

WORKING PAPER

AMORTIZACIÓN DE ACCIONES
(EL CASO GALERÍAS PACÍFICO)



P. AUGUSTO VAN THIENEN
DIRECTOR ACADÉMICO

AMORTIZACIÓN DE ACCIONES

(A propósito del caso Galerías Pacífico SA)

Sumario: 1. La amortización de acciones en la LGS. - 2. La amortización de acciones (*continúa ...*) – 3. Amortización de acciones, rescate de acciones y reducción de capital: diferencias. – 4. Amortización de acciones con cargo a reservas libres: efecto patrimonial. – 5. Artículo 204: no aclares que oscurece. - 6. La amortización de acciones y el bono de goce. – 7) Amortizar acciones devenga un canje de títulos: ¿cómo funciona? – 8. Justo precio y trato igualitario. Acciones amortizadas (*amortizables*). – 9. ¿Amortización de acciones o amortización del capital? – 10. Mis reflexiones

P. Augusto Van Thienen

1. La amortización de acciones en la LGS

La amortización de acciones es un negocio jurídico simple, desconocido por la práctica mercantil y casi inexplorado por la doctrina más influyente.

Le hemos prestado muy poca atención a este interesante negocio societario, aun cuando la Ley General de Sociedades (LGS) pone a disposición del mercado un atractivo medio de financiación mediante la amortización de acciones. Incluso, como medio de financiación para acelerar start-ups.

La amortización de acciones, junto con el régimen de debentures y la constitución de sociedades por oferta pública, son aquellos capítulos de la ley que solemos pasar por alto. Podemos afirmar entonces que la amortización de acciones ha sido un rotundo fracaso puesto que no ha penetrado en nuestra práctica, ni se ha expandido más allá de la letra “muerta” de la ley.

Ahora bien, el caso “Galerías Pacífico SA enciende el debate y viene a revitalizar el uso práctico de este negocio.

En este precedente administrativo la sociedad Galería Pacífico SA amortizó en forma total acciones ordinarias que pertenecían a un grupo de accionistas que poseían una participación en el capital social de menos del 1%. La razón para proceder a la amortización total fue, básicamente, el entorpecimiento que generaba para la sociedad (casi totalmente contralada) tener que cumplir con recaudos formales frente a socios minoritarios residuales y pasivos.

O sea, Galerías Pacífico SA optó por el expediente de la amortización total como mecanismo jurídico de exclusión forzosa en una suerte de *squeeze-out criollo* aplicando el régimen previsto en el artículo 223 LGS.

Más allá de las críticas que pueda merecer la operación de amortización de acciones como mecanismo de exclusión forzosa; lo cierto es que, desde el punto de vista administrativo, la IGJ concedió el *placet* a esta operación a través de la Resolución Particular N°872/21.

Ahora bien, me pregunto: ¿qué tiene que hacer la autoridad de contralor frente a un negocio de amortización?

La intervención de la IGJ aprobando la operación de amortización se debió, precisamente, a que Galerías Pacífico SA instrumentó dicho negocio como si fuera una reducción de capital.

Entonces vale la pena preguntarnos: ¿implica la amortización total de acciones una reducción de capital?

Intentaré demostrar, a lo largo de estas reflexiones, que la amortización total de acciones no tiene por efecto jurídico (ni patrimonial) una reducción de capital; y para ello, centraré mi análisis en los artículos 204 y 223 LGS, que son las normas aplicadas en este expediente de reducción de capital que estoy comentando.

2. La amortización de acciones (*continua...*)

Sin duda, cuando hablamos de “amortización” o del acto de “amortizar” en términos financieros, entendemos que dicho término alude a la devolución, pago o reembolso del capital invertido (contrato asociativo) o, en su caso, del capital prestado (contrato de mutuo).

La literatura más influyente que ha intentado explorar tímidamente este negocio jurídico imaginó la amortización para casos muy aislados; citando como ejemplo, empresas explotadoras de minas y yacimientos, o empresas licenciatarias que explotan servicios o concesiones públicas. La idea matriz detrás de este razonamiento es que la amortización de acciones debe estar atada, necesariamente, a la amortización de los bienes. Desde esta perspectiva, la amortización de una regalía, permiso de uso, licencia o yacimiento justificaría la amortización del capital invertido.

Podríamos, tímidamente, compartir este punto de vista; sin embargo, me parece un enfoque muy sesgado que somete al negocio de amortización de acciones a un *corsete* interpretativo que no surge del texto, ni del espíritu de la ley¹.

Digo que comparto “tímidamente” este criterio puesto que la amortización de acciones nada tiene que ver con la amortización contable de los bienes del activo. Mientras el primero es un negocio contractual y financiero, el segundo responde a criterios legales, contables e impositivos de amortización de bienes reflejando, en los estados contables, la depreciación por el paso del tiempo².

La amortización de acciones es una operación jurídica, patrimonial y financiera donde el inversor recupera el capital invertido, sin que para ello sea necesario que aquella esté relacionada con la amortización de bienes del activo.

O sea, la amortización no sería otra cosa que un reembolso del capital (en términos financieros); pero, sin los efectos jurídicos ni patrimoniales de la reducción. Y este es el dato fascinante de esta figura inexplorada, y que invito a repensarla juntos.

Amortizar acciones no es lo mismo que reducir capital, y no es lo mismo que rescatar acciones.

Vayamos despacio ...

3. Amortización de acciones, rescate de acciones y reducción de capital:

¹ El caso Galerías Pacífico lo demuestra.

² El artículo 63 LGS remite, expresamente, a la amortización de bienes del activo. O sea, la amortización de bienes es de fuente legal y criterios de exposición y registración contable dictados por la FACPCE y plazos de amortización fijados por normas impositivas para diferentes tipos de bienes.

diferencias

Solemos hablar de “*rescate de acciones por amortización*”; y lo cierto es que el negocio de amortización de acciones no es, jurídicamente, un rescate.

Aun cuando el rescate de acciones y la amortización de acciones tienen efectos patrimoniales similares, dado que ambos negocios se realizan con cargo a “*ganancias líquidas y realizadas o reservas libres*”; la amortización de acciones no conlleva una cesión y transferencia de acciones a nombre de la sociedad emisora, ni genera un negocio de autocartera. En cambio, el rescate de acciones lleva implícito un negocio de transferencia de titularidad y conlleva, necesariamente, un negocio de autocartera (art. 220.2 LGS).

¡La diferencia salta a la vista!

Entender esta diferencia es clave para entender qué es una amortización de acciones y cuáles son sus efectos jurídicos y patrimoniales.

Repito: rescatar no es lo mismo que amortizar, y amortizar acciones no es igual a reducir capital.

Y esto que digo lo confirma la propia ley en el artículo 235.2 y 3 cuando nos habla de *reducción*, *rescate* y *amortización* aludiendo a tres negocios jurídicos diferentes con efectos jurídicos y patrimoniales muy diferentes.

En efecto, mientras la reducción de capital implica cancelación de acciones con reforma de estatutos (arts. 220.1 y 235.2), el rescate de acciones implica una transferencia de dominio sin cancelación de acciones, ni reforma de estatutos (art.220.2). Por su parte, la amortización de acciones devenga, únicamente, la anulación de los títulos (correspondiente a las acciones totalmente amortizadas) y su canje por un bono de goce (art. 223.3 y 235.3). Observamos entonces tres efectos jurídicos diferentes, para tres negocios jurídicos bien diferentes.

Es por esta razón que no corresponde hablar de *rescate por amortización* puesto que la sociedad no rescata las acciones totalmente amortizadas; sino que anula sus títulos y los canjea por un bono³; y este dato no es menor a la hora de entender por qué amortizar acciones no implica, jurídicamente, un rescate.

El artículo 223.3 LGS expresamente ordena que la amortización de acciones conlleva la “*anulación*” de los “*títulos*” o “*cuentas escriturales*”. La norma es clara, no alude a “cancelación” de las fracciones de capital (220.1); sino a algo muy diferente: la anulación de los títulos⁴ (223.3). Claro está que no es lo mismo anular títulos que cancelar acciones, entendida éstas como la fracción jurídica del capital. Este dato técnico-jurídico comienza a poner blanco sobre negro, echando algo de luz sobre muchos años de confusión doctrinaria.

Dado que la amortización tiene como única consecuencia jurídica anular los títulos

³ Pero tampoco corresponde hablar de *rescate por reducción de capital* puesto que la sociedad no rescata las acciones del capital reducido; sino que las cancela anotando dicha cancelación en el libro de registro de acciones. La reducción de capital no conlleva un rescate, sino, una cancelación de las fracciones de capital y su anotación en los libros. Es por esta razón que, en mi opinión, el inciso 1 del artículo 220 LGS sobra en nuestra LGS puesto que la reducción de capital no conlleva una adquisición de acciones propias. Esto que digo lo afirma la ley de sociedades de la República Oriental del Uruguay (que ha tomado como base nuestra ley 19.550) quien eliminó el inciso 1 del artículo 220.

⁴ El artículo 220.1 LGS expresamente remite al negocio de “cancelación” de la acción por reducción de capital.

correspondientes a las acciones del capital amortizado está claro que dicha anulación no puede derivar en una reducción de capital. Y es por esta razón que la amortización de acciones no encaja en un supuesto de reducción voluntaria.

Sin embargo, la doctrina mayoritaria ha visto en el artículo 204 LGS la confirmación de que la amortización total de acciones devenga, necesariamente, una reducción voluntaria “*sui generis*”. Digo *sui generis* puesto que se la exime del régimen de oposición de acreedores. El caso que estamos comentando, así lo confirma.

Sin duda el artículo 204 LGS ha generado mucha confusión entre nosotros dado que todos hemos caído en la trampa de creer que el negocio de amortización devenga, indefectiblemente, una reducción de capital. Ahora bien, analizada la amortización de acciones con un poco más de precisión, advierto que los artículos 204 y 223 LGS claramente excluyen la amortización de acciones como un supuesto de reducción de capital. Razones jurídicas, operativas, patrimoniales y contables me llevan a este profundo convencimiento⁵.

El artículo 204 nos confundió a todos ...

4. Artículo 204 LGS: no aclares que oscurece

En una suerte de intento por aclarar que la amortización de acciones no es una reducción de capital, el artículo 204 LGS nos estaría explicando lo siguiente: “... *el régimen de oposición de acreedores no se aplica cuando (la reducción de capital) ... se realice con ganancias o reservas libres*”.

¡No aclares que oscurece!

Esta norma ha sido la principal responsable de que todos hayamos caído en la trampa de creer que el reembolso total de acciones conlleva, necesariamente, una reducción de capital permitiendo su reducción sin oposición de acreedores. Y el caso Galerías Pacífico SA lo confirma puesto que la amortización implicó, según este expediente: reducción de capital + reforma de estatutos.

Ahora bien, analizando esta norma observo con cierta inquietud intelectual que la misma no solo ha logrado confundirnos; sino que es contradictoria en sí misma puesto que amortizar con cargo a ganancias realizadas y líquidas jamás puede dar lugar a una reducción de la cifra estatutaria del capital. Para que la reducción opere, es necesario que la amortización se lleve a cabo con cargo a capital. Si estamos de acuerdo con esto, observamos que el artículo 204 no agrega absolutamente nada puesto que la consecuencia lógica de amortizar contra reservas libres es, precisamente, la no reducción de capital.

Advierto entonces que la única misión del artículo 204 ha sido aclarar al lector desprevenido que la amortización total de acciones no puede implicar una reducción de capital. Sin embargo, la doctrina ha entendido otra cosa.

Hagamos el siguiente ejercicio: supongamos por un instante que el artículo 204 LGS nada

⁵ Sin embargo, en el precedente Galerías Pacífico SA la amortización total del capital de accionistas residuales se instrumentó mediante una reducción de capital *sui generis*. Si bien la reducción es el mecanismo sugerido pacíficamente por la doctrina predominante que ha explorado este negocio; no encuentro impedimento para implementar la amortización de capital sin tener que recurrir al expediente de reducción voluntaria con reforma de estatutos y aprobación del órgano de fiscalización estatal. Este camino puede eludirse si entendemos que la amortización no tiene por efecto necesario la reducción de capital.

dijera sobre el régimen de oposición de acreedores, ¿publicaríamos edictos?

Dicho todo esto es muy importante entender qué significa, en términos jurídicos y patrimoniales, amortizar acciones con cargo a ganancias retenidas de libre disponibilidad.

Veamos ...

5. Amortización de acciones con cargo a reservas libres

La amortización con cargo a reservas patrimoniales consolida la idea de que esta operación jurídica no puede devengar, jamás, una reducción de capital. Para que ésta funcione la amortización debería realizarse con cargo a capital social (*vid.* art 204)⁶. Por lo tanto, dado que la ley expresamente ordena que la amortización debe ser con cargo a reservas libres, la propia ley nos está indicando el camino: no es una reducción (*vid.*, art 223).

Dado que la amortización no conlleva reducción de capital, la propia ley ordena canjear las acciones íntegramente amortizadas por un bono, previa anulación de los títulos o cuentas escriturales. En este sentido el artículo 223.3 termina siendo coherente con el artículo 204 LGS. Como no hay reducción de capital, no es necesario ofrecer a los acreedores quirografarios derecho de oposición alguno⁷.

O sea, cuando la sociedad utiliza reservas patrimoniales para hacer frente a un negocio de rescate (art. 220.2) o, a una amortización de acciones (art. 223), la ley no exige oposición de acreedores dado que, en ambos expedientes el capital social (prenda común de los acreedores) se mantiene absolutamente inalterado.

La anulación de los títulos (por amortización de acciones) difiere significativamente de la cancelación de acciones (por reducción del capital). Y la diferencia, entre uno y otro no es sólo legal; sino, contable, financiero, patrimonial e impositivo.

Mientras la amortización de capital se computa con cargo a reservas libres; la reducción de capital se computa con cargo a capital social. Además, en la amortización de acciones no hay cancelación de la acción, sino, anulación del título o cuenta escritural. Además, en la amortización de acciones se reducen las reservas libres; en cambio, en la reducción de capital se reduce la cifra de retención estatutaria: el capital social. Todos estos elementos estructurales marcan la diferencia entre reducir capital y amortizar acciones.

Hago aquí una aclaración importante: si bien la reducción voluntaria puede traer aparejada una reducción de reservas porque el monto a reembolsar excede el valor nominal de la acción; por ejemplo, si reembolsamos a valor patrimonial; está claro que el régimen de oposición se impone porque, más allá de reducir las reservas libres, lo que se está reduciendo es, precisamente, la cifra de retención estatutaria: el capital social.

A continuación, intentaré descifrar qué significa emitir un bono de goce contra una

⁶ El artículo 204 LGS permitiría amortizar acciones con cargo a capital. Pero si este fuera el expediente elegido, estaríamos ante una simple reducción voluntaria debiendo publicarse edictos, habilitando el proceso de oposición de acreedores. Siendo esto así, el artículo 223 queda descartado no siendo posible emitir el bono de goce puesto que nos encontramos frente a una reducción voluntaria de capital con cancelación de acciones.

⁷ Ciertamente luciría muy contradictorio que nuestra ley societaria permitiera la reducción de la cifra de retención, sin régimen de oposición por reducción de capital por amortización; y al mismo tiempo exija régimen de oposición para una reducción voluntaria cuando, en rigor de verdad, estaríamos frente a un mismo negocio: reembolso de capital.

amortización total; y cómo se instrumentaría esta operación.

6. La amortización de acciones y el bono de goce

Este es, sin duda, uno de los elementos que tornan a la amortización de acciones en un negocio jurídico fascinante, único, particular y atractivo; y que lo diferencia del rescate y la reducción de capital. La reducción de capital no genera derecho a un bono de goce, y tampoco el rescate. La emisión de un bono de goce es elemento característico y tipificante de la amortización total.

El titular de la acción totalmente amortizada tiene derecho a recibir un título participativo de naturaleza contingente; asumiendo el riesgo del capital, esto es, participar de las ganancias y soportar las pérdidas. O sea, el accionista totalmente amortizado pierde su posición de socio conservando al mismo tiempo el riesgo empresario o el riesgo del capital⁸.

La amortización total nos enfrenta a esta fascinante figura donde el socio totalmente amortizado es borrado del libro de registro de acciones recibiendo a cambio un bono que le obliga a asumir el riesgo del capital; incluso, en un grado más gravoso que el capital no amortizado, como veremos más abajo.

En efecto, el titular del bono debe subordinarse (junto con los accionistas no amortizados y en un pie de igualdad) respecto de todos los acreedores en caso de liquidación del ente. Dado que el bono de goce reemplaza a los títulos anulados, el accionista amortizado asume los riesgos y las contingencias del capital.

El artículo 228 LGS expresamente dice que el bono de goce no sólo debe subordinarse a los acreedores; sino que debe quedar subordinado respecto de los accionistas ordinarios y preferidos, en caso de liquidación. Esto quiere decir que en la liquidación social el titular del bono posee un rango de preferencia subordinado a los accionistas no amortizados. O sea, el accionista totalmente amortizado empeora su grado de prelación en la liquidación puesto que aquel cobrará luego del capital no amortizado. Podríamos decir, incluso, que el bono de goce es peor que bono subordinado⁹.

Pero lo más interesante de este instrumento es que la LGS remite a la autonomía de configuración contractual permitiendo añadir derechos económicos, políticos y parapolíticos de todo tipo, sin limitación ni cortapisa. La intención del legislador es manifiestamente clara: delegar en la sociedad la más absoluta libertad para fijar las condiciones de emisión diseñando un verdadero *traje a medida*¹⁰.

Analicemos a continuación los artículos 227 y 228 LGS para darnos cuenta del carácter supletorio y dispositivo de ambas normas.

Artículo 227: Las sociedades anónimas pueden emitir bonos de goce y de participación. se reglamentarán en el estatuto de acuerdo a las normas de este Título, bajo

⁸ Si bien hago referencia al “accionista totalmente amortizado”, está claro que lo que amortizan son acciones pudiendo el accionista conservar su calidad de socio amortizando totalmente una parte de su tenencia. Si este fuera el caso, el accionista vería diluida su tenencia a las acciones no amortizadas.

⁹ Podríamos hacer mención a las obligaciones negociables subordinadas cuya prelación de cobro está sólo subordinada al pasivo exigible.

¹⁰ Dado que el régimen de prelación en cobro en caso de liquidación no reviste el carácter de norma imperativa indisponible, está claro que dicho régimen de prelación se impondrá siempre que no se pacte lo contrario a la hora de emitir el bono y fijar sus condiciones de emisión.

sanción de nulidad.

La norma exige, bajo pena de nulidad, previsión estatutaria; fuera de ello, se aplican las reglas del derecho contractual. No se me escapa que la real intención detrás de esta previsión ha sido obtener el consentimiento de los accionistas para habilitar este negocio que, mirado con sospecha, podría dar lugar a ciertos abusos.

Veamos qué dice el artículo 228: *Los bonos de goce se emitirán a favor de los titulares de acciones totalmente amortizadas. Dan derecho a participar en las ganancias y, en caso de disolución, en el producido de la liquidación, después de reembolsado el valor nominal de las acciones no amortizadas. Además, gozarán de los derechos que el estatuto les reconozca expresamente.*

Observemos que el titular del bono de goce no sólo tiene derecho a participar de las ganancias; sino que la ley faculta reconocer ... *otros derechos* de tipo económico, patrimonial, financiero, político o parapolítico¹¹.

Tomar dimensión del verdadero alcance del derecho contractual en la emisión de estos bonos pone de relieve la importancia estratégica que tiene el negocio de amortización permitiendo diseñar esquemas de financiamiento inexplorados, hasta hoy.

Ahora bien, cómo funciona el canje de los títulos accionarios por el bono de goce.

7. Amortizar acciones devenga un canje de títulos: ¿cómo funciona?

Las razones explicadas hasta aquí intentan probar que la amortización de acciones no devenga una reducción de capital; y sólo conlleva la anulación de los títulos representativos del capital amortizado. Dicho esto, corresponde descifrar cómo opera la amortización total frente al bono de goce. A mi modo de ver las cosas el efecto jurídico de la amortización no puede ser otro que un simple canje de títulos e intentaré explicarlo con el siguiente ejemplo:

La sociedad Alfa SA cuenta con un capital social de \$100.000 representado por 100.000 acciones ordinarias clase A y clase B de \$1 valor nominal cada una. Las acciones clase B representan el 20% del capital social.

Ver gráfico A:

Capital	Ajuste	Res. Legal	Res. Prima	Res. Libre	P. Neto
100.000	20.000	20.000	200.000	1.000.000	1.340.000

La asamblea extraordinaria de Alfa SA decide amortizar íntegramente las acciones clase B, quedando por lo tanto el patrimonio y el capital social de la siguiente manera:

¹¹ El único límite para fijar las condiciones de emisión de estos bonos está en no violentar normas indisponibles; fuera de este caso, no hay límite a la autonomía de configuración contractual. Como cualquier otro bono, el bono de goce podría contener determinados derechos que hagan a la protección de derechos clave del accionista amortizado. Imagino cláusulas contractuales que habiliten el derecho de veto para determinados asuntos, consentimiento previo para decisiones estratégicas, política de dividendos, dividendos obligatorio, nombramiento y/o remoción del management, de los directores, integrar el directorio o comisión fiscalizadora, integrar el consejo de vigilancia, comité de auditoría, contar con legitimación activa para promover demanda de nulidad de asamblea, entre otros derechos.

Ver gráfico B

Capital	Ajuste	Res. Legal	Res. Prima	Res. Libre	P. Neto
100.000	20.000	20.000	200.000	1.000.000	1.340.000
Amortizacion				(220.000)	
				780.000	1.120.000

Observamos en este gráfico que la amortización total de las acciones clase B se realizó con cargo a reservas libres, sin que haya tenido impacto sobre el capital social. El monto amortizado (\$220.000) representa el valor nominal de las acciones amortizadas (\$20.000) más el proporcional de la Reserva Libre (\$200.000)¹². Dado que hemos financiado la operación con cargo a reservas; el patrimonio neto contable queda reducido en igual proporción = \$1.120.000.

El capital social se mantiene inalterado.

Ahora bien, como los títulos representativos de las acciones amortizadas han sido anulados (por efecto de la amortización total) nos encontramos frente a la siguiente paradoja: la sociedad posee un capital social suscrito de \$100.000 representado, ahora, por 80.000 acciones clase A.

Frente a esta situación la ley guarda absoluto silencio sobre qué sucede con la porción de capital no amortizado, y este silencio puede ser cubierto por la autonomía de la voluntad. En mi opinión, la solución jurídica adecuada para salir de este embrollo debería ser distribuir el capital amortizado a prorrata entre los accionistas Clase A recurriendo a dos expedientes: emitir 20.000 nuevas acciones clase A de \$1 v/n o, modificar el valor nominal de las acciones clase A en circulación por \$1.25 (80.000 x \$1,25 = \$100.000).

El modelo de amortización propuesto implica amortizar acciones, canjear los títulos anulados por un bono de goce distribuyendo el capital social entre las acciones no amortizadas.

Recordemos que la amortización implica anulación de los títulos; y no, cancelación de la acción como fracción jurídica del capital. Por lo tanto, el capital sigue intacto debiendo éste fraccionarse entre las acciones no amortizadas.

Con este simple expediente societario logramos amortizar acciones sin necesidad de reducir capital, reformar estatutos, y menos, requerir el *placet* del órgano de fiscalización estatal. Esta propuesta permite llevar a cabo la amortización sin intervención de terceros reduciendo los costes de transacción y minimizando el riesgo de impugnación administrativa.

Una breve reflexión: resulta interesante preguntarnos si la modificación del valor nominal de las acciones implica, necesariamente, una reforma de los estatutos. En mi opinión, de acuerdo con el esquema jurídico propuesto el capital social se conserva intacto, no siendo necesario reformar los estatutos; más allá de que hemos modificado el valor nominal de las acciones.

Si este argumento no logra convencerlo, podemos intentar otro: estando la amortización de acciones expresamente autorizada en los estatutos; y siendo la alteración del valor nominal una consecuencia jurídica necesaria del negocio de amortización; no correspondería modificar los estatutos.

¹² Esta cuenta del patrimonio resta \$20.000 correspondiente a 20% del capital social más 20% de la reserva libres = \$200.000.

O sea, existen argumentos de peso para sostener que la modificación del valor nominal de la acción no implica reforma estatutaria.

Hasta aquí he intentado descifrar cómo funcionaría jurídicamente la amortización total de acciones y el canje por el bono de goce. Exploraremos a continuación el requisito de trato igualitario y precio justo como condición necesaria para la amortización de acciones; pero, además analizaré cuál es la posibilidad de emitir acciones amortizables bajo nuestra ley societaria.

8. Justo precio y trato igualitario: Acciones amortizadas (*amortizables*)

La ley exige que la amortización de acciones se lleve a cabo por un justo precio debiendo asegurarse; además, el trato paritario entre todos los accionistas.

El requisito de trato paritario y precio justo operan como elementos esenciales de validez para que la amortización opere. Siendo la asamblea quien toma la decisión unilateral de amortizar, el modelo legal exige respetar ambos requisitos. Está claro que nuestra Ley General de Sociedades propone un modelo de amortización unilateral y forzoso, sin consentimiento del accionista amortizado; o sea, un modelo que podríamos llamar: *modelo de acciones amortizadas*.

Frente a este modelo unilateral y forzoso, el trato paritario tiene por objetivo evitar situaciones de exclusión por amortización total, disuadiendo potenciales situaciones de abuso¹³.

Ahora bien, ¿es éste el único modelo de amortización posible?

En mi opinión, nada impide a la sociedad emitir acciones con cláusula de amortización. A este tipo de acciones las podríamos llamar *acciones amortizables* no siendo necesario respetar ninguno de los requisitos antes mencionados, ni canjearlas por un bono de goce. En definitiva, la ley regula el negocio de amortización unilateral y forzoso dejando un amplio margen para la autonomía de la voluntad emitiendo acciones amortizables con cargo a ganancias líquidas y realizadas o reservas libres.

¿Cuál es la importancia de las acciones amortizables?

Ofrecer al mercado acciones con cláusula de reembolso de capital sin necesidad de tener que recurrir al expediente jurídico de reducción voluntaria y, tampoco, al negocio de adquisición de acciones propias admitido sólo, para evitar un daño y como negocio excepcional (art.220.2 LGS).

O sea, emitir acciones amortizables abre un panorama inexplorado que merece ser estudiado.

Veamos a continuación el alcance del término: *precio justo*.

Exigir un precio justo resulta coherente con el modelo unilateral y forzoso buscando prevenir situaciones de abuso. Ahora bien, debemos descifrar qué significa y cuál es el alcance de ese término, puesto que la amortización de acciones debe realizarse, siempre, con cargo a reservas libres¹⁴. Dado que la amortización debe realizarse con cargo a dicha reserva, aquel precio (justo)

¹³ En el caso Galerías Pacífico SA la amortización no fue a prorrata sino que fue dirigida a una cantidad determinada de accionistas minoritarios residuales tenedores de participaciones muy insignificantes.

¹⁴ Hemos apuntado más arriba que el artículo 204 LGS permitiría interpretar que la amortización podría realizarse con cargo a capital. Si este fuera el caso estaríamos ante una simple reducción de capital por reembolso.

jamás puede exceder el monto de dicha reserva¹⁵. En otras palabras, precio justo no significa valor de mercado, ni valor acordado; sino, valor contable.

El precio justo podrá, eventualmente, ser igual a valor de mercado siempre que las reservas libres así lo permitan. En definitiva, el *precio justo* - como condición esencial de validez- debe interpretarse teniendo en cuenta el propio límite patrimonial impuesto por la propia ley societaria. Intentaré explicarlo con el siguiente ejemplo:

Volamos a la sociedad Alfa SA.

Si el justo precio por el 20% del capital social de Alfa SA es igual a \$220.000 (Ver gráfico A), entonces la reserva libre pudo soportar el pago de dicho precio. Ahora bien, supongamos que la sociedad Alfa SA posee un valor de mercado de \$20.000.000, entonces, las acciones clase B tendrían un valor de mercado de \$4.000.000. Siendo esto así me pregunto: ¿podrá la sociedad amortizar a precio de mercado? Dado que el patrimonio neto de Alfa SA es de \$1.340.000, no hay dudas de que el propio patrimonio impide pagar valor de mercado. Repito, dicho impedimento lo fija el propio artículo 223 LGS.

Fijar el límite del precio justo atado al propio patrimonio de la sociedad ha tenido por única misión proteger la consistencia patrimonial del ente jurídico evitando el uso abusivo de la amortización en beneficio de los acreedores quirografarios y de los accionistas no amortizados. A mi entender, el *precio justo* debe ser justo no sólo para los accionistas amortizados; sino, para todos los *stakeholders*; estos son, la sociedad, los acreedores, los empleados, la comunidad, y los accionistas no amortizados. Pretender que Alfa SA amortice sus propias acciones a valor de mercado implica, lisa y llanamente, la liquidación y disolución por pérdida total del patrimonio (art. 96 LGS)¹⁶.

En efecto, dado que las reservas libres ascienden a \$1.000.000, nos están faltando \$3.000.000 para pagar la amortización a valor de mercado.

¿Quién pone la diferencia?

Si entendemos la lógica económica, patrimonial y financiera del artículo 223, entenderemos entonces que el precio justo debe ser aquel que resulte de las reservas libres.

No sabemos muy bien qué quiso decir el legislador con el término precio justo; pero sí hemos comprendido que la amortización se realiza sólo, con cargo a “*ganancias realizadas y líquidas o reservas libres*”. Y este es el límite.

Vamos llegando al final ...

9. ¿Amortización de acciones o amortización del capital?

¹⁵ La ley de impuesto a las ganancias habla de Patrimonio Neto Computable excluyendo determinadas cuentas patrimoniales para el cálculo del PNC.

¹⁶ Considerando que Alfa SA tiene un valor de mercado de \$20.000.000 y posee en su patrimonio reservas libres por valor de \$1.000.000, esto significa que Alfa SA sólo puede amortizar (a valor de mercado) hasta el 5% de su capital; y no más que eso. Así lo impone el artículo 223 LGS. Observemos que en el caso Galerías Pacífico SA se decidió amortizar 1332 acciones sobre un total de 145.194.250. Las acciones amortizadas representan el 0,00091739% del total del capital social. Es altamente probable que, dada la magnitud (insignificante) del capital amortizado, Galerías Pacífico SA pudo haber pagado un precio justo cercano al valor de mercado. Las reservas de libre disponibilidad alcanzarían para afrontar este precio.

Esta pregunta exige dos respuestas dado que, si bien podríamos estar hablando de lo mismo, no son lo mismo.

Desde un punto de vista estrictamente jurídico y patrimonial lo que se amortiza son las acciones; esto es, la fracción ideal del capital social representado en títulos o anotado en cuentas escriturales. La letra de la ley es muy clara en este sentido: siempre habla de amortización *de acciones* (*vid*, artículos 204 y 223 LGS).

Ahora bien, desde un punto de vista estrictamente financiero lo que se amortiza es el capital social; esto quiere decir el aporte realizado por el titular de las acciones amortizadas. El hecho de que se amortice el capital (en términos financieros) no significa que estemos frente a un reembolso de capital con efecto cancelatorio.

O sea, la operación jurídica de amortizar implica reembolsar el aporte sin que dicho reembolso implique, jurídicamente, una reducción de la cifra estatutaria del capital social. El reembolso – como negocio jurídico societario - puede ser consecuencia de una reducción voluntaria de capital, o de una amortización de acciones; pero ambos, con efectos jurídicos y patrimoniales completamente diferentes.

En síntesis, amortizar acciones implica (financieramente) reembolsar el aporte de capital, sin que dicho reembolso conlleve (jurídicamente) una reducción de capital.

10. Mis reflexiones

La amortización total de acciones:

- a. No conlleva una reducción del capital social.
- b. Amortiza capital, sólo, en términos financieros.
- c. Regula un negocio unilateral, imperativo y forzoso: acciones amortizadas.
- d. Puede ser contractual: acciones amortizables.
- e. No puede pagarse a valor de mercado, salvo que las reservas libres alcancen para soportar ese precio.
- f. Permite la exclusión unilateral y forzosa de socios minoritarios residuales.
- g. Ofrece emitir un bono como instrumento útil y dúctil para diseños contractuales novedosos.
- h. Puede ser útil para amortizar acciones del fundador permitiéndole salir de la empresa familiar conservando derechos económicos, derecho de veto y otros derechos.
- i. No es un negocio excepcional, ni está previsto en la ley para cubrir situaciones excepcionales.
- j. El legislador dejó las puertas abiertas para que cualquier empresa de capital puede utilizar la amortización de manera amplia y dilatada.

En síntesis, la operación jurídica, contable y financiera de amortizar acciones merece ser atendida por los operadores del mercado dado que ofrece opciones muy novedosas e interesantes, hasta hoy inexploradas.

Espero que estas reflexiones nos ayuden a repensar el negocio de amortización impulsando y expandiendo su práctica.