

**Aumento de capital y emisión con prima como  
materias no justiciables: el caso *Topola*.**



Por:  
**Pablo Augusto Van Thienen**  
Director

# Aumento de capital y emisión con prima como materias no justiciables: el caso *Topola*.

Por: Pablo Augusto VAN THIENEN

Comentario correspondiente a los encuentros de debate de jurisprudencia mercantil, laboral y tributaria que mensualmente se llevan a cabo en el **CEDEF Law & Finance**.

**Sumario:** I. PLATAFORMA FÁCTICA. - II. EL AUMENTO DE CAPITAL JURÍDICO COMO OPCION EFICIENTE. - III. EL FINANCIAMIENTO EMPRESARIO COMO MATERIA NO JUSTICIABLE. - IV. SEPARANDO LA PAJA DEL TRIGO. - V. CONTROL DE MÉRITO, POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y FINANCIAMIENTO EMPRESARIO. - VI. LOS FUNDAMENTOS FINANCIEROS DEL AUMENTO DE CAPITAL COMO CAUSA LÍCITA DEL NEGOCIO. - VII. EL ACCIONISTA ASUME EL RIESGO DE EMPRESA. - VIII. EFECTO DILUTORIO Y PRIMA DE EMISIÓN. - IX. CAPITALIZACION DE PASIVOS DEL ACCIONISTA CONTROLANTE E INTERÉS CONTRARIO. - X. EMISIÓN A LA PAR COMO MATERIA OPINABLE: ¿QUISO DECIR NO JUSTICIABLE? - XI. LA PRIMA DE EMISIÓN COMO OBJETO DE IMPUGNACIÓN. - XII. EL FALSO ARGUMENTO DEL ARTÍCULO 13.5. LSC. - XIII. NULIDAD DEL AUMENTO DE CAPITAL Y NULIDAD DE LA EMISIÓN A LA PAR: UNA NECESARIA DISTINCIÓN. - XIV. INTERES SOCIAL. PRECIO DE SUSCRIPCIÓN Y ACCIÓN DE IMPUGNACIÓN. - XV. PRECIO DE SUSCRIPCIÓN Y ORDEN PÚBLICO SOCIEATARIO. - XVI. LA OPERACIÓN DE AUMENTO - REDUCCIÓN Y EL ARTÍCULO 96 LSC.

## I. Plataforma fáctica.

El fallo que anotamos no resuelve sobre la cuestión se fondo (acción de impugnación) sino sobre una medida cautelar destinada a lograr la suspensión de una decisión social aprobatoria de un aumento de capital y posterior reducción, con miras a compensar quebrantos contables. El aumento de capital se resolvió a la par: este es el núcleo duro del debate.

El aumento de capital aprobado en la asamblea del 24.08.06 fue producto de la capitalización de aportes irrevocables a cuenta de futura suscripción de acciones realizados por socios titulares del 87,5% del capital social y por un total de \$2.325.000. Además de estos aportes se capitalizó un mutuo por \$1.325.000 cuyo titular era el principal accionista (Ediciones La Nación SA). Tanto los aportes irrevocables como el mutuo dinerario habrían sido efectivizados entre noviembre 2005 y julio 2006. Al cierre de ejercicio (31.12.05) la sociedad Vinares SA arrojaba quebrantos contables acumulados cercanos a los \$2.494.380 y su capital jurídico era de \$683.968.

Así las cosas resultaba imperativo revertir el déficit patrimonial para salir del estado de disolución por pérdida total del patrimonio de retención (art. 96 LSC).

Parece claro que los aportes irrevocables tuvieron por objetivo financiar capital operativo compensado (contablemente) pérdidas acumuladas. Ahora bien, dichos aportes no fueron suficientes para revertir los resultados negativos del negocio siendo por lo tanto necesario convertir capital de crédito en capital de riesgo capitalizando el mutuo de Ediciones La Nación SA.

Frente a las pérdidas acumuladas (proyectadas al 31.12.06 en \$3.131.379) fue necesario capitalizar el negocio aportando al neto patrimonial la suma de \$3.360.000 que es el total de los aportes y el crédito. Omitir este expediente jurídico hubiera implicado la quiebra de Vinares SA y potencial responsabilidad civil de los administradores sociales por violación al deber de diligencia<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> KUNEY, GEORGE W. *Fiduciary Duty Of Director And Officers Operating In The Zone Of Insolvency*. Working Paper 2002. University of California. CIERI, RICHARD and RIELA, MICHAEL. *Protecting*

El proceso de capitalización trajo consigo un efecto no deseado para el socio minoritario disconforme: la dilución de su participación en el capital social. El Sr. Topola, actor en esta causa, pasó de tener el 12,5% de la hacienda a una participación residual de 1,97%.

Fue precisamente el efecto dilutorio del aumento de capital *a la par* la causa fin (motivo determinante) de la acción judicial de impugnación del artículo 251 LSC.

Hasta aquí un breve resumen de la plataforma fáctica.

Nos interesa analizar el decisorio de la sala D pues aborda algunas cuestiones de vieja data entre nosotros como ser la justiciabilidad de los aumentos de capital en sede de la anónima. Además interesa penetrar este fallo pues aborda dos cuestiones de mayor envergadura jurídica. Estas son: (i) la necesidad de explicar de manera fundada las razones que motivan financiar capital operativo con cargo a capital jurídico y, (ii) la emisión a la par o con prima como materia debatible. ¿Corresponde emitir con prima?, ¿conviene emitir con prima?, ¿conviene para quién?

Veamos:

## II. El aumento de capital jurídico como opción eficiente.

Está claro que frente a la situación de déficit patrimonial por acumulación de quebrantos contables la salida más eficiente para el interés social es recurrir al expediente del aumento de capital. Dicha eficiencia tiene que ver con poner las cosas en su lugar. ¿Qué queremos decir con esto? Podemos ensayar la siguiente respuesta: el que no invierte pierde. Ahora bien, la pregunta del millón es: ¿Quién debe soportar las pérdidas?, y ¿cuál es el costo?

En el caso que anotamos los socios aportantes pudieron destinar la totalidad de los aportes irrevocables a compensar las pérdidas acumuladas sin tener que pasar previamente por la capitalización. También pudo Ediciones La Nación SA destinar la totalidad del préstamo a compensar parte de las pérdidas acumuladas<sup>2</sup>. Tomar este camino hubiera logrado el efecto deseado por todos: revertir el déficit patrimonial. Ahora bien esta decisión sería parcialmente eficiente puesto que sólo soluciona el efecto contable o patrimonial del problema, lo que podríamos llamar el *efecto externo* de la opción; sin considerar el *efecto interno* y que tiene que ver con quien carga con los riesgos del negocio. Columna vertebral del régimen societario mercantil (*vid.*, art. 1º LSC).

No hay duda que imputar los aportes irrevocables y el mutuo a absorber pérdidas sin su previa capitalización derivará en dos ineficiencias: (i) mantiene inalterada la participación de los socios en el capital social sin que éstos hayan soportado el riesgo en igual medida y; (ii) la soportación de mayores costes transaccionales derivados de costes impositivos agregados con impacto negativo en la generación de flujos de fondos. La primera ineficiencia la podríamos llamar *interés individual ineficiente* y la segunda, la llamamos, *interés social ineficiente*.

El interés individual ineficiente no es otra cosa que la descompensación del principio de trato igualitario donde todos los socios deben soportar las pérdidas *a pro rata*.

Salvo pacto en contrario ningún socio tiene garantizada la consistencia patrimonial de la participación en el capital y, mucho menos asegurado el mantenimiento de esa participación. La única forma posible de retener esa participación en el capital conservando el *status quo* (aquel 12,5%) es acompañando el esfuerzo económico aportando capital de riesgo adicional. Esta es la única forma posible.

En nuestro sistema legal nadie tiene garantizado al mantenimiento de la consistencia patrimonial

---

*Directors And Officers Of Corporations That Are Insolvent Or In The Zone or Vicinity Of Insolvency: Important Considerations, Practical Solutions.* BOOTH, RICHARD. *The Duty To Creditors Reconsidered. Felling a Much Need Gup in Corporation Law.* Journal of Business & Technology Law 415-2006-2007. WAY, SHERRY. *Fiduciary Duty of Financially Troubled Corporations.* Business Law Newsletter. The Colorado Lawyer. Denver. Sep. 2005. Vol. 34. N°9. SHEINFELD, MARION and HARRIS PIPPIT. *Fiduciary Duty of Directors of a Corporation in the Vicinity of Insolvency and After Initiation of a Bankruptcy Case.* Working Paper on Business Law & Thecnology. 2004-2005. Vol. 60. CONNOLLY BENNIS and PARRISH BESS *Current Issues Involving Application of Exculpation and the Business Judgement Rule to Creditors` Suit Against Directors of Insolvent Corporations.*

<sup>2</sup> Convirtiendo el préstamo en aporte irrevocable destinándolo a absorber pérdidas. Esto sería un aporte irrevocable para absorber pérdidas sin previa capitalización ni emisión de acciones.

de sus acciones. El único camino para lograr esa garantía de consistencia es mediante la emisión de acciones con *prima* pudiendo el accionista minoritario abstenerse de ejercer la preferencia. En este caso el socio verá reducida su participación en el capital pero, conservando el valor neto de su inversión.

Ahora bien, ¿cuál es la prima cuando la sociedad está en estado de disolución por pérdida total del patrimonio?

Si estimamos la prima bajo la fórmula de valor patrimonial proporcional (“VPP”) la respuesta no puede ser otra que = 0<sup>3</sup>.

### III.

## El financiamiento empresario como materia no justiciable.

Más allá del debate académico que generó en nuestro entorno la doctrina del caso *Pereda*, el veredicto de la sala D se muestra coherente y marca un hecho para nosotros relevante: el debate está lejos de considerarse clausurado... afortunadamente.

Decimos *afortunadamente* porque la tesis de la no justiciabilidad de los aumentos de capital es una valla de contención a una indeseada ingerencia de los tribunales en decisiones de política empresarial y financiera como es el aumento de capital, por un lado, y la emisión de acciones a la par o con prima, por el otro. Ambos negocios jurídicos están estrechamente vinculados.

Está claro que las únicas fuentes de financiamiento posibles son dos: recurrir a capital de crédito o al capital de riesgo. Parece que mientras el financiamiento con capital de crédito no deja mucho espacio para la injerencia de los tribunales, el financiamiento con capital de riesgo habilita, en cambio, la intromisión de los jueces. En el financiamiento con deuda no hay rendija por donde meterse ni espacio para que los jueces ensayen valoraciones sobre la oportunidad, el mérito o la conveniencia de tomar deuda; sin embargo cuando se trata de financiar capital de trabajo con recursos imputados al capital legal la cosa cambia. ¿Por qué?

La respuesta parece simple: mientras el financiamiento con capital de crédito carece de consecuencias sobre la participación del accionista en el capital social, el aporte de capital de riesgo lleva implícito la inevitable alteración de aquella participación con evidente impacto en los derechos económicos y políticos del socio. Así las cosas mientras el endeudamiento no es cuestionado en sede judicial, el aporte de capital –como fuente de financiación – suele ser, contrariamente, tierra fértil para el debate.

La impugnación de aumentos de capital es la prenda de cambio para los socios minoritarios que buscan salir del negocio. Frente a una participación social ilíquida (por ausencia de mercado secundario) el único camino posible para convertir las acciones en metálico es a través de la impugnación judicial. ¿Qué se esconde tras bambalinas?

Digámoslo con todas las letras: los jueces de la Nación sólo pueden hacer control de legalidad más nunca ejercer control de mérito de los actos jurídicos, sean éstos civiles o mercantiles. Imaginamos que ningún juez podrá entrar a valorar la oportunidad, mérito o conveniencia de celebrar un matrimonio. La única verdad en todo esto es que el artículo 251 LSC habilita a los magistrados intervenir el negocio jurídico colegiado de carácter societario cuando aquel es ilegal. Punto y aparte. O sea, la doctrina *Pereda* no agregó nada nuevo.

Sin llegar a los extremos de la *irracionalidad dañosa*, o de la *arbitrariedad extrema* que introdujera el juez Cuartero, los jueces están llamados a intervenir sólo frente a violación de la ley en sentido formal o contractual (arts. 18 y 1197 c. civil). Es decir sólo frente a la existencia de vicios nulificantes los jueces deben ejercer su *imperium* decretando la ilicitud del negocio jurídico colegiado.

Es precisamente por esta razón que la doctrina *Pereda* fue dejada a un costado en el recordado caso *Abrecht*; casualmente, por la misma sala D. Comprobado el fraude societario correspondió decretar la máxima sanción: la nulidad del negocio. En esta línea podríamos citar a modo de ejemplo el caso *Block* y tantos otros menos resonantes. Es decir, comprobado el abuso, la falsa causa, el objeto prohibido, la simulación, el fraude; corresponde la nulidad. Como podemos ver, nada nuevo bajo el sol.

¿Y entonces?

---

<sup>3</sup> El lector debe tener en cuenta que las propias Normas de la IGJ parten del método de valor patrimonial proporcional para la fijación de prima de emisión de acciones. El método VPP puede pactarse en los estatutos sociales.

#### IV. Separando la paja del trigo.

Ha sido la propia jurisprudencia mercantilista quien se ha ocupado de separar la paja del trigo. No es lo mismo cuestionar un aumento de capital por considerarlo inoportuno, a cuestionar dicho aumento por considerarlo ilícito o fraudulento; y en este último aspecto la materia no se presenta para nada fácil. Es carga del actor demostrar que el financiamiento con recursos propios mediante un efectivo aumento de capital tiene por única finalidad lesionar derechos patrimoniales. La cuestión no se presenta sencilla puesto que el principio general que gobierna esta materia es la no ingerencia de los jueces en decisiones de política empresarial, comercial o financiera. Estamos de acuerdo con que este principio debe ceder, sólo, frente al ilícito.

Entonces, separemos la paja del trigo.

#### V. Control de mérito, política de dividendos y financiamiento empresario.

Sirva como botón de muestra el artículo 70 de la LSC que impone constituir reservas libres conforme a una *prudente administración* debiendo ser, además, *razonables*.

Aún cuando este dispositivo normativo induce una inevitable ingerencia de los jueces en materia de política de reservas (o si se quiere en la política de dividendos) resulta preocupante que un juez busque intrometerse en la política de reservas recomendada por el directorio argumentando que aquella luce irrazonable.

No parece que pueda asignársele razonable probabilidad de éxito a una acción judicial de impugnación fundada en imprudente política de reservas argumentando que dicha política no responde a una prudente gestión corporativa (*vid.*, arts. 59, 66 y 70 LSC).

En nuestra opinión salvo casos extremos de formación de reservas con absoluta carencia de justificación empresarial, comercial o financiera; o sea, en violación al artículo 66 de la LSC, parece excesiva la intervención del poder judicial. Vale decir que la nulidad del acto no estaría en la irrazonabilidad de la política de reservas sino, en la violación al artículo 66 LSC que claramente impone un deber de gestión: informar las razones que imponen constituir reservas. Claro ejemplo de ello lo tenemos en el célebre caso *Mihura c. Mandataria Rural* decidido por la misma sala D. Frente a una irrazonabilidad manifiesta o frente a una administración cuanto menos imprudente, el juez Alberti intervino el acto declarándolo ilícito. O sea, volvemos al mismo punto de partida: control de legalidad y no de mérito.

Repetimos: en el caso Mihura el tribunal reaccionó frente a un caso de evidente ilicitud por abuso de mayoría y por falta de explicación de las razones financieras que justificaran de manera creíble la política de reservas. No se entró a analizar el mérito sino, la licitud de la decisión.

Tengamos presente que el propio artículo 70 concede a las minorías un adecuado *control de mérito* de la política de dividendos. En efecto, si las reservas de libre disponibilidad superan la cifra de capital jurídico más la reserva legal, la política de retención de ganancias debe aprobarse con el quórum constitutivo y mayoría agravada del artículo 244 LSC. Este dispositivo ha sido especialmente creado con el objetivo de tutelar la política de dividendos en exclusivo beneficio de las minorías.

Todos sabemos que la decisión de no pagar dividendos está íntimamente vinculada con la política de autofinanciamiento empresario. La utilización de recursos propios para financiar capital de trabajo es una clara decisión de financiamiento tan relevante para la estructura de capital operativo como un genuino aumento de capital: ambos son recursos propios. Tanto las reservas libres como el capital social integran el patrimonio retenido.

Bastará que el directorio justifique de manera fundada las razones financieras de la recomendación de retención de utilidades para que quede definitivamente bloqueada la intervención de los jueces en esta materia.

#### VI. Los fundamentos financieros del aumento de capital como causa lícita del negocio.

El fallo levanta polvareda en un punto que no puede pasar por alto: *el aumento de capital no luce arbitrario ni irrazonable*.

A fin de resolver sobre la medida cautelar solicitada el juez debió ingresar en la cuestión de fondo indagando la presunta ilicitud del aumento de capital. Y esa ilicitud sólo puede resultar de los libros de comercio, entre ellos, los estados contables y las actas de directorio y asamblea. Para el tribunal el negocio cuestionado (aumento de capital) gozaba de buena salud: causa fuente lícita (fundamento financiero) y causa fin lícita (reestructuración de pasivos).

Este es un aspecto relevante del veredicto pues tiene que ver con la adecuada fundamentación (en actas) del aumento de capital. Esta es, para nosotros, la principal enseñanza del caso.

Explicadas adecuadamente las razones financieras que motivan el aumento de capital y despejadas las sospechas sobre la presunta *maniobra* dilutoria poco le queda al accionista disconforme para impugnar el financiamiento con recursos imputados legalmente al capital estatutario.

No podemos pasar por alto que en la asamblea que decidió el aumento de capital los accionistas explicaron en forma detalla las razones de orden financiero que justificaron esa opción de financiamiento. Se dejó constancia (en actas) de varios elementos que justificaron la realización de los aportes irrevocables y la capitalización de los pasivos financieros, siendo que todos estos aportes de fondos tuvieron por objetivo financiar capital operativo; entre ellos pagar sueldos, deudas con proveedores, cargas sociales, impuestos, impresión de catálogos, gastos de estructura, entre otros gastos operativos, comerciales y financieros<sup>4</sup>.

Sin duda la capitalización del pasivo que la sociedad tenía con Ediciones La Nación tuvo como efecto patrimonial ineludible mejorar el índice de solvencia, convirtiendo capital de crédito en capital de riesgo. Este efecto económico no es menor para la sociedad deudora pues reduce el pasivo exigible aumentando en igual medida el patrimonio de retención. Todo esto con claro beneficio al interés social.

No podemos descartar que la opción de capitalización del préstamo del socio controlante pudo traer como efecto positivo el acceso de Vinares SA a nuevas líneas de crédito dentro del sistema bancario como resultado del mejoramiento del índice de solvencia. Despejada para el prestamista la percepción de riesgo de quiebra por mejoramiento de los índices, el efecto positivo y necesario es la reducción de la tasa de interés y por lo tanto una reducción del costo de capital para la sociedad. Todo esto con claro beneficio para el interés social.

Se dejó constancia (en actas) que la sociedad carecía de acceso al crédito bancario y que ante la imposibilidad de financiar capital operativo el socio Ediciones La Nación SA concedió un préstamo como única fuente de financiamiento disponible. Dicho en otras palabras, dentro de las variadas alternativas de financiamiento a las que podía acceder la sociedad Vinares SA quedó probado que sólo una era la efectivamente disponible: el financiamiento con partes vinculadas.

Mirado este problema desde la tesis de la infracapitalización social, estaba claro que el préstamo de Ediciones La Nación tuvo por objetivo sustituir capital de riesgo. La sociedad se encontraba en situación de infracapitalización material por ausencia de crédito externo. Frente a este estado de situación y en claro interés de la sociedad y sus acreedores el socio controlante optó por convertir su crédito en capital de riesgo renunciando a la capitalización de los intereses compensatorios devengados<sup>5</sup>.

El acta de asamblea que resolvió la capitalización habla por sí sola: (i) los aportes irrevocables y el préstamo tuvieron por objetivo financiar capital operativo deficitario, (ii) la conversión del préstamo en capital de riesgo tuvo por objetivo mejorar la solvencia patrimonial, (iii) la sociedad carecía de financiamiento externo, (iv) el préstamo del socio controlante fue el único financiamiento eficaz y disponible, (v) con el aporte de los socios la sociedad sorteó con relativo éxito el estado de déficit patrimonial.

La sala D no está sola. Similar criterio adoptó la sala E en el caso *Khal*. Aquí también se insistió

---

<sup>4</sup> Estos rubros están específicamente mencionados en el artículo 64 LSC como gastos operativos (comerciales, administrativos y financieros) integrantes del cuadro de resultados de los estados contables.

<sup>5</sup> Pudo el directorio recomendar la solución de capitalización del préstamo. La verdad es que frente al potencial concurso de acreedores de Vinares SA existía la posibilidad de que el préstamo fuera *subordinado* a todos los acreedores quirografarios.

con la exigencia formal y sustancial de justificar adecuadamente la decisión de aumentar el capital<sup>6</sup>.

La enseñanza del caso: es imperativo transcribir en las actas los fundamentos financieros, económicos, patrimoniales que motiven el aumento de capital; o sea, describir la causa fuente del negocio.

## VII. El accionista asume el riesgo de empresa.

Frente a la situación de déficit patrimonial por acumulación de pérdidas contables los socios mayoritarios propietarios del 87,5% del capital social optaron por hacer frente a la situación honrando el artículo 1º de la LSC. Los titulares del 87,5% efectuaron aportes de capital de riesgo destinados a compensar pérdidas contables.

Está claro que mientras las pérdidas insuman las reservas más el 50% del capital (pero sin llegar al 100%) los socios limitan su responsabilidad al capital suscrito. Cuando aquel umbral se ve perforado por las pérdidas, los socios deben recomponer el patrimonio de retención en tanto su intención sea revertir la causal de disolución.

Siendo que las pérdidas acumuladas ascendían al 31.12.05 a \$2.494.000 y siendo que los aportes irrevocables a la fecha de la asamblea extraordinaria eran de \$2.325.000 parece evidente que dichos aportes tuvieron por objetivo enjugar las pérdidas acumuladas que superaban por varias cifras el patrimonio neto mínimo de retención: o sea, el capital jurídico.

Frente a esta situación el accionista minoritario disconforme con el proceso de saneamiento patrimonial optó por impugnar el negocio exigiendo la capitalización con prima y sin que este accionista aporte nuevo capital: ¿actitud oportunista?

Como expresamos más arriba el negocio de aumento de capital lleva implícito costes transaccionales, el más relevante por cierto, el inevitable efecto dilutorio. El actor vio diluida su participación en el capital social pasando del 12,5% al 1,97%. ¿Es éste el precio que se debe pagar por no acompañar el aumento de capital?, ¿es éste el riesgo empresarial del artículo 1º de la LSC?

*Participar de las ganancias y soportar las pérdidas* es la fórmula utilizada por el legislador para informarle al accionista que está tomando un riesgo de empresa. La soportación en las pérdidas no implica sólo el costo de no percibir la renta del capital aportado, sino además, la pérdida de la inversión por efecto de un aumento de capital realizado *in extremis*: en estado de disolución social<sup>7</sup>.

## VIII. Efecto dilutorio y prima de emisión.

Todos sabemos que la prima viene a tutelar, por un lado, la consistencia patrimonial de la participación accionaria y por otro, la participación relativa en el capital social. Este último aspecto es el que nos interesa aquí puesto que la emisión *a la par* tiene un impacto directo en el efecto no querido por el socio minoritario: la dilución.

Como idea preliminar podemos decir que la emisión a la par o con prima parte de la siguiente regla de proporcionalidad: a mayor prima menor será el efecto dilutorio.

Sin duda la dilución del 12,5% a 1,97% hubiera sido menor si la capitalización hubiera sido con prima, cualquiera hubiera sido ésta. Cualquier número por encima del valor par hubiera derivado en menor dilución. De esta forma queda confirmada la regla de la proporcionalidad.

Invocó Topola que en emisiones anteriores la sociedad había aumentado el capital con una prima de \$11,68 (casualmente al incorporarse Ediciones la Nación como accionista). También quedó acreditado que en un posterior aumento de capital la emisión de acciones había sido la par.

---

<sup>6</sup> El lector interesado puede consultar VAN THIENEN, Pablo – DI CHIAZZA, Iván. *Aumento de capital y privación del derecho de preferencia: ¿nulidad absoluta, inconfirmable e imprescriptible?* Working Paper CEDEF law & finance. N° 13 - 2007.

<sup>7</sup> El lector interesado puede ver nuestra postura en VAN THIENEN, Pablo – DI CHIAZZA, Iván. *Pérdida del patrimonio: efectos jurídicos, contables y financieros de aumentar, reducir o reintegrar capital.* Working Paper CEDEF law & finance. N° 3-2006. *La operación jurídica de reducción de capital a “cero” y simultáneo aumento: reflexiones en torno a la RG 7/05.* Working Paper CEDEF law & finance. N° 4-2006.

La emisión a la par en la asamblea cuestionada por Topola derivó en una pérdida de su participación en el patrimonio social de 84,22% con evidente pérdida de derechos políticos y económicos. Los efectos nocivos y degradantes del aumento son más que elocuentes. La pregunta que debemos formularnos es: ¿nocivos para quién?

El efecto nocivo del aumento a la par no admite mayor debate. El caso Topola es un claro ejemplo de ello, como también lo fueron los casos *Motormecánica*, *Augur*, *Abrecht*, *Degas*, *Safety*, *Sociedad Comercial del Plata*, *Block* y tantos otros. Ahora bien, el efecto dilutorio del aumento de capital a la par no torna al negocio ilícito *per se*. O sea, la emisión sin prima no es un ilícito aún cuando la diferencia entre valor patrimonial y nominal sea cuantioso.

Tengamos presente que para el accionista dará lo mismo aportar \$1000 a cambio de 1000 acciones que aportar la misma cantidad de metálico a cambio de 10 acciones. Desde el punto de vista del esfuerzo económico uno y otro dan lo mismo. La diferencia entre la emisión a la par y la emisión con una prima de \$100 (por acción) es que en este último ejemplo si el socio minoritario no acompaña el aumento el efecto dilutorio se verá sustancialmente mermado.

Insistimos con este concepto: la emisión a la par no es en sí mismo un negocio ilícito puesto que puede resultar conveniente al interés social evitar la suscripción con prima. No es difícil imaginar una situación en la cual frente a la necesidad de aportes genuinos de fondos, el proveedor de dichos fondos imponga ciertas condiciones; por ejemplo, la capitalización a la par. ¿Qué debe prevalecer, el interés social en obtener financiamiento, o el interés individual del accionista a mantener su participación?

No hay que estar muy despierto para darse cuenta que la capitalización a la par fue la moneda de cambio para lograr la cancelación del préstamo de Ediciones La Nación convirtiendo capital de crédito en capital de riesgo. Este ha sido el incentivo para capitalizar, y no puede confundirse con interés contrario. Aspecto que será abordado en el título IX siguiente.

Optar por la capitalización a la par tuvo para el minoritario un efecto no querido: ver reducida su participación a un porcentaje residual de 1,97%.

La exigencia de emitir con prima a fin de tutelar el interés particular del accionista es poner el caballo delante de carro olvidando que por encima del interés particular del socio está el interés social entendido éste como el interés común de todos los miembros del contrato plurilateral. Sin duda es mejor tener el 1,97% de un patrimonio positivo que el 12,5% de cero.

En este sentido el juez Heredia puso las cosas en su justo lugar.

## IX. Capitalización de pasivos del accionista controlante e interés contrario.

Un problema concurrente en la capitalización de pasivos cuando el accionista controlante reviste el carácter de acreedor es si el controlante puede votar en la asamblea que decide la capitalización. Es un lugar común de nuestra doctrina creer que el accionista controlante titular del crédito está impedido de votar. Dicha prohibición partiría del artículo 248 LSC. Quienes piensan de esta manera insisten en que el accionista controlante (acreedor) no puede votar en la decisión de capitalización por encontrarse en una situación de claro conflicto de interés. El caso *Naviera El Cano* es un ejemplo de ello<sup>8</sup>.

La confusión pasa por creer que *interés contrario* es sinónimo de *conflicto de interés*. Lo cierto es que la propia ley de sociedades hace la diferencia entre uno y otro. Aún cuando el interés contrario lleve implícito, necesariamente, un conflicto de interés; esto no significa que el conflicto de interés lleve implícito, necesariamente, un interés contrario. El voto en conflicto de interés no es voto en interés contrario. Y lo cierto es que el legislador sólo sanciona este tipo de voto; o sea, cuando la expresión de voluntad del accionista de control tiene por objetivo tutelar un interés personal por sobre el interés social causando con su voto un perjuicio al patrimonio empresario. El interés contrario entendido como *selfdealing transaction* se presenta en aquellos negocios jurídicos donde una de las partes hace prevalecer su propio interés en desmedro y perjuicio de la otra, sacando ventaja y aprovechando una conducta oportunista.

El voto en interés contrario es un claro ejemplo de violación al deber de lealtad del accionista. Cosa que no ocurre en el voto en conflicto de interés donde el accionista sólo tendría el deber ético de

---

<sup>8</sup> Este caso ha sido correctamente resuelto por la sala D en su anterior y actual composición.



informar a los otros socios la situación de voto en conflicto<sup>9</sup>.

Está claro que la decisión de capitalizar un crédito de la controlante lleva a un claro conflicto de interés: por un lado el interés particular del controlante de evitar el riesgo empresario y, por el otro, el interés social del deudor de cancelar el pasivo haciéndose de capital de riesgo. Este es un claro escenario de tensión de intereses. Ahora bien, decidida la capitalización no habría lugar para poner en entredicho la real intención del accionista controlante (acreedor): mejorar la solvencia de la sociedad participada haciendo prevalecer por sobre su interés particular el interés social. Vale decir -desde la óptica que nos interesa aquí que no es otra que el interés social- se ha logrado el efecto deseado: revertir el estado de déficit patrimonial. No hay duda que la opción de capitalización es claramente beneficiosa para la sociedad participada, aún cuando sepamos que el aumento de capital a la par terminó perjudicando a un socio.

Si el aumento es a la par y dicha emisión perjudica el interés individual del accionista minoritario el voto del socio de control habrá sido contrario al interés individual del minoritario pero no contrario al interés social. Por lo tanto, quedará al accionista minoritario intentar una acción de daños, más no la acción de impugnación conforme artículos 248 y 251 LSC<sup>10</sup>.

## X. La emisión a la par como materia opinable ¿quiso decir no justiciable?

Compartimos con el Dr. Heredia que la emisión con prima o a la par es materia opinable, aún cuando la Inspección General de Justicia de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires opine distinto.

Bastan algunos ejemplo para darnos cuenta de ello: (i) una sociedad puede tener patrimonio neto negativo y no por ello carecer de valor, (ii) mostrar en sus estados contables un patrimonio positivo y tener valor negativo, (iii) estar necesitando de la incorporación de un socio estratégico y a cambio ofrecer la suscripción de capital a la par, (iii) que un acreedor opte por capitalizar sus créditos a cambio de obtener mayor cantidad de acciones; lo mismo puede ocurrir en la fijación de la relación de canje en la emisión de pasivos convertibles. Estos son sólo algunos ejemplos.

Para nosotros la decisión social de emitir acciones a la par (o con prima) es, en sí misma, materia no justiciable. ¿Puede un juez de la Nación fijar la prima de una acción?, ¿el efecto dilutorio por la emisión a la par es en sí un acto ilícito?, ¿estamos ante un negocio de objeto prohibido? La respuesta negativa debe imponerse. Caso contrario el debate judicial de la emisión con prima (insuficiente) se puede tornar inagotable derivando en una peligrosa ingerencia judicial.

Todos sabemos que la primera piedra la tiró el recordado profesor Enrique Butty quien sostuvo la siguiente ponencia: cuando la diferencia entre el valor contable de la acción y su valor nominal es sustancial corresponde la emisión con prima. De esta forma quedó abierto el debate a la prima insuficiente.

Reinterpretando el profesor Butty el vocablo *podrá* del artículo 202 de la LSC, se derivó de ello que dicha facultad se torna imperativa cuando la diferencia es sustancial. De esta forma el *podrá* se convirtió en *deberá* torciendo la añeja doctrina del caso *Augur c. Sumampa*. Quizás el pecado del querido profesor Butty es que no podemos saber muy bien cuándo aquella diferencia de valores debe ser considerada sustancial. ¿Será una ratio de capital /patrimonio equivalente a 3:1, 2:1?; ¿cuál será?

Así las cosas corremos el riesgo de que aquella *sustancialidad* deba ser valorada por los jueces acudiendo a principios de equidad, buena fe y justicia que, en el ámbito de la emisión con prima y la política de financiamiento empresaria puede implicar una peligrosa interferencia del poder judicial.

La emisión a la par o con prima no es materia de fácil acceso para los jueces puesto que la decisión de fijar el precio de suscripción de acciones depende de múltiples factores económicos: la sociedad, el negocio, el mercado, la competencia, etc.

Volvemos a insistir: la emisión de acciones a la par no es en sí mismo un ilícito aún cuando

---

<sup>9</sup> Decimos deber ético puesto que en nuestra ley societaria no se impone al accionista el deber de informar en la asamblea la posición de conflicto de interés; como sí ocurre con el director en caso de autocontratación (*vid.*, art. 272 LSC).

<sup>10</sup> La acción de daños sugerida fuera del marco del artículo 254 LSC tiene, para nosotros, escasa probabilidad de éxito si tenemos en cuenta que la ilicitud (uno de los presupuestos necesarios de la responsabilidad civil) deriva de un acto colegiado societario: la emisión a la par. Por lo tanto sin antijuridicidad no habría responsabilidad. La responsabilidad civil del socio sólo puede prosperar frente a la acción de impugnación societaria (art. 251).

aquella implique una fuerte pérdida para el accionista que no acompañó el aumento. En todo caso el efecto dilutorio no fue consecuencia directa de la emisión a la par sino, el resultado directo de omitir el derecho de preferencia. Recordemos que en la emisión a la par o con prima el esfuerzo económico siempre es el mismo para el aportante: dará lo mismo aportar \$1000 contra 1000 acciones de \$1 v/n cada que \$1000 contra 10 acciones de \$100 v/n cada una. Ergo, al minoritario no le quedan demasiados argumentos a su favor.

Vale la pena destacar un párrafo del fallo anotado: *si ... en beneficio del interés social una minoría debe soportar ciertas consecuencias, no es que se han afectado sus derechos, sino que se ha defendido el interés social.*

## XI.

### La prima de emisión como objeto de impugnación.

Es ciertamente discutible que un aumento de capital pueda ser tachado de nulo por haberse emitido acciones a la par.

Más allá del vocablo *podrá* del artículo 202 LSC nosotros queremos poner en tela de juicio la posibilidad de impugnar un aumento de capital con fundamento en la falta de prima.

Desde la doctrina del caso *Augur* hasta nuestros días la impugnación de un aumento de capital por emisión a la par no ha prosperado. Demostrada la razonabilidad del aumento y despejadas las incógnitas sobre la presunta simulación o fraude, el debate sobre la emisión con prima o a la par termina cayendo en saco roto. Afortunadamente !

Los anales acreditan que la impugnación del aumento de capital ha recibido favorable acogida cuando la emisión a la par es un eslabón más de una cadena de actos simulados y fraudulentos tendientes a lesionar derechos patrimoniales de socios minoritarios. Quizás los ejemplos paradigmáticos de esto que decimos son los casos *Abrecht* y *Block*. Este último en términos escandalosos.

En síntesis, frente a la decisión social de financiar capital de trabajo imputando los recursos al capital jurídico estando justificadas las razones del financiamiento; o sea, quedando por lo tanto despejada toda sospecha sobre la necesidad económica, financiera, comercial o patrimonial del aumento de los recursos propios imputados al capital legal, poco puede hacer el socio minoritario que no ejerce el derecho de preferencia.

En definitiva la prima de emisión es una técnica que tiene por única finalidad proteger la consistencia patrimonial del socio y su participación en el capital social evitando efectos expropiatorios. Es decir, un claro interés particular e individual.

Siendo esto así, debe ser el destinatario de esta protección quien carga con la responsabilidad de requerir al directorio la emisión con prima. Si el minoritario entiende que corresponde la emisión de acciones con prima deberá requerir al órgano de administración las explicaciones que funden la emisión a la par, o en su defecto solicitar al directorio la incorporación del tema como punto expreso del orden del día.

Es carga del accionista velar por la adecuada protección de sus intereses patrimoniales y no es carga del directorio velar por estos intereses. El directorio tiene el mandato legal de obrar con lealtad al interés social y con la diligencia de un buen empresario, en interés de la sociedad<sup>11</sup>.

Puesto el directorio en evidencia ante el pedido de informe del minoritario, o puesto el tema como punto expreso del orden del día, la decisión de aumentar con prima o a la par, o con prima insuficiente es materia ajena al control judicial.

En nuestra opinión, sólo frente a la decisión de aumentar a la par con el objetivo de causar daño habilita la impugnación judicial. Y esta es, afortunadamente, la corriente prevaleciente en nuestro foro.

La impugnación de la emisión de acciones a la par sólo puede ser materia justiciable cuando aquella integra un eslabón más en la maniobra fraudulenta tendiente a lesionar derechos patrimoniales. Si no se dan estos recaudos, estaríamos habilitando a los jueces a involucrarse en la razonabilidad o equidad

---

<sup>11</sup> Somos de la opinión de que el accionista soporta un deber de diligencia en la protección de sus intereses patrimoniales siendo de aplicación los principios elementales del derecho de las obligaciones de los artículos 512 y 902 del código civil. *Vid.*, VAN THIENEN, Pablo – DI CHIAZZA, Iván. *Aumento de capital y privación del derecho de preferencia ...* Working Paper CEDEF law & finance. N° 13 - 2007.

del precio de suscripción de acciones, materia absolutamente ajena al control de legalidad del poder judicial.

## XII.

### El falso argumento del artículo 13.5 LSC.

Es un lugar común de parte de nuestra doctrina mercantil caer en el falso argumento de que la emisión a la par es nula por aplicación analógica del artículo 13.5 LSC.

Nada más alejado de la analogía en clara violación al artículo 16 del digesto civil.

Los argumentos no son pocos: en primer lugar el artículo 13.5 nulifica los pactos con precios leoninos cuando el negocio jurídico involucrado es la compraventa de participaciones entre accionistas; y en segundo lugar, el negocio de aumento de capital es claramente colegiado y por lo tanto ajeno al ámbito de aplicación del artículo 13.5, que es contractual.

Mientras el artículo 13.5 tiende a proteger el precio equitativo en el negocio de venta de participaciones, está claro que este dispositivo no tiene por finalidad tutelar el valor de la participación como consecuencia de aumento de capital social. Mientras en el negocio de compraventa la pérdida patrimonial consiste en percibir un precio menor al que hubiere correspondido, en el negocio de aumento de capital la pérdida patrimonial consiste en la dilución de la participación por un precio de suscripción. La realidad es que el precio de suscripción de las acciones lo fija la asamblea extraordinaria como negocio jurídico colegiado que se impone a las minorías disidentes (arts. 233 LSC) y nada tiene que ver con la fórmula del artículo 13.5 LSC.

Mientras el artículo 13.5 tiende a tutelar un negocio jurídico bilateral, el precio de suscripción de acciones es el resultado de un negocio jurídico colegiado de carácter societario absolutamente ajeno al ámbito de aplicación del artículo 13.5 LSC.

En síntesis, por más que nos esforcemos por hacerle decir al artículo 13.5 lo que no dice, está claro que la emisión de acciones a la par o con prima insuficiente es materia opinable y por ende no justiciable.

## XIII.

### Nulidad del aumento de capital y nulidad de la emisión a la par: una necesaria distinción.

Con esto estamos diciendo que la fijación del precio de suscripción es materia ajena al control de lo jueces.

Si la emisión a la par provoca el efecto no deseado de la dilución entendemos que éste es el coste de transacción que debe soportar quien no ejerce en tiempo y forma el derecho de preferencia o de quien no exige al órgano de administración las explicaciones fundadas de la emisión a la par. Aún cuando esta afirmación pueda lucir antipática insistimos en que nadie mejor que el propio accionista para proteger sus derechos personales de contenido patrimonial. El poder judicial de la Nación no puede salir al rescate de accionistas remisos, morosos o negligentes en el ejercicio de sus derechos patrimoniales.

La experiencia judicial acredita que el negocio jurídico ilícito no pasa por la fijación del precio de suscripción de las acciones sino por el aumento de capital. Es éste el negocio ilícito y no la emisión sin prima. La causa fuente de la impugnación es la decisión fraudulenta y simulada de aumentar capital, o sea, un incremento de patrimonio de retención ausente de toda justificación financiera.

Por ello la emisión a la par o con prima insuficiente podrá ser materia justiciable sólo cuando el precio de suscripción sea un eslabón más en la cadena del fraude.

Compartimos el criterio de la sala D en cuanto a que si el aumento de capital goza de buena salud el precio de suscripción es materia opinable y por ende, no justiciable.

## XIV.

### Interés social. Precio de suscripción y acción de impugnación.

Fue el Dr. Cuartero quien sentó la tesis de que la acción de impugnación es de carácter *mixta*. La acción de impugnación del artículo 251 LSC tiene por finalidad proteger el interés social, y de manera

indirecta, el interés particular del accionista. Este remedio jurisdiccional no tiene por finalidad proteger exclusivamente intereses particulares del accionista disidente con la decisión social. Para que la decisión social sea atacada debe agredir por sobre todo el interés social, aún cuando dicha agresión lesione indirectamente un interés particular.

Si la acción de impugnación del artículo 251 LSC funciona con esta lógica ya que tiende a corregir la declaración de voluntad común de un órgano societario que tomó una decisión lesiva al interés social, cuestionar el precio de suscripción de acciones por ser contrario a los intereses personales y patrimoniales se da de bruceos con la finalidad de la acción de impugnación.

Está claro que el cuestionamiento al precio de suscripción no tiene otra finalidad que proteger un interés patrimonial personal del accionista. Visto el tema desde la perspectiva del interés social, dará lo mismo para la sociedad que los fondos aportados ingresen al patrimonio imputados íntegramente al capital social (emisión a la par) o imputado parte al capital social y parte a la reserva especial de prima de emisión. En ambos casos el capital de trabajo está siendo financiado con recursos propios. Es absolutamente indiferente para el interés social a qué cuenta del patrimonio se imputan los fondos. Lo importante es la financiación.

Visto el tema desde la perspectiva del interés social y el interés individual del accionista la mentira queda desnuda: se busca cuestionar en sede judicial el precio de suscripción en puro interés personal.

Por esta razón compartimos el criterio del fallo que anotamos al sostener que *la impugnación de la emisión a la par sin otro fundamento que no sea la licuación de la tenencia escapa a la acción judicial del artículo 251 puesto que la decisión del precio de suscripción no deja de ser una cuestión que atiende exclusivamente al interés individual del accionista. Y agregar: no parece que pueda prima facie entender que la decisión asamblearia en cuestión compromete verdaderamente el interés social.*

## XV.

### Precio de suscripción y orden público societario.

Para nosotros la decisión social de emitir con prima o a la par no encierra ninguna cuestión de orden público aún cuando la decisión de emitir a la par sea parte de un monstruoso fraude societario.

Hemos dicho antes de ahora que los delitos y cuasidelitos societarios de estricto corte privado patrimonial no violan normas ni principios de orden público que puedan tornar imprescriptible la acción de nulidad.

Los delitos patrimoniales dentro del ámbito societario están sujetos al régimen de prescripción liberatoria tal como sucede con cualquier otro delito o cuasidelito privado patrimonial. La acción de nulidad de asamblea por violación de la ley, estatuto o reglamento cuando encierra en sí mismo un acto fraudulento, con simulación (relativa o absoluta), con objeto ilícito, o con vicio en sus elementos esenciales no son más que nulidades relativas; y por lo tanto prescriptibles.

La jurisprudencia viene insistiendo con este aspecto sometiendo la acción de impugnación asamblearia del artículo 251 LSC al plazo de prescripción bianual del artículo 4030 del código civil o al plazo de cuatro años del artículo 847.3 del código de comercio<sup>12</sup>.

## XVI.

### La operación de aumento – reducción y el artículo 96 LSC.

Si asumimos como ciertas las cifras mencionadas en el fallo parece que al cierre de ejercicio 31.12.05 la sociedad se encontraba en estado de disolución por pérdida total del capital social, situación que habría sido paleada mediante la incorporación al patrimonio neto de aportes irrevocables más la capitalización del préstamo.

En este contexto de déficit *in extremis* bien pudo resolverse otro camino: el reintegro de capital social, tal como lo autoriza el artículo 96 LSC. Dada la magnitud de las pérdidas el reintegro de capital debería ser total y, quizás hubiera sido necesario implementar una operación combinada de reintegro + aumento.

De haberse optado por este expediente jurídico la sociedad hubiera aprobado por asamblea que los socios aporten a fondo perdido sin que éstos reciban nada a cambio. Así las cosas el socio disidente

<sup>12</sup> El lector interesado puede consultar VAN THIENEN, Pablo – DI CHIAZZA, Iván. *Orden público societario ... ¿estás ahí?* Working Paper CEDEF law & finance. N° 20 – 2008.

hubiera estado forzado a aportar capital adicional sin contraprestación alguna y las consecuencias de no acompañar dicho aumento hubiera implicado la resolución parcial del vínculo contractual perdiendo así su *status socii*.

Frente a la decisión social de reintegrar capital (art. 233 LSC) el socio que no cumple con la obligación de aportar fondos para compensar pérdidas, corre el riesgo de ser excluido de la sociedad o, en su defecto, ser requerido judicialmente para cumplir con la prestación adeudada (*vid.*, art. 193 LSC). Tengamos en cuenta que la decisión social de reintegrar capital social genera para la sociedad un crédito líquido y exigible quedando el capital reintegrado contra esa cuenta del activo (aspecto económico del problema). Ahora bien, la falta de aporte efectivo obliga a la sociedad a tomar dos caminos bien concretos: (i) liquidar la participación del socio moroso o, (ii) ejecutar el saldo adeudado (aspecto financiero del problema). Observamos así que la integración de capital *desintegrado* obliga al socio disidente a un nuevo esfuerzo económico.

La única manera legalmente posible que tiene el accionista disidente para evitar la intimación de pago y ejecución de la integración de capital adeudado es ejerciendo –en tiempo oportuno– el derecho de receso (*vid.*, arts. 233 y 245). Hemos dicho en otra oportunidad que el régimen de reintegro de capital previsto en nuestra ley societaria encierra un serio peligro para el accionista: rompe con el principio de limitación de responsabilidad al capital suscripto<sup>13</sup>.

En este estado de cosas vale la pena formularse la siguiente pregunta: ¿cuál hubiera sido el valor del receso? La respuesta es sencilla = 0.

Está claro que desde la fórmula de valuación patrimonial de las acciones según último estado contable prevista en el artículo 245 LSC el valor por acción no puede ser otro que “0”; vale decir, el accionista recedente nada se lleva de la sociedad. Ahora bien, no podemos perder de vista que una vez ejercido el derecho de salida el socio conserva intacta la franquicia de limitación de responsabilidad. Visto el problema desde esta perspectiva observamos que el receso tiene para el socio disidente un precio mucho mayor que el mero valor contable resultante del balance; y esto es, evitarse la obligación de un nuevo aporte de capital.

Es importante comprender que el negocio de reintegro no es idéntico ni se lo puede comparar con el aumento de capital. Mientras en el reintegro el socio está forzado a un nuevo aporte a fondo perdido por el total de su participación y sin recibir contraprestación alguna, en el aumento de capital el socio puede adoptar una postura omisiva sin por ello asumir mayores contingencias económicas más allá de la licuación de su participación.

En el caso que anotamos el accionista disconforme con la operación de saneamiento patrimonial mediante aumento se queja de la pérdida de participación sin advertir que previo al saneamiento patrimonial aquel tenía una participación social del 12,5% cuyo valor contable equivalía a “0” y con altas probabilidades de concursamiento y eventual liquidación por quiebra.

Para nosotros la operación diseñada en Vinares SA puso las cosas en su lugar pues cada accionista conservó su participación en proporción al capital efectivamente aportado y al esfuerzo económico efectivamente realizado. La dilución del 12,5% al 1,97% es el precio que debió pagarse por no acompañar el nuevo esfuerzo económico.

Nos preguntamos: ¿cuál hubiera sido el valor de receso en caso de reintegro?

Si la salida vale “0” frente al reintegro de capital no hallamos razón económica y jurídica valedera para justificar razonablemente una prima de emisión si se busca revertir el mismo déficit pero, mediante otro negocio: el aumento de capital.

No luce razonable que frente al estado de disolución por pérdida total del patrimonio las acciones valgan “0” para el supuesto de receso, y si optamos por aumentar capital las acciones tengan prima de emisión. En definitiva ambos negocios jurídicos buscan revertir el mismo déficit y el mismo patrimonio. La incongruencia de Tópola salta a la vista.

---

<sup>13</sup> *Vid.*, *Pérdida del patrimonio: efectos jurídicos, contables y financieros de aumentar, reducir o reintegrar capital*. Working Paper CEDEF law & finance. N° 3-2006