

LA PRIMA DE EMISIÓN COMO DEBER

ALBERTO ANTONIO ROMANO

CONCLUSIONES

1- Ante un aumento de capital, atento el fin que persigue la prima, cuando existe deferencia entre el “valor real” y el “valor nominal” de la acción, la compañía tiene el deber y no la facultad de emitir con prima.

2- La prima debe cuantificarse, teniendo en miras y como paradigma un “valor equitativo”, congruente con la realidad. Para ello se deben utilizar métodos de valuación aceptados acorde a las circunstancias.

3- Como el derecho de suscripción preferente y la emisión con prima persiguen fines diferentes, la posibilidad que tiene el accionista de ejercer el primero no legitima a la sociedad a emitir sin prima ante la existencia de una diferencia entre el “valor nominal” y el “valor real” de la acción.

4- La decisión de aumentar capital sin prima cuando ella corresponde, o con prima insuficiente, es susceptible de impugnación judicial. Los administradores y la comisión fiscalizadora tienen el deber de procurar que la emisión se efectúe con una prima representativa de la diferencia entre el “valor real” y “el valor nominal”. Caso contrario serán responsables por daños y perjuicios, junto con los accionistas que hayan decidido esa emisión ilegal en la asamblea respectiva.

FUNDAMENTOS

I. LA CUESTIÓN

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 real” de las acciones. La exigencia de nuevos desembolsos a los socios no es una cuestión de menor importancia para la sociedad y menos aún para los socios. Dicha decisión puede afectar sensiblemente la estructura de la sociedad, los derechos y obligaciones de los socios. En concordancia con esto se ha dicho que los criterios de razonabilidad y prudente administración que el artículo 70 de la ley de sociedades requiere para la formación de reservas que no sean las legales, deben jugar más aún frente a un aumento de capital que requiere desembolso de los socios, ya que esto es más gravoso que privar al socio del reparto de las utilidades para constituir aquélla¹.

Puede suceder que ante un aumento de capital el accionista no cuente con los fondos necesarios para acompañar el aumento de capital, o que simplemente no quiera suscribir frente a una nueva emisión. Frente a esto, si se emitieran acciones al “valor nominal” y éste difiere del “valor real”, 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 compeadece con el real, aprovechándose de la diferencia entre el valor nominal y el valor real de las acciones de la compañía². En este caso, se vulnera el derecho de propiedad de raigambre constitucional.

Entonces, la finalidad de la prima es colocar a quien suscribe (accionistas o terceros), en idéntica situación económica en la que se encuentran los accionistas que no suscribirán la nueva emisión de acciones, ante la existencia de una diferencia entre el “valor nominal” y “el valor real” de las acciones de la compañía. Es que de lo contrario, aquellos se verían beneficiados económicamente respecto de és-

¹ MANOVIL, Rafael Mariano, *El derecho de suscripción preferente del accionista: revalorización de sus fundamentos*, en *El Derecho*, 164-984.

² Conf. Cámara Nacional Comercial, sala B, 19-05-97, in re “Lurie, Jorge A. c/Ponieman Hnos SA s/Sumario”, en *Errepar*, *Doctrina Societaria*, agosto/97; 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*, en *Revista del Derecho Comercial y de las obligaciones*, 1997, págs. 80 y ss.; DULOUP (h), Atilio C., *Prima de Emisión y Derecho de Suscripción Preferente*, E.D., T. 128, pags. 822/823.

tos, al no reconocerse el mayor valor que han adquirido las acciones de la compañía desde que fueron emitidas hasta el momento de decidirse el aumento.

Por supuesto que la conservación de la participación social de un accionista ante un aumento de capital está protegida por el derecho de suscripción preferente. Pero la obligación de emitir con prima tiene otro fin. Mientras la prima persigue que quien suscriba no se vea injustificadamente beneficiado al suscribir a un “valor nominal” que se aparta del “valor real”, en desmedro del patrimonio del accionista que no suscribe; el derecho de suscripción preferente es el medio a través del cual el accionista puede conservar el porcentaje de participación que tiene en la compañía. Además, valga la redundancia, el derecho de suscripción preferente no es un deber del accionista sino un derecho. En consecuencia, el accionista no puede verse obligado a ejercerlo ante un aumento de capital, ya que bien puede suceder que no quiera o no cuente con fondos para suscribir.

II. LA OBLIGACIÓN DE EMITIR CON PRIMA Y EL ARTÍCULO 202 DE LA LEY DE SOCIEDADES

Como bien lo ha sostenido la sala B de la Cámara Nacional Comercial, in re “Lurie, Jorge A. c/Ponieman Hnos SA s/Sumario”, 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 primas ... 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”³.

Es que el “podrá” se 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, imponen concluir de tal manera. Cuando nos encontramos ante ello, los administradores y la comisión fiscalizadora tienen el deber de procurar que la emisión se efectúe con una prima representativa de la diferencia. Caso contrario serán responsables por daños y perjuicios, junto con los accionistas que hayan decidido esa emisión ilegal en la asamblea respectiva.

A la luz del derecho comparado cabe señalar que el artículo

³ Cámara Nacional Comercial, sala B, 19/5/97, loc. cit.

170, inc. 1, de la ley de sociedades por acciones de Brasil dispone: "...El precio de emisión debe ser fijado teniendo en vista la cotización de las acciones en el mercado, el valor patrimonial líquido y las perspectivas de rentabilidad de la compañía, sin dilución injustificada de la participación de los antiguos accionistas, aunque tengan derecho de preferencia para suscribirlas." Asimismo, 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 justo⁴.

III. ¿CÓMO SE DETERMINA EL "VALOR REAL" DE LA ACCIÓN?

Partimos de que existe una obligación de emitir con prima cuando existe una diferencia entre el "valor nominal" y "el valor real" de la acción. Pero ¿cómo se determina ese "valor real"? En otras palabras, ¿cuál debe ser el importe del sobreprecio?

Por nuestra parte, decimos que ese "valor real" debe corresponderse con un "valor equitativo" de la compañía y por ende de las acciones que representan su capital. Y ¿cómo se alcanza ese "valor equitativo"? A través de la aplicación de métodos de valuación aceptados acorde a las circunstancias del caso.

Generalmente, la diferencia entre el "valor nominal" y el "valor real" de las acciones, no está dado por el comúnmente denominado "valor de libros o valor contable".

Los estados contables son el punto de partida para valuar una compañía. Pero su valor no está determinado por la suma resultante del patrimonio neto que surge de tal documentación, ya que éste no refleja el valor real de la compañía.

No puede soslayarse que muchas veces los estados contables traslucen valores que surgen de la aplicación de normas técnicas a las cuales se subordina su confección, pero que contrastan con la realidad. Como así también que no contemplan intangibles que englobamos bajo el giro "valor llave".

El "valor llave" refleja elementos de naturaleza inmaterial, que por supuesto están sujeto a variantes derivadas de distintos factores, ya sea sectoriales (propios de la actividad comercial en el que la com-

⁴ CHOPER, Jessé H. y EISENBERG, Melvin A., *Corporation*, Gilbert Law Summaries, 14ta. edición, pág. 155. Asimismo, en estos casos, aluden a la violación de los deberes fiduciarios que tanto los directores como los accionistas mayoritarios tienen respecto la minoría, llegándose a sostener se estaría frente a un fraude respecto los accionistas minoritarios.

pañía se desenvuelve) o económicos de carácter general, pero lo cierto es que están en el patrimonio social de la compañía, tienen un valor en el mercado. Es decir, las empresas tienen un “valor llave”, concepto que comprende elementos intangibles como la marca, la reputación en el mercado, la clientela, la capacidad de la administración, el sistema de distribución comercial, los que junto con otros, también integran el patrimonio social⁵, y todos ellos no se reflejan en el balance.

Si la compañía tiene en el activo bienes importantes que contablemente se van amortizando, los estados contables no estarán reflejando el valor real de los bienes. Asimismo, la marca no integra el activo social salvo que se haya adquirido. De darse esto último, bien puede suceder que el valor de la marca sea mayor con el correr del tiempo y esto no se vea reflejado contablemente al aplicarse las amortizaciones.

Por supuesto que tampoco existe un único método de valuación, que contemple de manera equitativa los intereses de las partes, ya que juegan distintos factores, apareciendo variantes no sólo según la empresa sea de servicios o industrial, sino también en razón del segmento en que desenvuelve su actividad social. 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. Pero todo esto es otra cuestión, que creemos requiere de un análisis prudente de expertos en el caso concreto.

Entonces, la prima debe reflejar un “valor equitativo”, en concordancia con la realidad, conforme las circunstancias del caso. Si no existe acuerdo sobre el mismo, un experto deberá expedirse sobre ello, utilizando métodos de valuación aceptados acorde a las circunstancias⁶. Consecuentemente, la decisión de aumentar capital sin prima cuando ella corresponde, o con prima insuficiente, es susceptible de impugnación judicial.

No debe descartarse como hipótesis de conflicto la fijación de una prima que peca por exceso, en discordancia con la realidad, que no trasluce otra cosa que una maniobra abusiva. Este mecanismo so-

⁵ VERÓN, Alberto V., “Los Balances” -Tratado sobre los Estados Contables-, T. II, Errepar, pág. 127.

⁶ En el derecho español estos problemas se procuran solucionar a través del Auditor de cuentas (Confr. URÍA, Rodrigo, Menéndez, Aurelio y Olivencia, Manuel “Comentario al Régimen Legal de las sociedades Mercantiles, Tomo IV, págs. 94 y sigs.).

cietario como cualquier otro puede ser utilizado abusivamente y ello también es ilegal a la luz del artículo 1071 del Código Civil.

En relación al tema que estamos tratando no debe pasar por alto la preocupación que demuestra el reciente “Régimen de Transparencia de la oferta pública”, que ante una oferta pública de adquisición exige la fijación de un “precio equitativo”, previendo para ello la aplicación de distintos métodos de valuación. Sin descartar otros criterios aceptables de valuación, alude a los siguientes: (i) valor patrimonial de las acciones, considerándose a ese fin un balance especial de retiro de cotización; (ii) valor de la compañía valuada según criterio de fondos descontados o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables; (iii) valor de liquidación de la sociedad; (iv) cotización media de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de retiro, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado; (v) precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad o de colocación de nuevas acciones, en el supuesto que se hubiere formulado alguna Oferta Pública de adquisición respecto de las mismas acciones o emitido nuevas acciones según corresponda, en el último año. A contar de la fecha del acuerdo de solicitud de retiro (artículo 32 inc d).

En definitiva, la prima no se fija discrecionalmente sino en razón de la diferencia existente entre el “valor nominal” y el “valor real” de la acción, y este último debe cuantificar teniendo como paradigma un “valor equitativo”.