

## CUESTIONES CONFLICTIVAS SOBRE PRIMA DE EMISION

*Alberto Antonio Romano*

### Síntesis

1. Las primas son aportes de los accionistas no capitalizados y no una reserva especial como dice el artículo 202 de la L.S.C.. Por ello, las sumas existentes en tal concepto deben ser capitalizados previamente ante un aumento de capital.

2. La prima es obligatoria cuando existe diferencia entre el valor nominal de la acción y el valor de la misma conforme los estados contables correspondientes al ejercicio económico más próximo al aumento. Ante su omisión en tal caso, son susceptibles de impugnación judicial las decisiones sobre aumento de capital adoptadas por el directorio y por la asamblea; y los directores y el síndico son responsables de los daños y perjuicios ocasionados al afectado por tal omisión.

3. El patrimonio neto reflejado en los estados contables de cierre de ejercicio ("valor de libros") se aparta notablemente del valor real de las acciones que representan el 100% del capital de la sociedad.

4. Ante un aumento de capital aprobado por la mayoría, la no proposición por parte de la minoría de que el mismo se efectúe con prima cuando ésta corresponde, no implica renunciar a ello, pues la renuncia a los derechos no se presume conforme lo dispuesto en el artículo 874 del Código Civil.

### Fundamentos

#### *1. Emisión de acciones con prima. Su exposición contable y su distribución*

La posibilidad de emitir con prima en nuestro ordenamiento jurídico se encuentra expresamente prevista en el art. 202 de la ley

de sociedades comerciales. Este dispositivo establece que la decisión de emitir acciones con prima, como así también la fijación del importe de la misma, compete a la asamblea extraordinaria si se trata de sociedades que no se encuentran autorizadas para hacer oferta pública de sus acciones. En cambio, en las sociedades mencionadas en el artículo 299, inc. 1, de la ley de sociedades comerciales, la decisión de emitir acciones con prima o sobreprecio, es facultad de la asamblea ordinaria.

La prima de emisión constituye una aportación suplementaria del suscriptor, que se exige ante el aumento de capital para compensar la diferencia entre el valor nominal y el valor que tienen las acciones al momento de la emisión. Cuando al momento de decidirse el aumento, las acciones de la compañía poseen un valor superior al nominal, la emisión debe hacerse con prima.

Hay quienes interpretan que en derecho argentino la emisión con prima es una facultad<sup>(1)</sup> y no una obligación<sup>(2)</sup>. Por nuestra parte, concordamos con la doctrina que surge del caso "Lurie, Jorge A. c/ Poniemán Hnos SA s/ Sumario", en el que la sala B de la Cámara Nacional Comercial dijo que la locución "se podrá", utilizada por el artículo 202 de la ley de sociedades comerciales, "...no tiende a denotar alternatividad o facultad para elegir libremente acudir al mecanismo de emisión con prima o sin ellas: más bien tiende a subrayar la legitimidad de la emisión con prima ... Del empleo de la locución "se podrá", empleada por el artículo 202 de la ley 19.550, no se sigue necesariamente que no exista obligatoriedad"<sup>(3)</sup>. Es que el "podrá" se

---

(1) Anaya, Jaime Luis "Lineamientos del anteproyecto de reformas a la ley 19.550", en La Ley 2004-A-1183.

(2) En este sentido puede verse Dighero, Juan Martín. Emisión con prima: su obligatoriedad en ciertos supuestos de aumento de capital cuando hubieren diferencias notables entre el valor nominal y "real" de las acciones. Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones. Bs. As. 1997. p. 80 y ss.; Duloup (h), Atilio C., "Prima de emisión y derecho de suscripción preferente" E.D. 128-822/823; Romano, Alberto Antonio, "La prima de emisión como deber", VIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IV Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, Rosario 2001, t. III, p. 579; García Cuerva, Héctor María, "Derecho de las minorías. Determinación del valor de la prima de emisión. Con especial referencia al anteproyecto de reforma de la ley de sociedades comerciales", E.D. 207-685.

(3) Cámara Nacional Comercial, Sala B, 19/5/97, loc. cit.

torna en “deberá” cuando ante un aumento de capital existe diferencia entre el “valor real” y “valor nominal” de la acción. El fin que persigue la prima, el resguardo del derecho de propiedad, impone concluir de tal manera.

La no emisión con prima cuando corresponde, no se ve compensada con la posibilidad de ejercer el derecho de suscripción preferente o el derecho de receso (sin perjuicio que una aplicación literal del artículo 245, quinto párrafo, de la ley de sociedades, estableciendo valores contables para determinar el valor del recedente, obsta a su ejercicio), pues ambos persiguen fines diferentes. Además, la posibilidad de negociar el derecho de suscripción es más hipotética que real, ya que nos encontramos con una gran cantidad de sociedades anónimas que no cotizan sus acciones en el mercado de valores y, que tienen una alta dosis personalista, ya que el elemento personal juega tanto en su constitución como en su funcionamiento), y un muy pequeño número de sociedades que cotizan sus acciones en la Bolsa; entre las que cotizan muy pocas son de capital disperso y con cotización directa, encontrándose generalmente un porcentaje importante del capital social en cabeza del o los controlantes.

Con este escenario, el accionista que no quiere o no puede suscribir prácticamente no tiene posibilidades de encontrar terceros interesados en adquirir el derecho de suscripción. La finalidad de la prima es proteger económicamente a quien no suscribe la nueva emisión o suscribe parcialmente, por existir una diferencia entre el valor nominal y el valor real de las acciones de la compañía. Es que de lo contrario, los primeros se verían beneficiados económicamente respecto de los segundos; al no reconocérseles el mayor valor que han adquirido las acciones de la compañía desde que fueron emitidas al momento de constituirse la sociedad hasta el momento de decidirse el aumento. De ahí que también los accionistas antiguos tengan la obligación de suscribir e integrar con prima. Si se emitieran acciones al valor nominal y éste difiere del valor real de cada acción, el accionista que no puede o no quiere suscribir se vería perjudicado en su patrimonio, pues quien suscriba (otros accionistas o terceros) adquiere nuevas acciones a un valor que no se compadece con el real, aprovechándose de la diferencia entre el valor nominal y el valor real de las acciones de la compañía.

La obligación de emitir con prima por la diferencia existente entre el valor nominal y el valor real de la acción, se sustenta en principios generales de nuestro derecho privado. Una decisión social que frente

a tal circunstancia no contiene una prima equitativa es contrario a lo dispuesto en los artículos 953, 1071, 1198 y concordantes del Código Civil<sup>(4)</sup>. Por tanto, la decisión del directorio o de la asamblea de aumentar capital sin prima cuando ella corresponde, o con prima insuficiente, es susceptible de impugnación judicial. En concordancia con ello, ante la notable desproporción entre el valor nominal y el valor real de la acción, la Justicia ha considerado nula de nulidad absoluta (inconfirmable e imprescriptible)<sup>(5)</sup>, la decisión social adoptada por la mayoría que contenía un aumento de capital sin prima cuando ésta correspondía<sup>(6)</sup>. Los directores y el síndico son responsables de los daños y perjuicios ocasionados al afectado por tal omisión (artículos 59, 274, 297 y 297 de la L.S.C.), los que estarán dados esencialmente por el valor real del porcentaje de participación social que no se le habría licuado de haberse decidido el aumento de capital con prima.

A la luz del derecho comparado, cabe señalar que, por ejemplo, en Estados Unidos, distintos Tribunales han considerado que constituye una dilución ilegal la decisión por la cual se decide emitir nuevas acciones por debajo de un valor justo, considerando que ello implica la violación de los deberes fiduciarios que tanto los directores como los accionistas mayoritarios tienen respecto la minoría, y que constituye un fraude respecto los accionistas minoritarios<sup>(7)</sup>. Esos deberes fiduciarios del derecho estadounidense, no son otra cosa que el deber de actuar con lealtad o fidelidad que tienen los

---

(4) CNCom, Sala C., 04-02-2005, "Block, Susana Helena c/ Frigorífico Block S.A.", en Revista de las Sociedades y Concursos, N° 3, marzo/abril 2005, p. 371, punto IX, del voto del juez Caviglione Fraga.

(5) *Idem*, p. 367 y ss.

(6) Esto sin perjuicio que frente a aumentos de capital tendientes a licuar la participación de accionistas minoritarios, en los que también se ha violado el derecho de propiedad y principios generales de nuestro ordenamiento privado, la Justicia ha considerado en un caso aplicable el término de prescripción de dos años previsto en el artículo 4030 del Cód. Civil (C.NCom., Sala D, 1/03/96, "Albrecht, Pablo A. y otro c/ Cacique Camping S.A.", E.D. 168, 544), y en otro, el término de prescripción de cuatro años previsto en el artículo 847, inc. 3 del Cód. de Comercio (CNCom, Sala E, 12/05/06, "Khal, Amalia L. c/ Degas S.A.", LexisNexis, 2007-I-64 y ss.).

(7) Choper, Jessé H. y Eisenberg, Melvin A. "Corporation", Gilbert Law Summaries, 14ª ed., p. 155.

administradores (artículo 59 de la ley de sociedades comerciales) y los accionistas (artículo 1198 del Código Civil) de una sociedad comercial, que está contenido en un principio general del derecho privado argentino. Este deber de actuar con lealtad que recae sobre los administradores y sobre los accionistas, tiene como sujeto pasivo, en ambos casos, no sólo a la sociedad sino también a los accionistas<sup>(8)</sup>.

Las primas son aportes de los accionistas no capitalizados y no una reserva especial como dice el artículo 202 de la L.S.C.<sup>(9)</sup> Y no son una reserva especial como dice la ley, porque una reserva se constituye con ganancias realizadas y líquidas (arg. artículo 70 de la ley de sociedades comerciales). Como son aportes de los accionistas, que los mismos se vieron obligados a realizar por ley, las sumas existentes en tal concepto deben capitalizarse previamente al decidirse un aumento de capital. En razón de su origen, si se decide su distribución, ello no importa, obviamente, distribución de dividendos.

## 2. El sobreprecio y el "valor equitativo". La inaplicabilidad del "valor de libros"

El valor de la prima, es decir, la diferencia entre el valor nominal y el valor real de la acción, debe fijarse equitativamente, teniendo en

---

(8) García Cuerva, Héctor María, "Prima de emisión ¿derecho u obligación?", en L.L. 1985-E- 17, transcribiendo parte del voto del Juez Alberti: "...En materia societaria la lealtad recíproca entre los accionistas o socios es un deber exigible, porque de otra manera desaparece la perspectiva de convivencia dentro de la sociedad y ésta se convertiría simplemente en un haz de derechos individuales en permanente conmutación egoísta. Este deber de "consideración" está impuesto por el artículo 1198 del Cód. Civ. En cuanto prescribe que las cláusulas implícitas de todo contrato son las específicas en los deberes de buena fe y en el verosímil entendimiento de las cosas. Uno de esos deberes es la "consideración con el otro contratante.... Todos los demás socios quedan inhibidos para proceder de un modo tal que en definitiva reduzca el grado o la virtualidad de la calidad de socio..." (CNCom., Sala D, "Sichel Gerardo c/ Massuh S.A.", L.L. 1983-B-491, con nota aprobatoria de Raúl Aníbal Etcheverry).

(9) Fowler Newton, Enrique, *Cuestiones contables fundamentales*, 4ª ed., La Ley, Bs. As., 2005, p. 719.

cuenta las circunstancias del caso (artículo 16 del Código Civil). El “valor equitativo” debe ser el paradigma para determinar el valor de las acciones a los efectos de la prima.

El giro “valor real” no es ajeno a nuestro ordenamiento societario. El artículo 13 inciso 5 de la ley de sociedades dispone la nulidad de cualquier cláusula contractual que fije para determinar el valor de una participación social un valor que se aparte notablemente del real. Del aludido precepto legal surge un principio general en materia societaria, que se traduce en exigir que los derechos patrimoniales de los socios se disputen, discutan y resuelvan en valores concordantes con la realidad negocial<sup>(10)</sup>.

La cuestión se centra en establecer un método de valuación que determine un valor a los fines de fijar la prima que resulte equitativo conforme las circunstancias. A tal fin, al no de no existir acuerdo entre las partes recurrir a expertos, a través de la aplicación de métodos de valuación generalmente aceptados acorde a las circunstancias del caso. Si estamos frente a una compañía que cotiza acciones en el mercado de valores, el valor de cotización no pareciera ser el único elemento que deba tenerse en cuenta, pues la suba o la baja puede tener relación con factores externos a la compañía, sin relación o con poca relación con su realidad económica-financiera y sus perspectivas de negocios. Indudablemente, todo ello requiere de un análisis prudente de expertos en el caso concreto.

---

(10) Su aplicación se presenta en diversas situaciones, como ser: a) ante el ejercicio del derecho preferente de compra con que cuenta un socio por la venta de una participación social que otro tiene interés en concretar o de un derecho de compra por parte de los socios superstites respecto los herederos del socio fallecido; b) frente al receso<sup>1</sup> en los supuestos previstos por la ley o pactados por los socios (artículo 245, quinto párrafo, de la L.S.C.); c) en la determinación de la suma a que tiene derecho el socio excluido (artículo 92, inc. 1) de la L.S.C.); d) cuando debe fijarse el sobreprecio de las acciones a emitirse, en razón de la diferencia existente entre el valor nominal y el valor de las acciones existentes (artículo 202, segundo párrafo, de la L.S.C.)<sup>2</sup>; e) cuando debe determinarse la relación de cambio en la fusión, de la que deriva la participación que tendrán los socios de la fusionada en la fusionaria (artículo 83 in. c) de la L.S.C.); f) frente al retiro del socio en las sociedades no constituidas regularmente (artículo 22, cuarto párrafo, de la L.S.C.) (Romano, Alberto Antonio “De la forma, prueba y procedimiento”, en Código de Comercio Comentado y Anotado” Adolfo A. N. Rouillón (director), Daniel F. Alonso (coordinador), La Ley, Bs. As., 2006, t. III, p. 36.

Pero cabe señalar que ese valor equitativo para todos los interesados, no se refleja en la diferencia existente entre el valor de las acciones según el patrimonio neto de la compañía conforme los estados contables correspondiente al último ejercicio económico aprobado o a aprobarse. Por ello, se ha dicho, que: "...por mas cuidadoso y honesto que sea un preparador de estados contables, es normal que el patrimonio neto mostrado por éstos difiera del valor que el ente tendría a los efectos de su negociación..." (11). También se ha considerado que este desfasaje entre los valores de libros de las compañías y sus valores de mercado ya no genera curiosidad entre los especialistas dado que hay consenso generalizado y suficiente evidencia empírica que demuestra la incapacidad de los principios y normas contables generalmente aceptados para reflejar los principales determinantes de creación de valor en las compañías (12). Ballow, Burgman, & Molnar trabajando con muestras de 2000 empresas de todos los sectores de la economía en EE.UU. determinaron que el valor de mercado de las mismas superaba entre 3,5 a 4 veces su valor contable, llegando a la conclusión que la Contabilidad sólo podría explicar menos

del 25% del valor de las empresas (13).

Es que los estados contables de cierre de ejercicio traslucen valores que surgen de la aplicación de normas técnicas a las cuales se subordina su confección, pero que contrastan con la realidad. Asimismo, pueden contener previsiones excesivas, por ejemplo, para créditos incobrables o para despidos, lo que también distorsiona el valor contable o de libros de la sociedad. Por otro lado, omiten considerar bienes intangibles como las invenciones de productos o procedimientos, las marcas, los derechos de autor (vgr. programas de computación, dibujos, modelos industriales), concesiones, licencias de

---

(11) Fowler Newton, Enrique, *Cuestiones contables fundamentales*, 4ª ed., La Ley, Bs. As., 2005, p. 107.

(12) Rossi, M. Determinants of the relationship between strategic performance and shareholder's value creation. Social Sciences Research Network, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

(13) Ballow, J., Burgman, R., & Molnar, M. Managing for shareholder value: intangibles, future value and investment decisions. *Journal of Business Strategy*. 25, (3), 26-34. 2004.

uso, y demás rubros que quedan comprendidos en el denominado “valor llave”<sup>(14)</sup> (la reputación de la compañía en el mercado, ubicación geográfica, clientela, eficacia de su organización, la capacidad de sus gerentes, las buenas relaciones con el personal, el aprovechamiento de leyes que otorgan ventajas, como la exención de determinados impuestos durante ciertos lapsos)<sup>(15)</sup>. Y los bienes intangibles, el “valor llave” también comprenden el patrimonio social.

#### *4. La renuncia a emitir con prima no se presume*

La obligación de aumentar capital con una prima equitativa cuando ella corresponde es uno de los aspectos que hacen a la legalidad del aumento de capital.

Puede suceder que el aumento sea necesario, pero que sea ilegal por no haberse aumentado con prima al existir el deber legal de emitir con ella. También puede acontecer que directamente se resuelva un aumento con fines ilícitos (el aumento es la excusa para licuar accionistas), sin prima cuando ella corresponde o con una prima inequitativa. Ante cualquiera de estos supuestos, ¿qué conducta debe asumir el accionista afectado por dicha decisión al tratarse el aumento durante el desarrollo del acto asambleario?

Si el aumento se vota a través de una sola moción, de carácter genérico, que no introduce el tema de la prima o que directamente fija una prima inequitativa, el accionista sólo tiene la carga de votar negativamente o haberse abstenido de votar la moción que propone el aumento en cualquiera de las condiciones expuestas. Al actuar de dicha forma, queda legitimado para impugnar la decisión asamblearia que aprobó el aumento con dichos defectos. La ley no le impone otra conducta al accionista.

En el contexto fáctico expuesto, no tiene el deber de dar explicaciones, de fundar su voto negativo o su abstención, y menos

---

(14) Verón, Alberto V., “Los balances”, *Tratado sobre los Estados Contables*, t. II, Errepar, p. 127.

(15) Sobre el particular puede verse Fowler Newton, Enrique, *Contabilidad superior*, Macchi, Bs. As., 2001, t. 1, p. 630 y ss..



aún, tiene el deber de plantear que el aumento debe hacerse con prima o con una prima equitativa.

Por tanto, de ninguna manera puede entenderse que el accionista que ha votado negativamente el aumento o se ha abstenido, ha renunciado al derecho de impugnar judicialmente el aumento por no haberse fijado una prima o por haberse establecido una prima inequitativa. Porque precisamente, el aumento con una prima equitativa cuando ella corresponde hace a la legalidad de la decisión en cuestión. El artículo 874 del Código Civil dispone que la intención de renunciar no se presume y que la interpretación de los actos que induzca a probarla debe ser restrictiva. En consecuencia, de dicho dispositivo legal surgen dos principios generales de nuestro ordenamiento privado: a) la renuncia a los derechos no se presume; b) en un caso concreto, ante la duda, no hay renuncia alguna.