

CUANDO SE AUMENTA EL CAPITAL MEDIANTE EL PAGO DE OBLIGACIONES PREEXISTENTES EN LOS TÉRMINOS DEL ART. 197 SE DEBE EMITIR CON PRIMA Y OTORGAR A LOS ACCIONISTAS LA POSIBILIDAD QUE EJERZAN EL DERECHO DE RECESO

*María Barrau*¹

SUMARIO

Que en virtud de la limitación al accionista de ejercer su derecho de suscripción preferente, la prima de emisión *deviene inexorable* para evitar que se produzca un mayor enriquecimiento por parte del acreedor, que se beneficia con la limitación del derecho de suscripción preferente a los accionistas.

Por ello, para evitar este perjuicio a los accionistas, se debe calcular la prima, teniendo en consideración la diferencia entre el valor nominal y el valor empresa en marcha.

Consideramos que también *debe darse la posibilidad al accionista que no puede ejercer el derecho de suscripción preferente por la prohibición establecida en el artículo 197 de la L.S. a que ejerza el derecho de receso.*

Creemos que calcular la prima, como indica alguna jurisprudencia, —la diferencia entre el capital y el patrimonio neto— resulta perjudicial para el accionista que se ve imposibilitado de ejercer su derecho de suscripción preferente. Esta situación produciría un enriquecimiento sin

¹ Titular de la Cátedra de Derecho Societario de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Mar del Plata. Adjunta de la Cátedra de Derecho Societario de la Facultad de derecho de la Universidad Nacional de Mar del Plata. barraumaria@gmail.com.

causa en beneficio del acreedor que capitaliza su crédito perjudicando al accionista.

Consideramos, que debe darse la posibilidad al accionista que no puede suscribir el aumento de capital en virtud de la prohibición establecida en el artículo 197 de la L.S. a que ejerza el derecho de receso.

Creemos que este es el espíritu de la ley. El derecho de receso permite el egreso de la sociedad de todo accionista que para mantener su participación frente a un aumento de capital tiene que realizar un desembolso. En este caso, aunque de un tercero, existe un desembolso, se prohíbe al accionista su ejercicio por cuestiones atinentes al interés social y se permite que el “desembolso” lo realice el acreedor.

Por ello, consideramos que debe equiparse la situación de desembolso de dinero por parte de un tercero al desembolso por parte del accionista y brindar la posibilidad de ejercer el derecho de a este último conforme lo establece el art. 245 de la L.S.

Caso contrario se conculcaría los derechos de los accionistas ante la inexistencia de una causa valida.



El nudo gordiano en los aumentos de capital social

El derecho de suscripción preferente en conjunto con el derecho de receso y la prima de emisión, son los pilares fundamentales del legislador para evitar la producción de abusos en casos de aumentos de capital social; para impedir la utilización de este último como herramienta para modificar las mayorías o los votos o para “reducir la parte de un accionista que molesta”.

Derecho de suscripción preferente

El derecho de suscripción preferente, es un derecho absoluto, una norma inderogable que nos viene del derecho italiano. No puede ser excluido este derecho estatutariamente por ser una norma imperativa del derecho societario, sin llegar a la categoría de orden público. La inderogabilidad genérica de ese derecho sólo indica la imposibilidad de su derogación por vía estatutaria, pero esto no implica que la sociedad lo excluya

para un aumento concreto (la asamblea lo puede resolver en los términos del art. 197²).

Tiende a proteger que se mantenga el equilibrio económico de cada socio. Tutela los porcentajes de participación de los accionistas dentro de la sociedad y de la clase de acciones³. Se concede en el supuesto de emisión de nuevas acciones, obligaciones negociables y debentures convertibles en acciones. Solamente puede limitarse en los casos que la ley específicamente acepta aportes en especie o pagos de obligaciones existentes (artículo 197).

Limitación al derecho de suscripción preferente

La ley establece de manera excepcional la posibilidad de su limitación. Se debe tener en consideración para ello el principio general que no puede ser limitado o suprimido.

Esta noción se encuentra relacionada con la problemática del conflicto societario y de los grupos de poder. La ley establece que las decisiones se deben tomar por mayoría. Se protege el interés social y se evita el abuso de la mayoría o del grupo mayoritario. El interés social prevalece sobre el interés de la mayoría.

El interés social es el elemento determinante para establecer la limitación del derecho de suscripción preferente. Nada menos que esta noción tan controvertida en doctrina para instaurar como parámetro de la limitación.

Para algunos, el interés social es el de la mayoría de accionistas; para otros y *me incluyo entre ellos*, el interés social es el de la sociedad toda, que se desprende de los socios y protege a la sociedad independientemente de las decisiones del grupo mayoritario.

Para dar mayor seguridad a los accionistas minoritarios en el supuesto de limitación, la ley estableció que se debe adoptar la decisión con las

² Couffignal Mariano y otro c. Sworn Collage SA y otro s/ ordinario. CNCom., sala B, 2010/15/09.

³ Mizrahi de Sztamfater, Sara C. c. Novi - Carp, S. A. y otros. CNCom., sala B, 26/10/1988. LA LEY 1989-B, 149: "El fundamento del derecho de suscripción preferente radica en la necesidad de conceder al accionista la posibilidad de conservar en la sociedad la misma proporción entre el importe nominal de sus acciones y el capital social, derecho cuya renuncia no cabe presumirla".

mayorías del último párrafo del artículo 244 (es decir, mayoría de acciones con derecho a voto sin aplicarse pluralidad y todas las acciones poseen un voto).

Por ello, para limitar el derecho de suscripción preferente se debe encontrar en juego el interés social y la suscripción debe efectuarse con: Aportes en especie o Capitalización de deuda.

Con los aportes en especie se incorpora un bien determinado no susceptible de adquisición en el mercado a la sociedad, que puede ser mueble o inmueble.

La capitalización de deuda está prevista ante la dificultad de cancelar deudas por parte de la sociedad. Es una forma de transformar una deuda en capital social. Es muy útil cuando no se puede cancelar la deuda pero también puede ser utilizada para perjudicar a accionistas minoritarios.

En el supuesto de aumento de capital por capitalización de deudas, los créditos que se pretenden cancelar deben ser líquidos, exigibles y preexistentes a la asamblea que lo dispuso⁴.

Prima de emisión

La ley de sociedades en el artículo 202 autoriza a emitir con prima de emisión. La ley suple una omisión del Código de Comercio.

Se ha afirmado que la emisión de acciones con prima constituye uno de los sistemas más utilizados en la práctica para eliminar los peligros que se asocian al aumento de capital.

La emisión con prima o sobreprecio equipara la situación de los nuevos socios con la posición de los antiguos, en relación con las reservas acumuladas y las inversiones beneficiosas hechas por la sociedad antes del aumento del capital. Su función para los accionistas existentes, es la de conservar el mayor valor real de la acción que si se emitiera sin prima —esto es al valor nominal—, traería un enriquecimiento gratuito a los nuevos accionistas que participarían en igualdad de condiciones con los antiguos, de la situación económica ventajosa que representa una empresa en marcha.

⁴ Inspección General de Justicia c/Empresa Naviera Petrolera Atlántica S.A., CN-Com., sala D, 17/05/2007, IMP 2007-15 (agosto), 1512 - ED 223, 563.

La prima tiene su fundamento en buscar la manera de fortalecer el patrimonio social para evitar el aguamiento si los suscriptores son extraños. Mantiene la paridad entre las acciones emitidas y las que se emitan, compensando a los antiguos socios con los que se incorporen. El sobreprecio no implica de modo alguna ganancia para la sociedad, sino un incremento del patrimonio. Para la sociedad sería lo mismo emitir mayor cantidad de acciones, sin necesidad de recurrir a mayores diferencias.

La ley no es clara con respeto a la obligatoriedad de la prima de emisión.

Se discute si el accionista minoritario que se encuentre impedido de suscribir nuevas acciones a prorrata de sus tenencias, puede exigir que la emisión se haga con prima. Tal solución ha sido aceptada, en algunos casos, condicionada a la demostración que el aumento que se realiza carezca de razonabilidad, pudiéndose presumir que se hace con el propósito de romper el equilibrio entre los accionistas.

Héctor María García Cuerva fue el precursor en afirmar que es obligatorio emitir con prima ya que la misma constituye el precio de la diferencia entre el valor nominal y el valor real de las acciones en relación con el patrimonio social neto⁵.

En una economía inflacionaria como sabe ser la nuestra, el distinto valor numérico existente entre el patrimonio neto social del cual la acción es una parte alícuota y su valor nominal, refleja en forma evidente el desajuste y el mismo es una de las razones para adoptar la decisión de emitir acciones cuyo precio supere el valor nominal.

En los autos Augur c. Sumampa se enfatizó que la emisión con prima o sobreprecio tiene como finalidad equiparar la situación de los nuevos socios con la posición de los antiguos accionistas, en relación con las reservas acumuladas y con las inversiones beneficiosas hechas por la sociedad antes del aumento del capital. Su función es la de conservar para los accionistas existentes el mayor valor real de la acción, que si se emitiera sin prima, al valor nominal. Su falta traería un enriquecimiento gratuito a los nuevos accionistas que participarían en igualdad de condiciones con los antiguos de la situación económica ventajosa que representa una em-

⁵ GARCIA CUERVA, Héctor M., "El contrato de suscripción de acciones", pág. 133, edit. Depalma, 1988.

presa en marcha⁶. En el Congreso Nacional de Derecho Societario de La Cumbre de 1977, el Dr. Rafael Mariano Manóvil, propuso la posibilidad de exigir la prima cuando el aumento carezca de razonabilidad⁷.

Existe un antecedente jurisprudencial de la sala B del año 1997 que resalta que la obligatoriedad de emitir con prima, aparece impuesta no por la letra de la ley, sino por la coherencia del sistema y la operatividad de los principios primogénitos del derecho privado (art 953, 1139 y 1201 del Código Civil) La Cámara manifiesta que al menos para esta clase de temas, se configuraría una hipótesis de actuación “leonina” comprendida en el artículo 13 de la ley 19.550. Indica que siempre que la realidad económica así lo imponga, se debe acudir a la emisión de acciones con prima por existir diferencias entre el patrimonio neto y el capital social⁸. En iguales similares se resolvió en Block Susana c. Frigorífico Block⁹.

En consecución con lo incorporado en un Proyecto que el Ministerio de Economía elaboró en 1994, en el Congreso de Derecho Societario de Mar del Plata, los Dres. Ricardo Augusto Nissen y Ricardo Ludovico Gulminelli, postularon que en una futura reforma habría que establecer la obligatoriedad de la emisión con Prima. Especificaron que el artículo 202 debía modificarse y establecerse que: “será obligatorio emitir con prima cuando, el patrimonio de la sociedad incluyendo el valor de la empresa en marcha, sea superior al capital social”. En dichos casos, la prima debía cubrir la diferencia protegiendo al accionista que no pudiera integrar dinero, como al que no quisiera receder¹⁰.

En las VIII Jornadas de Institutos de derecho Comercial de la República Argentina celebrado en Mar del Plata en junio de 2000, hemos afir-

⁶ Augur c. Sumampa SA. CNCom. 28/12/1984 (del voto del Dr. Anaya, La Ley, 1985-E, con nota de Mariano GAGLIARDO, ED 114-373).

⁷ . ZALDIVAR, Enrique y otros, “Cuadernos de Derecho societario”, t III, pág. 201, ed. Abelero Perrot, Bs. As., 1980.

⁸ Lurie c. Ponieman Hermanos SA s/Sumario. CNCom., sala B, t IX, pág. 243, Errepar, número 117, Agosto 97.

⁹ Block Susana c/ Frigorífico Block. Cámara Nacional Comercial, sala C, 2005.

¹⁰ NISSEN, Ricardo y GULMINELLI, Ricardo Ludovico, “La emisión con prima como obligación para evitar la licuación de la parte del socio que no participa en el aumento de capital social”, Propuesta de Reforma, X Congreso de Derecho Societario y VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa Negocios Societarios, t. II, pág. 338.

mado que es obligatorio emitir con prima cuando el patrimonio de la sociedad, incluyendo el valor de empresa en marcha, sea superior al capital social. Indicamos que con la actual legislación, cuando se produce dicha diferencia resulta obligatorio la emisión con prima, si bien proponíamos la modificación del art. 202 de la LS en una futura reforma.

Creemos que se debe emitir igualmente con prima cuando las nuevas acciones son suscriptas por antiguos accionistas o terceros¹¹.

Con respecto al cálculo de la prima, existen diferentes posturas. Algunos especifican que se debe calcular sobre la base de la diferencia que existe entre el capital y el patrimonio neto; otros se enrolan en la postura que afirma que se debe calcular teniendo en consideración el patrimonio de la empresa o el valor empresa en marcha, en donde se adicionaría el valor llave. El Dr. García Cuerva sostiene que el accionista tiene derecho a exigir que se emita con prima para resguardar la adecuación entre el valor nominal y el real del patrimonio neto¹². En caso de controversia, el juez deberá fijar el justo valor de la prima analizando las circunstancias recién referenciadas. El maestro Isaac Halperin, en su ya tradicional Tratado de Sociedades Anónimas, —ahora actualizado por el Dr. Julio C. Oategui—, indica que “...corresponde al mayor valor (por encima del nominal) de la acción, sea por su cotización en bolsa, sea por el valor del patrimonio neto, sea por las perspectivas de la explotación social, etc...”¹³. En los Cuadernos de Derecho Societario (Dr. Zaldívar y otros), se manifiesta que va a ser diferente el criterio para determinar la prima, según nos encontremos ante una sociedad cerrada o ante una abierta¹⁴.

Los Dres. Ricardo Augusto Nissen y Ricardo Ludovico Gulminelli, estimaron como pauta para calcular el monto de la prima, el valor total del patrimonio social, incluyendo el de la empresa en marcha. Creen que es-

¹¹ BARRAU, María, “La prima de emisión como herramienta para evitar el abuso de las mayorías”, Primer Congreso Argentino-Español de Derecho Mercantil, Valencia, España, Septiembre de 2001.

¹² GARCIA CUERVA, Héctor María, “El contrato de suscripción de acciones”, ed. Depalma, 1988.

¹³ HALPERIN, Isaac, OTAEGUI, Julio C., Sociedades Anónimas, pág. 261, ed. Depalma, 1998.

¹⁴ ZALDIVAR, Enrique y otros, Cuadernos de Derecho Societario, t III, pág. 20, ed. AbeleroPerrot, Bs. As., 1980.

tablecer la obligatoriedad de la mera revalorización del capital originario sería insuficiente.

Al hablar de valor empresa en marcha, se mejoran todas las posibilidades de calcular la parte del socio que establece la ley de sociedades, ya sea el art. 92 (exclusión), 245 (receso) y se asemeja a lo establecido por el art. 238 (supuesto de invocación indebida). A los efectos de determinar este valor, la teoría económica de valuación de empresas cuenta con diferentes métodos: el flujo de fondos descontados (antes de cargas financieras) —*unlevered discount cash flow*—; CAPM —*capital asset pricing model*—; valor de sus activos netos y sus pasivos; Múltiplo de Ebitda normalizado o *Price Earning* pretendido multiplicado por su utilidad normalizada; enfoque que el mercado asigna a empresas similares¹⁵.

Ante todas estas posturas, nosotros consideramos que:

a) Actualizar el capital, como lo propician algunos autores, no se establecería el verdadero valor que tienen las acciones antiguas porque no se tendrían en consideración todas las utilidades que los accionistas por alguna causa no retiraron de la sociedad y que se encuentran contabilizadas dentro del patrimonio neto fuera del capital social. Iguales argumentos aplicamos para la postura que actualiza un porcentaje del capital social.

b) Diferencia entre el capital social y el patrimonio neto. Se calcula la prima a valores contables, como si se tratase del valor de la parte del socio que recede al cual se le abona conforme el último balance que se ha realizado o que debe realizarse. Las normas de contabilidad y de registro de las operaciones en los balances, difieren de los valores reales. Por lo general son menores los montos establecidos en los balances a los valores reales de la empresa. A su vez, se puede encontrar que un socio o tercero haya realizado aportes irrevocables a cuenta de futuros aumentos de capital, que aparezcan contabilizados como una cuenta del patrimonio neto y que modifiquen este parámetro beneficiando a los accionistas antiguos, en detrimento de los nuevos. No todas las cuentas que se encuentran dentro del patrimonio neto representan utilidades no distribuidas, o que de alguna manera los socios no retiraron de la sociedad. Por ello consideramos que no es la forma adecuada de calcular la prima de emisión.

¹⁵ FIORITO, Tomás M., "Prima de emisión y métodos de valuación de empresas", pág. 119, Revista Derecho Comercial, del Consumidor y de la Empresa, LL 2-2011.

c) Diferencia entre el capital social y el patrimonio. En este caso se tendrá en consideración lo que realmente la empresa vale hoy, se confeccionará un cálculo de su valor en el momento del aumento y sobre dicho monto se calculará la prima. Creemos que este parámetro puede ser muy justo para algunos casos, pero no para aquéllos en los cuales el valor llave es superior al patrimonio, pues este último no se considera para el cálculo.

d) Diferencia entre el capital y el valor de la empresa en marcha. En este caso, se tomará el valor del patrimonio social. Pero no éste como único parámetro, sino que el valor llave se tendrá como elemento para el cálculo de la prima y se calcularán las posibilidades de generar utilidades dentro de la empresa. Lo más importante en el momento de la valuación, justamente será esta posibilidad de generar utilidades. En la realidad económica actual, es el que más se asemeja a un precio justo porque la empresa vale por la posibilidad de generar riquezas.

e) Valor de cotización. Para las empresas que cotizan en bolsa, es claro que el valor que más se asemeja a la realidad es el valor de cotización porque es fijado por los inversionistas valorizando la posibilidad de generar riqueza de la sociedad.

Se debe asegurar al accionista que no suscriba un aumento de capital la mantención del valor de sus acciones en base a pautas de la realidad. Esto se logra considerando el valor empresa en marcha, ingrediente que vemos necesario para fijar el valor de los paquetes accionarios. En síntesis, es fundamental tener en cuenta la potencialidad de generar utilidades, la rentabilidad de la empresa —que no siempre tiene relación con el patrimonio, entendido en forma clásica—. La manera más justa para determinar el valor de la prima es la que parte de la base de establecer un valor de las acciones, equivalente al que sería abonado por un adquirente en el mercado, si las mismas fueran puestas a la venta. Es oportuna la pregunta sobre si los accionistas pueden impugnar el monto de prima establecido por la asamblea.

La Inspección General de Justicia estableció mediante la resolución 9-2006 que el valor de suscripción de las acciones incluya una prima de emisión en aquellos casos en los cuales el valor de las acciones emitidas con anterioridad al aumento sujeto a inscripción sea superior a su valor nominal.

Derecho de receso

El derecho de receso aparece relacionado con el aumento de capital cuando el aumento implique un desembolso para el accionista (artículo 245).

Este artículo busca proteger a los accionistas que por alguna causa no pueden suscribir el aumento de capital (no tienen dinero para desembolsar o no quieren hacerlo para que no se vea perjudicada y menoscabada su participación). Entonces, se les permite ejercer el derecho de receso y retirarse de la sociedad.

En este caso se le reintegra su parte conforme lo establece la ley de acuerdo al último balance realizado o que deba realizarse.

Es procedente el derecho de receso ejercido por ciertos accionistas de la sociedad si la misma resolvió por asamblea extraordinaria el aumento de capital a través de la emisión de acciones con prima de emisión, pues ello implica un desembolso en efectivo que perjudica a quienes se vean impedidos de suscribir el aumento de capital (en el caso, el juez ordenó el pago de dinero a los socios en concepto de reembolso de las acciones¹⁶).

Nuestra propuesta

Reiteramos que consideramos, que en los casos donde el accionista no puede ejercer el derecho de suscripción preferente ante la prohibición expresa en virtud de lo establecido en el artículo 197 de la L.S. deviene obligatorio emitir con prima de emisión.

Que en virtud de esta limitación —al accionista— de ejercer su derecho de suscripción preferente, la prima de emisión deviene inexorable para evitar que se produzca un mayor enriquecimiento por parte del acreedor, que se beneficia con la limitación del derecho de suscripción preferente a los accionistas.

Por ello, para evitar este perjuicio a los accionistas se debe calcular a prima teniendo en consideración la diferencia entre el valor nominal y el valor empresa en marcha.

¹⁶ “Neudorffer, Carlos Enrique y otros c. Molinos Balaton S.A. s/ ordinario”, CN-Com., sala B, 23/05/2002.

Creemos que calcular la prima, como indica alguna jurisprudencia, la diferencia entre el capital y el patrimonio neto, resulta perjudicial, para el accionista que se ve imposibilitado de ejercer su derecho de suscripción preferente. Esta situación produciría un enriquecimiento sin causa en beneficio del acreedor que capitaliza su crédito perjudicando al accionista.

Consideramos, que debe darse la posibilidad al accionista que no puede suscribir el aumento de capital en virtud de la prohibición establecida en el artículo 197 de la L.S. a que ejerza el derecho de receso.

Creemos que este es el espíritu de la ley. El derecho de receso permite el egreso de la sociedad de todo aquel accionista que para mantener su participación frente a un aumento de capital tiene que realizar un desembolso. En este caso existiendo desembolso, se prohíbe al accionista su ejercicio por cuestiones atinentes al interés social y se permite que el mismo lo realice el acreedor.

Por ello, consideramos que debe equiparse la situación de desembolso de dinero por parte de un tercero al desembolso por parte del accionista y brindar la posibilidad de ejercer el derecho de a este último conforme lo establece el art. 245 de la L.S.

Caso contrario se conculcaría los derechos de los accionistas ante la inexistencia de una causa valida.