

EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE EN LOS AUMENTOS DE CAPITAL DE SOCIEDADES QUE COTIZAN EN BOLSA

Daniel A. Vergara del Carril

Ponencia

El adecuado ejercicio del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital de sociedades que cotizan en Bolsa exige que el precio de suscripción se conozca en el primer día del inicio de suscripción, a efectos de hacer viable la negociación de los cupones de ejercicio de la preferencia y por congruencia con el plazo establecido en la ley.

El precio de suscripción sólo podría modificarse para abajo si así lo imponen las condiciones del mercado, para no frustrar la suscripción.

La técnica de fijar o pretender fijar un precio de suscripción que coincida con el de cotización es aparentemente la que más conviene a la sociedad, pero en la práctica tiende a producir el efecto de mermar la cotización corriente de la acción desde el momento en que se anuncia el aumento de capital hasta el final del período de suscripción, con lo que la emisora pierde la oportunidad de lograr más recursos de capital.

Por el contrario, el establecimiento de un precio que deje algún margen hacia abajo del precio de cotización corriente en los días previos a la suscripción, es un incentivo para el mantenimiento o la mejora del precio de la acción en el período previo al inicio de la suscripción.

FUNDAMENTOS

Sabido es que nuestra Ley de Sociedades, siguiendo los antecedentes principales del derecho societario europeo, consagra el derecho de suscripción preferente de los accionistas para aumentos del capital ordinario. La principal razón de esta preferencia es no diluir los derechos políticos de los accionistas ordinarios.

El artículo 194 de la ley 19.550 establece con carácter general que los accionistas pueden ejercer su derecho de opción dentro del plazo mínimo de 30 días siguientes al de la última publicación de los edictos anunciando el llamado a suscripción de acciones. La Comisión Nacional de Valores, en su Resolución General Nro. 203/92 redujo a cinco días hábiles el plazo para ejercer el derecho de preferencia para las sociedades admitidas a hacer oferta pública de sus acciones.

En aquella oportunidad, hubo dudas sobre las facultades de la CNV para disminuir el plazo establecido en la ley, por lo que rápidamente se intentó una convalidación legislativa, que llegó finalmente con la ley 24.435, que admitió la disminución, pero llevando el plazo a diez días corridos.

Desde hace un cierto tiempo, y como consecuencia de los efectos de la globalización, habida cuenta que en la legislación norteamericana no existen normas que protejan el derecho de preferencia con las características consagradas en la legislación argentina, las entidades financieras que suelen asesorar a las emiso-

ras en sus colocaciones de aumentos de capital, han efectuado sugerencias de modalidades que dejan indefinido el precio de suscripción hasta la conclusión del período para el ejercicio de la preferencia.

De esta forma, la utilización del período de diez días resulta prácticamente anulado ya que la opción sólo se puede ejercer al finalizar el período de diez días, dado que solamente entonces se puede conocer el precio definitivo de suscripción. Mientras tanto, hay un precio indicativo de referencia que suele variar día a día. La consecuencia no querida de esta realidad es que se ha tornado virtualmente imposible la negociación de los derechos de preferencia por aquellos accionistas que no están en condiciones de ejercerlo por cuenta propia.

Ello obedece a que se tiende a que el precio de suscripción converja virtualmente con el precio de cotización, lo que no deja margen para que el cupón de suscripción tenga algún valor representativo de venta.

Es cierto que el acople entre el precio de suscripción y el de cotización, tiende a que la sociedad reciba en la medida de lo posible, un valor de mercado. Sin embargo cabe apuntar que ello trae algunos inconvenientes. En primer lugar, demanda un esfuerzo económico muy grande a los accionistas que para no quedar diluidos, deben suscribir las acciones que le corresponden al precio de mercado, pagado generalmente al contado y sin posibilidad real de poder negociar sus derechos para el caso de que no estén económicamente habilitados a acompañar la suscripción.

Ni siquiera pueden calzar el pago de la suscripción el día del cierre con la venta de otros títulos, porque en la Bolsa el plazo de liquidación de las operaciones de contado es de 72 horas hábiles.

De otro lado, la obsesión por ajustar el precio de suscripción al precio de cotización al cierre del período de preferencia, puede llegar a producir un rápido quebranto para los suscriptores si los vaivenes del mercado producen una baja en el precio de cotización con posterioridad al cierre de la suscripción.

La aplicación de una prima de emisión por arriba del valor nominal se vio favorecida a partir de la reforma legal al artículo 202 de la ley 19.550 en 1983, al permitir que en las sociedades autorizadas para hacer oferta pública de sus acciones fuera fijada por asamblea ordinaria, la que puede delegar en el directorio la fijación de la prima, dentro de las pautas establecidas por la asamblea.

El establecimiento de primas de emisión a partir de 1983, se solía efectuar dejando márgenes inferiores de cierta significación con las cotizaciones promedio de los días previos al inicio del período de suscripción. En la práctica reciente, no solamente dichos márgenes van desapareciendo, sino que la referencia ya no es más a un promedio de cotizaciones previo, sino al nivel de cotización que rija en los últimos dos o tres días del período de suscripción preferente, y hasta hubo casos en que se admitió que el valor de suscripción fuera establecido después del cierre de dicho período.

Se va produciendo así una muy difícil convivencia entre el efectivo ejercicio del derecho de preferencia y la aspiración de la sociedad de que el precio de suscripción sea el más alto posible y el más cercano al valor del mercado al momento en que efectivamente se concreta la suscripción, que suele ser para la mayor parte de los accionistas el vencimiento del plazo de ejercicio del derecho de preferencia.

Esta circunstancia ha revelado que en la práctica son numerosos los accionistas minoritarios que dejan de acompañar las suscripciones de capital, sin poder tampoco vender razonablemente sus derechos de preferencia, lo cual si bien no es específicamente disvalioso para la sociedad, a menos de que queden montos sin suscribir por no ser cubiertos por el derecho de acrecer de otros accionistas, va restringiendo la ya de por sí limitada apertura del capital en nuestro mercado bursátil.

La práctica reciente ha demostrado que el sólo anuncio de una suscripción de mediana importancia que se propone a un precio a establecer al cierre de la suscripción, similar al de cotización en ese momento, tiende a producir una merma importante y creciente en la cotización corriente de la acción, que habitualmente se recupera después de la suscripción. Esto no está en los manuales financieros, pero es así.

Y es lógico porque los accionistas de la emisora dejan de comprar en el mercado para reservar sus recursos para suscribir, a efectos de no quedar diluidos. Los otros potenciales compradores tienden a abstenerse de comprar porque piensan que el papel va a tender a estar vendedor. No se daría esta tendencia si las condiciones de emisión indicaran que siempre habrá una posibilidad de negociar el cupón de derecho de preferencia. Al no bajar el precio de la acción, la emisora, aun dejando margen en la fijación de la prima de emisión, obtendrá probablemente un mejor precio final de suscripción.

Naturalmente que la volatilidad del mercado puede acarrear sorpresas. Por tal motivo proponemos que pueda operarse una variación en el precio para abajo durante el período de suscripción para no frustrarla, siempre que la variación de precio haya sido relevante y obedezca a causas exógenas a la emisora.