

ANALISIS CRITICO DE LA RESOLUCION 9/06 DE LA INSPECCION GENERAL DE JUSTICIA QUE TORNA IMPERATIVOS LOS AUMENTOS DE CAPITAL CON PRIMA DE EMISION

Javier Armando Lorente y Diego F. López Ugolini

Sumario

La idea de esta ponencia es realizar un análisis crítico de dos aspectos de la RG 09/06. En primer lugar analizaremos la metodología utilizada por la IGJ para determinar el valor que *debe* darse a la prima de emisión en todo aumento de capital en que corresponda emitir acciones con prima, criticando la rigidez de la misma. En segundo lugar presentaremos nuestro desacuerdo con las facultades “legislativas” apropiadas por el registrador de la IGJ.

Introducción

Con fecha 10 de octubre de 2006 fue publicada en el Boletín Oficial la Resolución General 9/06 de la Inspección General de Justicia (IGJ) a través de la cual se impone como obligatoria la inclusión de una prima de emisión en todo aumento de capital con efectivo desembolso de dinero que realice una sociedad por acciones. Asimismo, la RG 9/06 impone esta obligación cuando en la asamblea que decide el aumento de capital se ha limitado el ejercicio del derecho de suscripción preferente. Se exige la imposición de la prima de emisión cuando el aumento de capital es decidido por asambleas unánimes. Obviamente la Resolución establece que para que pueda existir una prima de emisión, el valor de las acciones emitidas con anterioridad al aumento de capital debe ser superior al valor nominal (art. 1 RG 9/06).

Sobre el valor de la prima de emisión

Como hemos visto, el más elemental recaudo para imponer la prima de emisión es que el valor actual de las acciones ya emitidas tiene que ser superior al valor nominal de las mismas. Para ello, el art. 2 de la RG 9/06 establece la forma de calcular el mayor valor que tengan las acciones emitidas y a tal efecto se basa en los balances que confeccione la sociedad, admitiendo que el Directorio justifique dar un mayor valor a las acciones de aquel que surge del balance, a través de dictámenes profesionales con ciertas formalidades (se prevé la existencia de intangibles o valor empresa en marcha).

Si de tales balances generales (y/o en su caso de un balance especial) surge que, patrimonio neto positivo mediante, el valor actual de las acciones emitidas es superior a su valor nominal, entonces la nueva emisión de acciones que se sigue del aumento de capital decidido por la asamblea (salvo los pocos supuestos en que la aplicación de la RG9/06 lo exceptúa) deberá hacerse imperativamente con prima.

Hasta aquí la Resolución es clara en cuanto al cálculo del mayor valor de las acciones ya emitidas⁽¹⁾.

Sin embargo, la RG 9/06 no dice expresamente que el valor de la prima de emisión *deba* ser forzosamente igual a la diferencia entre el valor nominal (menor) y el mayor valor de las acciones anteriores.

(1) Destacamos que el más reciente Anteproyecto de Reforma de la Ley de Sociedades Comerciales, aunque también establece la obligatoriedad de emisión con prima, impone tal criterio sólo cuando existe una diferencia de más del 30% entre el valor nominal y el valor patrimonial proporcional. En cuanto al valor mismo de la prima de emisión, indica el Anteproyecto que su monto debe compensar razonablemente la diferencia de valores. Algún autor ha criticado la solución propuesta por el Anteproyecto, pues supone admitir como legítimo un perjuicio patrimonial de hasta un 30%. Conf. López Tilli, Alejandro M., "Obligatoriedad de la prima de emisión", ponencia al IX Congreso Argentino de Derecho Societario y V Congreso Iberoamericano de derecho societario y de la empresa, t. III, p. 191. Similar crítica puede encontrarse en el trabajo de Cordero, María Anahí - Fernández, María Angeles y Arecha, Tomás J., "Prima de emisión. Obligatoriedad de la misma en todos los aumentos de capital", ponencia al IX Congreso Argentino de Derecho Societario y V Congreso Iberoamericano de derecho societario y de la empresa, t III, p. 97.

Es cierto que si bien tal forma aritmética de calcular la prima de emisión puede interpretarse como que resulta de la intención del registrador capitalino (resistimos la tentación de referirnos a la "intención del legislador"), en tal caso debemos criticar tal interpretación teleológica.

Si la intención de la RG 9/06 es fijar en forma obligatoria la manera de calcular la prima, debemos expresar nuestro desacuerdo con la metodología utilizada.

Creemos que sólo "en abstracto" la diferencia entre el patrimonio neto y el valor nominal de las acciones es el valor prima, pues supone una compañía en crecimiento. ¿Pero que sucede, como bien puede ser el caso, si una sociedad que tiene acciones emitidas con un valor superior al valor nominal se encuentra padeciendo pérdidas o enfrentará un futuro aciago lo que demanda de nuevos aportes de capital para salir de esa situación, o por lo menos para mantenerse en esa situación y no agravarla? Esta sociedad no podrá conseguir la suscripción de un aumento de capital hecho con una prima que tenga en cuenta los parámetros meramente "matemáticos" dados por la Resolución. En este caso, si se establece una prima, la misma bien podría ser menor a la diferencia entre el valor nominal y el mayor valor de las acciones anteriores. De esa manera la menor prima actuaría como incentivo para quien quiera invertir con un riesgo en una sociedad deficitaria. Como contrapartida, los propios accionistas siempre podrían ejercer su derecho de suscripción preferente y así no quedar licuados ni política ni patrimonialmente.

Este menor valor de la prima, entre el ideal de valor que surge de la diferencia entre patrimonio neto y valor nominal, operaría como el "costo de oportunidad" que muy habitualmente rige en el mundo de los negocios. En el caso, la diferencia entre el valor "ideal" de la prima de emisión (aquel que aparentemente parece imponer forzosamente la RG 9/06) y el valor concreto que fije la asamblea de accionistas que decide aumentar el capital con una prima de emisión menor a la ideal o meramente aritmética, será el valor máximo sacrificado por los tenedores de las acciones ya emitidas alternativo al realizar la decisión económica que se juzga como indispensable: obtener financiamiento interno a través del referido aumento de capital.

No ignoramos que aumentos de capital sin prima de emisión, hechos a espaldas de algunos accionistas (quienes así no pueden ejercer su derecho de suscripción preferente), son un mecanismo ya trillado de abuso dentro de las sociedades cerradas. Pero de allí a

imponer en todo caso y siempre la emisión con prima (salvo decisión unánime o agotamiento del ejercicio del derecho de suscripción preferente) parece un exceso del registrador capitalino.

La decisión misma de emitir con prima un aumento efectivo de capital es resorte exclusivo de la asamblea de accionistas y, en principio, decisión facultativa (conforme la L.S.C.) que no debe presumirse abusiva -como lo hace la RG 9/06-⁽²⁾. Pero no sólo eso, aún teniendo por imperativo que el aumento de capital se cumpla con prima de emisión, nos resulta desmedido que la RG 9/06 parezca inducir que el valor inamovible de la prima de emisión sea la diferencia entre el mayor valor actual de las acciones (según el patrimonio neto emanado de los balances) y el valor nominal de las mismas.

En caso de una sociedad donde el patrimonio neto sea superior al capital social, pero en la que las perspectivas futuras de la empresa no sean halagüeñas, el valor de la prima perfectamente podría ser inferior al ideal, para así atraer nuevo capital de riesgo.

Evidentemente uno podría decir que en el caso anterior los accionistas (por mayoría) podrían decidir liquidar la sociedad y así respetar el valor del patrimonio neto de la sociedad y, a la postre, el valor de sus propias acciones. Sin embargo, esta postura va contra del principio de continuidad de la empresa y contra la idea misma que los accionistas invierten para llevar adelante un proyecto que puede tener altibajos, es decir, con riesgos. El liquidar la sociedad o continuar con ella a riesgo debe ser una decisión, en primer término, del Directorio, y en última instancia de la Asamblea, decidiendo conforme a las mayorías de la ley. Pero si le imponemos a la sociedad limitaciones al acceso a financiación a través de capital fijando formulas rígidas en cuanto al cómputo de la prima, indirectamente se podrá estar forzando a la sociedad a la liquidación y, en casos extremos, a la misma quiebra.

Que la RG 9/06 torne forzosa la emisión con prima es ya motivo de cuestionamiento (tal como desarrollaremos *infra*), pero mucho más

(2) Un muy interesante análisis de la RG 9/06, aunque con una óptica más laudatoria de dicha resolución que la que los autores de esta ponencia tenemos, puede encontrarse en el trabajo de Garat, Matías E. y Gené, Martín, "Supuestos de obligatoriedad de la prima de emisión", Rev. El Derecho del 26/12/06, p. 1.

criticable nos parece que el registrador capitalino cercene las facultades de los distintos órganos sociales en lo que hace a la determinación del valor mismo de la prima de emisión.

La fijación de la prima es resorte exclusivo de la asamblea (extraordinaria en las sociedades cerradas y ordinaria en las cotizantes, conf. Art. 202 L.S.C.), aunque en las sociedades autorizadas para hacer oferta pública de sus acciones la asamblea ordinaria puede delegar en el Directorio la facultad de fijar la prima, aunque dentro de los límites que el órgano de gobierno necesariamente debe establecer.

Pero aún dentro de las sociedades cerradas, la función del Directorio al tiempo de convocar a la asamblea de accionistas para aumentar el capital no debe minimizarse.

Del juego armónico de los arts. 202 y 70 L.S.C., podemos extraer que siendo que el importe de la prima de emisión integra una reserva especial dentro del capital de la sociedad, esta reserva puede y debe ser propuesta por el Directorio cuanto éste órgano actúe conforme un obrar razonable y de prudente administración.

De esta manera, concluimos, debe permitirse al Directorio, y en última instancia a la Asamblea (ordinaria o extraordinaria, según el caso) establecer justificadamente (apegándose a un obrar razonable y de prudente administración) una prima por debajo de la diferencia entre el valor nominal de las acciones y el mayor valor de las mismas. De lo contrario se podrá generar un grave perjuicio a la sociedad.

Al fin y al cabo, el juzgamiento de la razonabilidad y prudencia exteriorizadas por los órganos sociales será materia de análisis judicial, teniendo siempre en consideración las circunstancias de cada caso concreto.

No se nos escapa que si la RG 9/06 sólo estableciera pautas o guías a tener en cuenta para fijar la prima pero admitiera que la misma fuera fijada discrecional o arbitrariamente por la Asamblea o el Directorio, podría perder utilidad la Resolución misma, y que fácilmente estos órganos sociales podrían fijar una prima de emisión ridícula y de esta manera frustrar -en la práctica- el requisito de su obligatoriedad que impone la RG 9/06, sacrificando así la finalidad misma de tan provocadora reglamentación del registrador capitalino.

De allí que, como la RG 9/06 está regulando situaciones que supone siempre patológicas, es que interpretamos que las pautas de valoración de la prima no son meras sugerencias, sino pautas

imperativas a las que las sociedades anónimas inscriptas en Capital Federal deberán ajustarse para futuros aumentos de capital.-

Sobre la obligatoriedad de la prima de emisión impuesta por la RG 9/06

Es verdad incuestionable que la L.S.C. considera la emisión con prima como una facultad de la asamblea, y no como una norma imperativa o inderogable (ver en tal sentido el excelente voto del Dr. Anaya en el fallo “Augur S.A. c/ Sumampa S.A.”⁽³⁾ donde claramente establece que la ley prevé la emisión con prima como una “mera posibilidad y no como un derecho”).

El art. 202 L.S.C., con prístina claridad, expresa que se “podrá” emitir con prima.

La RG 9/06 ha “legislado” en sentido contrario.

Y decimos que ha legislado pues la resolución general bajo análisis es típicamente una ley en sentido lato, esto es, una norma general y abstracta destinada a aplicarse en un universo de supuestos.

Admitimos padecer de cierta esquizofrenia sobre el particular⁽⁴⁾. Por un lado creemos que la L.S.C., a diferencia de lo que hace hoy el texto del art. 202, válidamente podría imponer la obligatoriedad de la emisión con prima como principio general, mientras que por el otro, también confiamos en que un aumento de capital sin prima de emisión, cuando el mismo encubre un obrar abusivo/lesivo, debe encontrar su remedio en los tribunales.

Buscando una síntesis que nos aleje de la esquizofrenia, creemos que la emisión con prima debe ser obligatoria en ciertos supuestos y debe ser evaluada la razonabilidad y el monto de la misma en cada caso concreto, esto es, en los estrados judiciales.

Quizás por idéntica razón creemos que no es competencia de la IGJ tutelar por estos intereses sino que son los propios interesados, los accionistas, quienes deben llevar estas cuestiones a los jueces,

(3) CNCom., Sala C, E.D. 141-373.

(4) Dolencia que se mitiga si consideramos que los autores de la ponencia son dos.

que se encuentran en mejores condiciones de evaluar la situación de una aumento de capital caso por caso.

Son muchos los ejemplos en los que la IGJ, en tiempos recientes, se ha arrogado facultades legislativas (v.gr. en materia de requisitos de admisibilidad de actuación de sociedades extranjeras, en materia de capital mínimo, en materia de objeto único, y un largo etcétera), y creemos que al haber convertido en obligatoria la prima de emisión, cuando el art. 202 L.S.C. la predica como meramente facultativa, ha incurrido -una vez más- en idéntica subversión del régimen constitucional, donde una norma de inferior rango derechamente modifica una de rango superior. Tal actuación contradice la estructura piramidal de nuestro sistema legal, y lesiona, al menos, los arts. 14, 28, 31 y 99 inc. 2º de la Const. Nacional.-

Claro está que podría argüirse que la RG 9/06 no pretende imponer una conducta en forma general y abstracta, sino que simplemente se limita a establecer cuales son los contenidos mínimos que un aumento de capital debe tener para merecer ser registrado en el ámbito del Registro Público de Comercio de la Capital Federal.

Se trata apenas de un juego de palabras. La RG 9/06 intenta ser una norma general y abstracta de acatamiento obligatorio para todas aquellas sociedades anónimas (abiertas o cerradas) inscriptas en la Capital Federal. Es por tanto una ley (en sentido lato, pues no mana del Congreso) que dispone algo diferente a lo que prevé una ley (en sentido escrito) como la ley 19.550.-

Reciente jurisprudencia ha considerado que el control de exactitud y legalidad formal llevado a cabo por el Registro Público de Comercio sólo puede versar sobre el contenido del documento sometido a inscripción, sin que pueda entrar aquel a considerar otras cuestiones que pueden ser llamadas de fondo o intrínsecas, relativas a las relaciones jurídicas entre las partes⁽⁵⁾. Ello convalida el criterio de que toda aquella función que consista en analizar más que la mera legalidad formal excede la órbita de decisión del organismo de control. Tales decisiones comprenden, por ejemplo, la de resolver discrecionalmente sobre la magnitud del capital que necesita un

(5) Conf. C. Apel. C. y C., 2ª Nominación, Santiago del Estero, noviembre 20-2000, E.D., 22/10/03.

emprendimiento cuya envergadura y necesidades financieras se desconocen en ese momento inicial. Todo ello debe quedar bajo la órbita de la autonomía de la voluntad, y sujeto a la dinámica imprevisible de toda empresa⁽⁶⁾.

En esta línea de pensamiento, hace ya algún tiempo se expresó que *«La ley de sociedades exige solamente que se controle el cumplimiento de los requisitos, y no que se haga una expresa manifestación de conformidad. De este modo la Inspección deberá adoptar una resolución y poner en marcha sus organismos tan sólo cuando compruebe que en alguna sociedad no se han cumplimentado los requisitos fiscales o legales. Muy distinto es que la Inspección deba 'conformar' el acto, esto es, emitir en todos los casos y como requisito una manifestación de conformidad, un asentimiento concreto a favor del acto... Si la Inspección debe conformar, su silencio implica disconformidad y, por ende, rechazo. En tanto que si simplemente controla, el hecho de haberlos presentado a la Inspección y que ésta no objete el acto, implica que el organismo de control no tiene porque oponerse a la constitución o modificación del acto o contrato societario»⁽⁷⁾.*

Conclusión

La RG 09/06 desatina al establecer en forma abstracta y como "norma" de alcance general (para la Capital Federal) la obligación de fijar una prima de emisión cuando una sociedad realice un aumento de capital y las acciones emitidas con anterioridad a dicho aumento tengan un valor superior al valor nominal. No creemos que sea pertinente utilizar una fórmula rígida para establecer el monto de la prima ni mucho menos que sea facultad de la IGJ fijar *ex ante* la razonabilidad de la misma. Dicho control debe encontrarse en manos de los jueces quienes deberán evaluar, *ex post*, la razonabilidad de la

(6) Grigione, María Gabriela, "Consideraciones acerca del control registral de la incapacidad originaria", L.L. Sup.Esp. Sociedades Comerciales.

(7) Romero, *Control externo de las sociedades por acciones*, RDCO, 1984-525.

prima a instancias de algún accionista interesado en un proceso judicial de conocimiento amplio. Creemos que la decisión de emitir con prima y la determinación del valor de la misma atañe más al interés individual de los accionistas perjudicados que al interés general, al orden público y/o a cualquier otro valor semejante por el que deba velar el registrador capitalino. Finalmente, creemos que la intención de la RG 09/06 es acertada al pretender establecer la prima de emisión con carácter obligatorio en ciertos casos, sin embargo no es posible la modificación de una ley nacional a través de una Resolución General de la Inspección General de Justicia que, a estos fines, limita su actuación al territorio de la Ciudad de Buenos Aires.