, y en tales casos no habrá capital autorizado.

En verdad, la sociedad sí habrá de tener un capital autorizado cuya cifra se obtiene mediante la suma del capital suscrito y la cifra que representan las acciones en cartera de la sociedad. Las sociedades en las que junto a un propósito de lucro, existe una finalidad de servicio colectiva es muy útil el esquema de las sociedades de capital variable, puesto que permite dar cabida a todos los sujetos que quieren coadyuvar a la empresa de alguna manera.

Del mismo modo, las sociedades de capital variable se adaptan a las necesidades de aquellas empresas cuyo patrimonio esta sujeto a una constante y progresiva disminución, como en las concesionarias de servicios públicos, cuyos bienes han de pasar al estado una vez terminada la concesión. Para paliar esta contingencia en nuestro derecho se han concebido las denominadas *acciones amortizables*.

Sociedad de capital variable y financiación de la empresa en marcha. Algunas ideas

Vemos pues que, una sociedad con los caracteres referidos podrá recibir el aporte de dinero o bienes en cualquier momento y de manera

(5) En nuestro derecho representaría el capital *integrado*.

muy sencilla. Esta alternativa presenta ribetes financieros puesto que ante una contingencia donde el ente social requiera fondos líquidos podrá recurrir a solicitar a algunos accionistas que suscriban un aumento de capital inmediato o, requerir a terceros ajenos al ente social que aporten dinero en efectivo contra la emisión de títulos de capital. Si bien decimos nosotros que los terceros o accionistas deban suscribir un aumento de capital esto no es estrictamente así puesto que el capital está autorizado por hasta un monto máximo y el mismo se va completando con las sucesivas integraciones.

Por otro lado, quien aporta los fondos suscribiendo títulos de capital puede asumir mayores o menores ribetes financieros según su perfil. Esto se logra a través de la *opción de rescate* que el sistema mexicano brinca.

Notemos que esta denominación es propia a la financiación de empresas. El Artículo 214 del texto societario mexicano, autoriza a que quien ha suscripto acciones aportando dinero fresco al ente social, pueda luego de un tiempo prudencial retirarlo recuperando así su inversión. Indudablemente, es esta una herramienta de financiación al alcance del empresario.

Desde luego, corresponde aclarar que no se logra el objetivo del financiamiento empresario, únicamente incorporando al régimen societario el elemento del "capital variable". No es este un instrumento de financiación autónomo. Para revestir los caracteres de una herramienta financiera, es necesario además que entre la sociedad financiada (sujeto pasivo) y el socio o tercero financista (sujeto activo) exista un *convenio especial* donde se acuerden ⁽⁶⁾ expresamente las condiciones de emisión y, en su caso, de rescate de las acciones emitidas contra el financiamiento (dinero o bienes recibidos por la sociedad). Entre las cláusulas que no deben faltar se destacan aquellas que se ligan con el valor de reintegro de las acciones.

Forma de remunerar al financista

Lógicamente, quien aporta fondos a la sociedad no lo hace de manera altruista sino que ha de esperar algún beneficio por ello.

(6) Zamenfeld, Víctor; "Reforma o modificación temporaria de los estatutos de la sociedad anónima", L.L. 2003-F, 1418.

Primeramente, hay dos formas de remunerar al financista; a saber:

a) Con la lógica e inevitable condición de socio y con la expectativa de dividendos y control político. En este caso, juegan todas las alternativas de estructuración de una emisión de acciones entre las que podrían adaptarse con facilidad: las acciones con preferencia patrimonial sobre el dividendo, las acciones con dividendo mínimo a favor del accionista financista; las acciones con dividendos acumulativos y todas las alternativas que existen al respecto. En esta opción tiene predominio el *affectio societatis*.

b) Con el rescate de las acciones por la sociedad o la adquisición de ellas por los accionistas tradicionales. En este caso, el financista podrá pactar que al vencimiento del plazo establecido en el convenio, recupere las acciones al mismo valor de suscripción más los aumentos patrimoniales que correspondan; o podrán fijar las partes el valor de recupero que entiendan corresponde. Lógicamente, ese valor de recupero tendrá directa relación que con el costo de la financiación. Indudablemente, desde la rígida doctrina del derecho societario tradicional podrán parecer estos comentarios una afrenta con el principio rector del derecho de las sociedades: *affectio societatis*. Aunque hemos de reconocer que algo de ello hay, nos parece que esta morigeración de un tradicional principio lo es en beneficio de la sociedad, de sus accionistas (tradicionales y temporales) y, de la comunidad social toda en tanto ve aumentadas las alternativas de financiación de empresas.

Algún reparo sobre las sociedades de capital variable.

Pautas de cautela

Algunas objeciones que pueden plantearse (genéricamente) sobre las sociedades de capital variable, son aquellas que se relacionan con la protección de los terceros puesto pueden ellos sufrir las consecuencias de una disminución del capital social sin que se encuentren registrados ante las autoridades de contralor.

Primeramente, entendemos que es correcta la ley mexicana que ordena que este tipo de sociedades siempre deba denominarse con las palabras "... de capital variable". A consecuencia de ello, pueden los terceros hacer uso de la autonomía de la voluntad y decidir si se relacionan o no comercialmente con ellas.

En segundo lugar, debemos referir que en la práctica, de poco sirven las anotaciones de capital ante la IGPJ y el RPC puesto que el sujeto activo de la relación financiera observará otros ratios más reales a la hora de analizar el riesgo de la empresa y no, su capital social.

Si bien la variabilidad del capital, puede diluir la base de garantía de los acreedores por la sola voluntad del ente financiado, nos parece que el financista haciendo uso de su experiencia y de la cautela de todo hombre de negocios podrá estructurar las emisiones y los contratos necesarios a efectos de poder resguardar su inversión.

Experiencia del derecho mexicano

En algunos ordenamientos jurídicos, se han comenzado a flexibilizar las normas de orden público insertas en las leyes de sociedades respectivas. En este desarrollo, el principal elemento que ha sido puesto en crisis es el de la autonomía estatutaria de la voluntad en relación al régimen de sociedades. Ante ello, es muy saludable la moderna normativa del derecho societario en tanto otorga una altísima importancia a la autonomía de la voluntad.

En esta línea, el nuevo artículo 216 de la ley mexicana establece que *el contrato constitutivo de toda sociedad de capital variable, deberá contener, además de las estipulaciones que correspondan a la naturaleza de la sociedad, las condiciones que se fijen para el aumento y la disminución del capital social.* Continúa dicho texto expresando que *en las sociedades por acciones el contrato social o la Asamblea General Extraordinaria⁽⁷⁾ fijará los aumentos del capital y la forma y términos en que deban hacerse las correspondientes emisiones de acciones. Las acciones emitidas y no suscritas o los certificados provisionales, en su caso, se conservarán en poder de la sociedad para entregarse a medida que vaya realizándose la suscripción.*

Nos quedamos aquí por un momento con el último párrafo de la transcripta norma. En dicho texto se autoriza que una sociedad realice una importante emisión de acciones y que ellas se vayan suscribiendo paulatinamente. Es decir, una determinada empresa que se constituye

(7) Asamblea Extraordinaria en el derecho argentino.

bajo el tipo de la sociedad anónima puede previsionar *ab initio* cuáles serán sus necesidades de financiamiento e ir solicitando las efectivas integraciones de capital a medida que los requerimientos financieros lo exigen. Consecuentemente, el ente al momento de constituirse puede solicitar la emisión de un número mayor de acciones de las que se piensan suscribir. Con ello, la sociedad mantendrá en cartera propia sus acciones durante el tiempo provisionado y, al momento exacto de requerir los fondos, permitirá que determinados socios o terceros las suscriban. Al tiempo de ello, ingresan al ente societario emisor los fondos frescos necesarios.

En la habitualidad de las cosas empíricos conocidos, la oferta pública se produce a modo escalonado y no de forma instantánea como ordena el derecho argentino. Sin embargo, nuestra ley de sociedades es muy restrictiva al respecto y ve con disfavor el hecho de que las sociedades tengan por demasiado tiempo las acciones en cartera propia ⁽⁸⁾.

Sin embargo, el supuesto financiero del mantenimiento en cartera propia de las acciones no se haya previsto en nuestra normativa. Lo aquí expuesto se relaciona con la posibilidad de utilizar a las acciones sociales como un medio apto de financiamiento e ir solicitando a los inversores la integración de capitales conforme a las necesidades económicas de la empresa.

Algo similar a lo expuesto se ha tratado de realizar en materia de *fideicomisos financieros* emisores de valores fiduciarios para ser suscriptos por oferta pública. Como ha de saberse, estas estructuras son autorizadas por la CNV a efectos de emitir una determinada cantidad de valores fiduciarios en un plazo reducido de tiempo. Ante ello, han existido intentos de aprobación de fideicomisos financieros sin determinar en el tiempo el período de suscripción. De esta manera, el emisor tendrá abierta la posibilidad de coleccionar los fondos necesarios durante un mayor período de tiempo.

(8) Vid artículo 220 de la ley de sociedades comerciales argentina.

Posible antecedente de estructuras de capital variable en nuestro derecho nacional

1. Programa global de emisión

Existe en nuestro derecho un antecedente muy parecido a las sociedades de capital variable: *el programa global*. A su respecto, el Artículo 62 del las normas de la CNV establecen que las entidades que se encuentran en el régimen de la oferta pública podrán solicitar la autorización de **programas globales** para emitir valores representativos de deuda y certificados de participación en fideicomisos financieros. El programa global tendrá por efecto que el emisor (sociedad que pretende financiamiento) sea autorizada por la CNV a emitir un monto máximo de títulos valores por ejemplo cien millones de pesos. Lógicamente, la sociedad no necesita los cien millones en un mismo momento. De seguro serán las necesidades financieras de todo un año. Sucede que para poder captar los fondos del público inversor, es necesario obtener la autorización de cotización por parte de una bolsa de comercio y la autorización de oferta pública por parte de la CNV. Esto insume costos y tiempo. Para evitar esta eventualidad, se idearon los programas globales que autorizan al emisor a captar una cantidad determinada de dinero en distintas fechas. Es decir, la sociedad podrá coleccionar cien millones pero estará autorizada a fraccionar este monto en distintas *series* de emisiones.

Como se advierte, la serie se emite dentro de un programa global ya autorizado y permite la emisión de manera ágil y económica⁽⁹⁾. Tiene una correlación con las sociedades de capital variable en tanto estas también tienen un monto de capital máximo autorizado el cual podrán integrar paulatinamente, es decir, en series sucesivas.

(9) Si repasamos la página web de la CNV (www.cnv.gov.ar) podremos ver que existen programas globales como en realizado para los Fideicomisos Financieros de la Red Megatone, que ya han emitido más de quince series dentro de un mismo programa global.

2. Fideicomiso financiero con certificados de participación activos e inactivos

Sabemos que los fideicomisos son autorizados a emitir un monto total de valores contra los activos que se han cedido al ente fiduciario. Si bien esto es muy útil, entendemos que para versatilizar el instrumento sería interesante permitir que se autorice una emisión de valores fiduciarios por hasta un monto máximo y que ellos se vayan integrando de manera progresiva. Pero además, nos parece importante que el esquema fiduciario permita que este patrimonio fideicomitado se pueda ir *descomponiendo* a solicitud de los suscriptores según sus necesidades y las condiciones de emisión. El producto que referimos trata de conciliar la versatilidad del contrato de fideicomiso con los necesidades del mercado bursátil en lo que hace a captación de inversores.

Para ello, entendemos que sería muy útil generar un Certificado de Participación representativo de una canasta de activos, definidos de acuerdo a una política de inversión determinada.

Del mismo modo, el producto permitiría a los intermediarios bursátiles poder ofrecerlos libremente a los inversores sin estar atados a un período acotado de colocación (podrán suscribirse cuando el inversor lo desee), como así también brindar flexibilidad a la hora de hacer líquida la inversión (solicitar el reintegro del valor del Certificado).

El inversor podrá comprar un Certificado de Participación en cualquier momento, dentro de los plazos de duración del contrato. El valor quedará determinado por el cociente entre el valor total del fondo fiduciario y el total de Certificados en poder de los inversores.

El inversor también tendrá el derecho de solicitar el valor en efectivo del Certificado y hacer líquida su inversión cuando lo considere oportuno, sin estar supeditado a un tiempo preestablecido de cancelación. Podrá también ofrecerlo en el mercado secundario. A nuestro entender, la metodología a implementar es la siguiente:

a. Se emitirán CP por un monto fijo de dinero. Estos Certificados de Participación al no tener *ab initio* su correlato en dinero u otros activos se emitirán con la calidad de *Certificados de Participación Inactivos*. De esta forma, el fiduciario podrá mantenerlos en cartera propia registrándolos en una cuenta especial. Un Certificado de Participación Inactivo no otorgará ninguno de los derechos que le corresponden a cualquier Certificado de Participación

ordinario. Serán papales representativos de una participación potencial.

b. El inversor, a través de una casa de Bolsa, suscribirá un Certificado de Participación integrando el dinero en efectivo correspondiente al valor del Certificado en ese momento.

c. El Fiduciario, ante aquel requerimiento, entregará un Certificado de Participación al inversor. Cuando el Certificado de Participación entra en posesión del inversor será Activado por el fiduciario, adquiriendo la calidad de **Certificado de Participación Activo**, brindando al inversor todos los derechos que por el contrato les corresponden.

d. El inversor podrá negociar el título en el Mercado bursátil y extrabursátil.

e. Finalmente, el inversor tendrá el derecho de solicitar el reintegro del valor de su Certificado en cualquier momento, de acuerdo a las condiciones del contrato de suscripción. El fiduciario hará efectivo el requerimiento y tomará el título depositándolo en una cuenta especial con la categoría de *Certificado de Participación Inactivo*, pudiendo posteriormente y ante una futura suscripción “activar” el Certificado y llevarlo nuevamente al Mercado. Queda abierta la posibilidad de la negociación del Certificado en el Mercado Secundario.

Laguna normativa existente entre los Fondos Comunes de Inversión y los Fideicomisos

Existe a nuestro entender un vacío normativo que bien podría ser cubierto con la figura que proponemos. El fideicomiso propuesto gozará de Oferta Pública y Cotización Bursátil. Además, el presente producto será abierto, es decir, tendrá un número de Certificados de Participación variable. Según nuestra legislación solamente los Fondos Comunes de Inversión Cerrados son los vehículos aptos para realizar la titularización (securitización) de activos pero con el problema de que se constituyen con un número fijo de cuotas partes y de que ellas no pueden ser rescatadas hasta el vencimiento del fondo.

Si pensásemos en utilizar un Fondo Común Abierto a fin de saltar este problema nos encontraremos con la valla normativa que impide que estos fondos abiertos tengan oferta pública, lo cual es requisito excluyente para el desarrollo del mercado de capitales argentino. El Fondo Cerrado es el que tiene Oferta Pública pero no

nos permite un número variable de cuotas partes (Certificados de Participación en nuestro caso).

Es decir, *entre los fondos y los fideicomisos hay una zona inexplorada que sería cubierta con esta estructura que advierte indudables parecidos a las sociedades de capital variable*. Solamente se requiere la decisión concluyente de los entes de contralor, a efectos de autorizar un producto a la oferta pública, que podría generar la desaparición de la industria de los Fondos Comunes de inversión, en tanto el producto que proponemos será mucho menos costoso y, además, brindará los mismos servicios.

3. Capital potencial según la Ley de Sociedades Argentina

Existen algunos ribetes financieros en el denominado “*capital potencial*” de toda sociedad anónima. Este es siempre el quintuplo del existente. Si bien la ley de sociedades identifica el capital social con el capital suscrito, con lo cual se vedan los capitales “autorizados” en la constitución, permite dicha ley, por otro lado, un capital no emitido y no suscrito. Este es un capital potencial, el cual se materializará con ocasión de los sucesivos aumentos de capital. El artículo 188 de la ley de sociedades autoriza al estatuto a que disponga la elevación del capital hasta su quintuplo. Según Verón, se vedan los capitales autorizados por el artículo 186 de la L.S.C. en la constitución más permite por el artículo 188 un capital potencial⁽¹⁰⁾. La naturaleza financiera de esta permisión radica en que ágilmente y sin mayores trámites, la sociedad estará recibiendo fondos frescos para aplicar en su giro comercial a cambio de nuevas emisiones de capital social las cuales no podrán ser nunca superiores a cinco veces el capital actual.

Nos parece que la limitación del quintuplo de la L.S.C., no haya fundamento alguno. Más, la única perjudicada de no mostrar estatutariamente este aumento de capital será la sociedad a la cual le interesa mostrarse capitalizada en todo momento a efectos de tener mayor crédito. Por esto entendemos que debería permitirse el aumento

(10) Verón, Alberto V., ob. cit., p. 190.

discrecional de capital. Máxime cuando el tercero contratante verá perfeccionada su condición frente a la sociedad por el aumento, aunque no se entere expresamente del mismo por la reforma de los estatutos.