

EL DERECHO DE LOS ACCIONISTAS AL VALOR REAL DE SU PARTICIPACIÓN Y SUS DERECHOS DE COMPENSACIÓN

HUGO ENRIQUE ROSSI

PONENCIA

En los aumentos de capital con aportes de fondos efectivos es obligatoria la fijación de una prima de emisión acorde con el valor real de las acciones en circulación al tiempo de disponerse la nueva emisión, salvo renuncia total o parcial de los accionistas.

No mediando esa renuncia la emisión a la par o con un sobreprecio inferior al que correspondería, habilita a los accionistas afectados a requerir la compra obligatoria de sus acciones o –si optaren por permanecer en la sociedad pese a la lesión patrimonial y dilución que experimentarán- la indemnización de la disminución del valor de éstas, a cargo de aquellos que, en detrimento de la integridad del valor de las acciones de aquellos, se hubieren beneficiado y/o hubieren posibilitado el beneficio de otros accionistas.

DESARROLLO:

1. El art. 202 de la ley 19.550 (LS) debe ser interpretado en términos compatibles con la garantía constitucional de usar y disponer

de la propiedad.
2. La sociedad anónima constituye, como orden jurídico de segundo grado, una reglamentación del ejercicio del derecho de propiedad que el accionista tiene sobre sus acciones, en una gestión plural organizada. Esa reglamentación no puede en ninguna de sus fases –ni en la que cristalizan las cláusulas estatutarias ni en la dinámica del funcionamiento estructural– llevar a la vulneración práctica de ese derecho de propiedad.

El uso de las propias acciones comporta desde el punto de vista económico la expectativa de un rendimiento proporcionado a la extensión de su participación en el capital social (derecho al dividendo), inherente al carácter fructífero de la propiedad accionaria, carácter que es absolutamente determinante de la decisión de acceder a ella mediante la realización de un aporte (causa final del contrato social desde la óptica individual de cada accionista). La *disposición* de la propiedad accionaria presupone su *integridad*, ya sea voluntaria del propio titular (transmisión, receso) o determinada directamente por el funcionamiento de la estructura societaria (régimen de mayorías) al cual puede o no esa voluntad individual prestar concurso en el caso concreto (distribución de reservas, adquisición y amortización –arts. 220 inc. 2º y 223 inc. 1º– reducción voluntaria del capital social –art. 203 LS–, liquidación), y comporta participar de situaciones que involucran esa disposición, con la posibilidad cierta, que debe estar jurídicamente garantizada, de obtener un valor real que, como principio, con anterioridad a su realización sólo debe venir incidido, positiva o negativamente, por el álea de los negocios sociales, incluyendo dentro de éste aquel de carácter relativo o determinado por la propia gestión de los administradores sociales (su mayor o menor mérito en la creación de valor para todos los accionistas) y también el determinado por factores externos a esa gestión (situación del mercado, presión fiscal, etc.), concurrentes o no con ella.

3. Si tales son los alcances que como mínimo, en términos constitucionales, asume el derecho de propiedad en materia accionaria (hay otros de orden político ligados a una concepción amplia de ese derecho como la sustentada por la Corte Suprema de Justicia desde antaño, los cuales no son tema de esta ponencia), no son entonces admisibles aquellos mecanismos de orden endógeno (cláusulas estatutarias, resoluciones asamblearias) cuya aplicación tenga el efecto directo de una reducción de aquel valor real. Esta reducción tiene el equivalente de una confiscación parcial de la propiedad del accionista. La disciplina colectiva del principio mayoritario no es sino un mecanismo técnico para la toma de decisiones, derivado o inherente al es-

quema plural de los negocios asociativos. Por esa instrumentalidad, no puede estar por encima de la garantía de disponer de la propiedad accionaria en condiciones de integridad, que es de orden sustancial.

Cuando el álea se ha proyectado de manera desfavorable, es obviamente admisible procurar captar fondos de los accionistas, pero ello no puede hacerse bajo mecanismos que, a esa devaluación “exógena”, preexistente, le agreguen en adelante otra derivada exclusivamente de los mecanismos utilizados para la incorporación de esos recursos efectivos. Con mayor razón tales mecanismos son inaceptables si el valor anterior de la propiedad accionaria no se halla afectado, sino que lo que se persigue es la expansión u optimización de los negocios sociales.

4. Si bien, bajo los alcances apuntados *sub 2*), todo accionista tiene un derecho constitucionalmente amparado al mantenimiento del valor real de la propiedad accionaria formada con su originario aporte, sin tener que estar forzado, para ello, a realizar nuevos aportes, e independientemente del incremento o descenso porcentual de su participación medida en relación al capital social, en la práctica de los negocios societarios pueden presentarse diversas situaciones en las cuales, mediante el aumento del capital social se logra el quebrantamiento de aquel derecho, ya sea obviando la emisión con prima o fijando ésta en valores notoriamente inferiores a los que corresponderían de acuerdo con la valoración de las acciones.

Así ocurre cuando el controlante interno –de hecho o de derecho (art. 33, inc. 1º, LS)-, se ampara en los términos facultativos del art. 202 LS y para expandir su posición de control fuerza la aprobación de un aumento del capital social mediante la emisión de acciones a la par o con una prima de emisión notablemente inferior a la que correspondería en virtud del valor real de las acciones hasta ese momento en circulación. Es también frecuente la preexistencia de acuerdos de accionistas cuyo objeto es disciplinar el ejercicio de ese control interno que prevén la necesidad del concurso del voto de todos los sindicatarios para la aprobación de aumentos de capital y a la vez establecen la posibilidad de la determinación de una prima de emisión generalmente basada en un precio de mercado de las acciones fijado por entidades especializadas, como bancos de inversión, consultoras internacionales u otras. Tales acuerdos, que con la necesidad del voto conjunto resguardan la posición relativa de los accionistas sindicados en el capital de la sociedad y con la prima de emisión –también sujeta a aprobación conjunta en la asamblea- el valor real de su participación, pueden y de hecho son utilizados a menudo en detrimento de los accionistas externos a ellos en todas aquellas oportunidades en las

cuales todos los sindicados están en condiciones de igualdad económico-financiera para suscribir a la par una nueva emisión en proporción a sus tenencias y lo hacen sin precisar entonces hacer uso de las recíprocas protecciones del acuerdo, es decir, obviando la determinación de la prima. En tercer término, la ampliación de esos convenios se suele operar con la incorporación a ellos de un tercero que, en el marco de especiales vinculaciones con todos o algunos de los accionistas sindicados, ha venido financiando con aportes irrevocables la actividad social y los sindicatarios, en virtud de esas vinculaciones o a cambio de contraprestaciones, ventajas que discurren por fuera de la estructura societaria, deben forzar su mejor posicionamiento dentro de la sociedad, aprobando para ello que la capitalización de esos aportes se haga emitiendo acciones a la par, con suspensión, desde luego, del derecho de suscripción preferente de las mismas.

5. Los aumentos del capital social dispuestos en condiciones como las referidas -que no agotan el espectro de abusos pero pueden ser sus expresiones más intensas- deben reputarse nulos, aun cuando su necesidad estuviere económicamente justificada, pues son violatorios del mismo art. 251 LS, que como norma de habilitación, conecta con los arts. 953, 1071 párr. 2º y 1198, Cód. Civ., y más sustancialmente, como ya se ha dicho, con la garantía de usar y disponer de la propiedad (art. 14, Const. Nac.) y con la de su inviolabilidad (art. 17), que comportan su integridad económica, así como con la de la igualdad ante la ley (art. 16), desde que, con prescindencia de la importancia de su participación en el capital, todos los accionistas son iguales ante la ley de partes que es la sociedad, por la idéntica aspiración que cabe reconocerles a la ya apuntada preservación de la integridad de su propiedad.

Las disposiciones legales citadas están por encima del art. 202 LS. Esta es una norma de carácter instrumental y así debe ser interpretada. Para ser conciliada con las anteriores y ordenarse armónicamente con las prescripciones constitucionales en juego que han sido mencionadas, que la prima de emisión sea de carácter facultativo no significa sino que su fijación es uno de los medios a que los accionistas y el directorio -éste en los límites de la delegación legal- pueden recurrir para cumplir con su *deber* de preservar el valor real y por tal vía el derecho de propiedad, de todos los accionistas; así como lo son otros que, frente a hipótesis diversas, cumplen también función conservatoria (como la adquisición de parte de las propias acciones o su amortización -que protegen el valor de las remanentes-, o la capitalización de determinadas cuentas del patrimonio como la de "ajuste de capital" con carácter previo al incremento con aportes efectivos de la

cifra nominal anterior).

6. Si, como se ha expresado, “el accionista no está obligado a participar en un aumento de capital, y por ende su falta de participación no puede derivar en pérdidas o daños patrimoniales, que sin embargo sobrevendrán con las emisiones a la par en sociedades cuyas acciones tengan mayor valor” (del voto del Dr. Jaime Anaya, en el fallo dictado en la causa *Augur S.A. s/ quiebra c. Sumampa S.A.*, CNCom., Sala C, 28-12-84, ED 114-369), el carácter obligatorio de la prima de emisión no es más que la contrapartida de tal inexigibilidad, que se ajusta a la tipología de la sociedad anónima, que como régimen de limitación de responsabilidad no puede sino tener el correlato de esa limitación de los aportes.

Las consideraciones precedentes llevan entonces a considerar, *de lege data*, que la emisión de acciones con prima resulta obligatoria y no facultativa cada vez que las anteriores a dicha emisión tengan un valor real superior al nominal, hasta el límite de la igualación, por la sumatoria de valor nominal y prima, de ese valor real. Un *plus* de prima por encima de tal nivelación sí sería en cambio facultativo y conformaría una reserva voluntaria que debería cumplir los recaudos del art. 70 LS, aun cuando en términos económicos pueda en realidad estar expresando un sobreprecio de la emisión basado en determinadas expectativas futuras como la productividad esperada de las acciones o, si el caso es la incorporación de nuevos accionistas conforme al art. 197, inc. 2° *in fine*, LS, una quita de su crédito que se traslada a la conversión de éste en acciones o el cálculo a la suba de un *valor llave* de empresa en marcha cuya determinación cierta puede presentar dificultades.

7. La obligatoriedad de la emisión con prima como el considerado ha tenido aceptación —con matices que no cabe considerar aquí— de parte de la doctrina nacional y extranjera (Garrigues y Uría, Trimarchi, Halperin, Racciatti y Romano, Dighero, entre otros) y el voto de Jaime Anaya en el fallo *Augur S.A. s/ quiebra c. Sumampa S.A.* que hemos citado, tiene también muy juiciosas reflexiones sobre el punto.

A partir de ello, nos parece pertinente, entonces, tratar de proyectar *de lege ferenda* respuestas que sean operativas frente a supuestos de infracción a ese deber, que la finalidad usual de la maniobra de emisión a la par no torna difíciles de imaginar.

a) Sin defecto de la opción por demandar judicialmente la anulación del aumento de capital dispuesto, que la ley vigente ya acuerda, creo que esas respuestas deben elaborarse a partir de la constatación de que la desviación o abuso de mayoría base de la resolución asamblearia tiene el efecto directo de una expropiación de las

reservas a que, como parte alícuota del patrimonio social, tienen derecho todos los accionistas y que son determinantes de la consistencia de sus acciones. Es por tal vía que se lesiona el valor real de su participación, en beneficio de los suscriptores a la par del aumento del capital, quienes ven así potenciadas tanto su posición accionaria porcentualmente como su anterior parte alícuota de aquellas reservas (legales, estatutarias, voluntarias, ocultas, las impropias que representan los llamados beneficios “no asignados” y pasados “a cuenta nueva” o “nuevo ejercicio”, las formadas con primas de emisión anteriores, si las hubo). El derecho sobre las reservas es un derecho en expectativa y el desembolso de una prima de emisión —cuya procedencia resulta indiscutible en la hipótesis del art. 197, inc. 2º, segunda parte, LS (*pago de obligaciones preexistentes*)—, cuando deben efectuarlo aquellos de los actuales accionistas que dispongan suscribir la emisión, tiene como verdadero significado que, más que pagar un precio por lo que ya les pertenece (esa parte alícuota sobre las reservas sobre la que habrán de proyectarse sus expectativas en cualquier supuesto que conduzca a su distribución), como en una primera consideración sería dable advertir, el suscriptor produce un incremento de esas reservas y por tal vía mantiene el valor real unitario de sus participaciones accionarias. En ese sentido lo ha expresado la jurisprudencia: “Con el pago de la prima, las nuevas acciones —no los nuevos accionistas— integran reservas equivalentes a las que ya se encuentran en el patrimonio social al tiempo de emitirse, para que se coloque en igualdad con las existentes antes del aumento y no conculquen la consistencia de éstas con el agüamiento del capital” (voto y fallo *supra cit.*).

Aunque ello beneficiará también a los accionistas que no suscriban el aumento del capital social, tal ventaja se verá compensada por la pérdida de posición porcentual relativa que éstos experimentarán y que incidirá sobre una reducción de sus derechos futuros (cantidad futura de votos, de unidades accionarias por las que percibirán dividendos, o a transferir, gravar, entregar a cambio de rescates dinerarios o en bienes, etc.). La obligatoriedad del desembolso de la prima no es por otro lado una situación equiparable a la que padecerá el suscriptor forzado a suscribir una emisión a la par para defender el valor anterior de sus acciones (no ya la magnitud su posición porcentual dentro del accionariado, que sí le es disponible por mera omisión en la emisión con prima): quien suscribe con prima efectúa un aporte por su valor real, aunque no todo él se traduzca en la cifra nominal del capital, y si no lo hiciera el valor de sus anteriores acciones no se vería afectado por esa omisión; quien se viera compelido a suscribir a la par estaría incrementando la limitación de su responsabilidad por las obli-

gaciones sociales por sobre el límite resultante del art. 163 LS, con desvirtuación práctica –sobre todo si debiera hacerlo en sucesivas oportunidades- de este rasgo del tipo sociedad anónima, que supone la inexigibilidad de otros aportes más allá de los comprometidos al constituirse la sociedad. Desde luego que, normas irreales sobre capitales mínimos como las que tiene hoy la LS (\$ 12.000.- para sociedades anónimas *cerradas*, art. 186), sirven para acentuar esta distorsión.

b) La nulidad relativa puede proteger al accionista afectado por una emisión a la par y también debería hacerlo, si estuviese adecuadamente regulado, el derecho de receso que podría esgrimir si el aumento del capital se produjera más allá de su quíntuplo o si los estatutos sociales no hubiesen previsto el aumento dentro de ese quíntuplo y entonces el acto fuere siempre, como reforma estatutaria, de competencia de la asamblea extraordinaria. Sin embargo, vale expresar que tanto en el plano de la estimativa como en el de la conveniencia empresarial, los remedios considerados ofrecen inconvenientes y, sobre todo, representan cierta desviación del foco de la responsabilidad, el cual radica en determinar a quiénes cabe imputar el efecto de expropiación de reservas que perjudica a ciertos accionistas y que, para no resultar más bien en una confiscación, debe tener algún mecanismo de compensación en favor de éstos.

c) La nulidad del aumento puede afectar el desenvolvimiento de la sociedad –ya que al margen de las infracciones señaladas la necesidad de nuevos recursos podría estar económicamente fundada- y respecto a los accionistas las responsabilidades que marca el art. 254 LS se harán efectivas, cuando ello ocurriese, siempre tardíamente. Mas no cabe suprimirlo, puesto que es el remedio con que cuenta el accionista para procurar permanecer dentro de la sociedad en la misma posición en que se hallaba (cuanto menos hasta que el aumento del capital se haga correctamente y él no suscriba entonces la emisión), propósito que –como también lo destaca el voto de Anaya in re *Augur S.A. s/ quiebra c. Sumampa S.A.*- no tiene por qué ser desbaratado por una maniobra de la mayoría aspecto. Por otra parte no se ve afectada la capitalización real de la sociedad si los fondos aportados son mantenidos en la sociedad como aportes irrevocables a cuenta de la emisión correspondiente a un ulterior aumento correctamente planteado a partir del valor real de las acciones.

d) El pago del valor del receso sí afectará, como es sabido, la capitalización real desde el punto de vista empresarial, en especial si imperan, como es justo, criterios de realidad en la determinación de los valores, dado que es sabido que también en este caso está involucrada la garantía de la inviolabilidad de la propiedad. Pero además el

accionista recedente estaría liberando de responsabilidades a quienes prestaron su concurso y se beneficiaron con el aumento del capital social mediante la emisión de las acciones a la par y en su lugar se estarían afectando al reembolso recursos sociales sobre cuya productividad tienen también expectativas otros accionistas ajenos a la situación —en cuanto no han concurrido a la asamblea respectiva o no han votado favorablemente en ella—, lo cual, existiendo la opción por la anulación del aumento, parece no resultar equitativo respecto de éstos últimos.

El derecho de receso puede ser apartado en la hipótesis considerada —que cubre aumentos de capital de competencia tanto de la asamblea ordinaria como de la extraordinaria— y ello obrará a favor de la sociedad y de los accionistas inocentes, pues se lo reemplazará por una indemnización justa en favor de los afectados que no gravitará sobre el patrimonio social sino directamente sobre el de los accionistas responsables y/o beneficiarios de la maniobra.

9. La decisión asamblearia por la cual se dispone el aumento del capital mediante la emisión de las acciones a la par, es el acto que origina la posibilidad de que los accionistas que no ejerzan su derecho de suscripción preferente vean reducido el valor real de sus acciones. Como alternativas a demandar su nulidad, es posible aceptar en primer término que el accionista cuyas tenencias licuadas perderán además sustancialmente su valor, sufre una alteración de la causa contractual de magnitud suficiente para justificar otorgarles la posibilidad de optar por obtener la compra obligatoria de sus acciones o bien —posibilidad ésta que existe en potencia pero que es poco probable que en los hechos sea escogida, aunque parece más apta que una cesión del derecho de suscripción preferente, de aún más escasa viabilidad en sociedades *cerradas*— de permanecer en la sociedad con debilitada posición y ser indemnizados por la disminución de valor y de productividad futura de esas acciones sobre la base de la prima de emisión que habría correspondido establecer para las nuevas (los accionistas que suscriban la emisión, estarán por esta vía comprando un derecho sobre las reservas). Estos mecanismos podrían figurar en una reforma del art. 202 LS ofrecida *de lege ferenda*.

10. Como la decisión asamblearia tiene, según dijimos, responsables y/o beneficiarios, resulta justo entonces establecer que cualquiera de estas compensaciones (precio de compra o indemnización, según los casos apuntados) estará a cargo de quienes favorecieron y/o se favorecieron con el desplazamiento patrimonial producido.

Estos son a mi juicio: a) Los accionistas que, hayan o no votado favorablemente el aumento, suscriban la emisión en las condiciones

lesivas apuntadas, que obtienen con ello un enriquecimiento sin causa; b) Los que votaron favorablemente, aunque después no la suscriban, pues cabe reputarlos partícipes en un abuso de mayoría por lo que se refiere a la modalidad del aumento, cuando sin su voto no se hubiera obtenido la exigida por la ley (arts. 243 y 244 LS); su voto, que no los benefició, pudo haber sido además funcional en un sentido al interés social (si existía genuina necesidad del ingreso de los fondos), pero sin duda fue disfuncional al legítimo interés de los accionistas afectados, al posibilitar fueran dañados a expensas de un injusto beneficio ajeno –el de los accionistas referidos *sub a*)-, y ésta era una consecuencia que podía ser prevista al tiempo de votar, aunque no haya habido propósito de producirla (arg. arts. 512 y 904, Cód. Civ.).

11. Aun cuando pueda obedecer a pautas más o menos flexibles, la determinación de estas compensaciones debería seguir las mismas pautas a que habría debido ajustarse la de la prima de emisión, haya sido omitida o reducida, es decir, el valor real de las acciones, ello no obstante las dificultades prácticas de esta determinación; no deberían repetirse las falencias que ofrece el actual art. 245 LS, el que como es obvio, dados sus otros presupuestos de aplicación, debería también ser revisado; si se aspira a revitalizar el instituto para que milite efectivamente en el elenco de tutelas que las minorías deben tener en una sociedad anónima. Este no es desde luego un punto de vista innovativo sino que, para diversas situaciones, tiene recepción legal, sea ésta expresa o resultante de la interpretación que inspiran razones de justicia (arts. 1788 bis del Cód. Civ. –introducido por la ley 17.711-, 13 inc. 5º, 22, 78, 92 inc. 1º, 195 –arg. dado por la multiplicación a tres del valor nominal de las acciones que no pudieron suscribirse- 223 inc. 1º, LS).

Si bien la realización de un balance especial que compute los activos intangibles de la sociedad y la adición o utilización alternativa de otros parámetros como las perspectivas de rentabilidad, la previsión cierta de contingencias favorables en el mercado, el valor de la sociedad según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a sociedades o negocios comparables, el valor de liquidación de la sociedad –previstos éstos dos últimos en el decreto 677/2001 para ofertas públicas de adquisición y aplicables a compras obligatorias a accionistas minoritarios y a declaraciones de adquisición de la persona controlante (arts. 25, 27, 28, 32 y ccs., dec. cit.)-, etc., pueden ser medios aceptables, nada impide que la fórmula de determinación sea prevista en los estatutos sociales, siempre que no vulnere la pauta del art. 13 inc. 5º LS, o incluso que se pueda recurrir a la valuación de entidades especializadas. En las sociedades cuyas

acciones tienen un mercado visible y operante como las que realizan oferta pública de sus acciones, hay un valor de mercado que es admisible pues resultará razonablemente objetivo si lo da la cotización promedio de las acciones durante un lapso anterior (3 o 6 meses, como para el receso prevé parte de la legislación comparada) al momento de ejercicio de la opción.

El accionista afectado debe así tener la garantía de la posibilidad de obtener un valor real por la venta de sus acciones frente a la situación que tratamos, aun cuando en la negociación concreta con los obligados adquirentes pueda válidamente renunciarlo total o parcialmente -si tal renuncia estuviere exenta de vicios- (arts. 19, 874, 953, 954, Cód. Civ.), como podía haberlo hecho, total o parcialmente, respecto de la prima de emisión antes o durante la asamblea. Esta posibilidad no tiene por qué ser coartada con un exceso de rigidez en la tutela, si en el caso concreto -que puede presentarse en las sociedades *cerradas* y es casi ilusorio en las *abiertas*- el aumento efectivo es necesario y la actitud de los accionistas controlantes es leal y no persigue la oportunidad de expandir su posición a expensas de quienes forman la minoría y, sobre todo, quienes la conforman están en condiciones de acompañar la emisión. Por otro lado, no hay por qué coartar otra clase de negociaciones en las que los accionistas minoritarios podrían obtener ventajas de otra índole a cambio de resignar toda o una porción del valor de la prima, como una modalidad indirecta y encubierta de cesión total o parcial de su derecho de suscripción preferente que se expresará a través del acrecimiento de todos o algunos accionistas mayoritarios. Estas eventualidades simplificarán la gestión del aumento, obviando la implementación de la fórmula aplicable al cálculo de la prima en caso de que la renuncia se formule antes de la asamblea.

12. Otros dispositivos serían convenientes para reforzar la efectividad del mecanismo, tales como:

a) Plazos breves para notificar la opción a los accionistas obligados, similares a los que el actual art. 245 LS prevé para ejercitar el receso; b) Plazos también reducidos, en este caso no superiores a los 30 días -sin perjuicio de su prórroga por acuerdo de partes- para la determinación del valor de las acciones que será la base para la adquisición de las anteriores o la indemnización de su devaluación, con posibilidad de su impugnación en términos también perentorios por quienes hubieren ejercitado la opción, lo que remitirá la determinación a un trámite judicial o, si los estatutos así lo previeren, a un procedimiento arbitral; c) La facultad de los interesados, al notificar su opción o al formular la impugnación indicada *sub b)*, de practicar una estima-

ción del valor, con efectos, llegado el caso, similares a los del actual art. 154 LS; d) La previsión de la garantía *ex lege* del pago correspondiente con las acciones indebidamente emitidas -sin perjuicio de las vías de derecho común en caso de mora-, incluyendo modalidades especiales de realización de esa garantía bajo responsabilidad de los interesados, como la posibilidad de que éstos puedan, en la proporción necesaria, vender acciones o adjudicárselas ellos mismos.

13. Bajo los lineamientos precedentemente expuestos, sería posible *de lege ferenda* proponer para el art. 202 LS (del art. 245 debería retirarse la causal de receso relacionada –*aumentos de capital que competan a la asamblea extraordinaria y que impliquen desembolso para el socio*-) un texto que podría llevar aproximadamente términos como los siguientes:

Art. 202. [Emisión bajo la par. Prohibición. Obligatoriedad de la emisión con prima. Valor real. Violación. Derechos de los afectados. Procedimiento. Garantías. Acuerdos.] - *Es nula la emisión de acciones bajo la par, excepto en el supuesto de la ley 19.060.*

Se deberá emitir con prima cuando sea necesario para preservar el valor real de la participación de los accionistas al tiempo del aumento, salvo renuncia expresa, total o parcial, de la totalidad de ellos, formulada en la asamblea o notificada antes de ella al directorio y aceptada por la asamblea. La renuncia requerirá de facultades especiales.

La prima será fijada por la asamblea extraordinaria, conservando la igualdad en cada emisión. Deberá contemplarse especialmente en el orden del día. Cuando el aumento de capital sea de competencia de la asamblea ordinaria, ambas asambleas deberán realizarse en un acto único, sin perjuicio de las normas de quórum y mayorías aplicables a cada una de ellas. La no celebración de la asamblea extraordinaria obstará al aumento de capital.

En las sociedades autorizadas para hacer oferta pública de sus acciones, la decisión será adoptada por asamblea ordinaria, la que podrá delegar en el directorio la facultad de fijar la prima, dentro de los límites que deberá establecer, sin que el menor de ellos pueda estar por debajo de la cotización promedio de las acciones de la sociedad durante el último trimestre.

Salvo en el supuesto del párrafo anterior, la prima se fijará conforme a lo establecido en los estatutos sociales y en su defecto sobre la base de un balance especial que deberá computar los activos intangibles o de otros parámetros a los cuales, juntamente con dicho balance o alternativamente, deberá el directorio recurrir si los esimate de incidencia significativa, tales como las perspectivas de rentabi-

lidad de la sociedad, su valor de liquidación, la previsión cierta de contingencias favorables en el mercado, el valor de la sociedad según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a sociedades o negocios comparables, el valor de liquidación de la sociedad u otros. El directorio podrá también solicitar la valuación de entidades especializadas. Los elementos justificativos deberán estar a disposición de los accionistas en la sede social con no menos de quince días de anticipación a la asamblea, lo que constará en la publicidad de la convocatoria.

El saldo que arroje el importe de la prima, descontados los gastos de emisión, integra una reserva especial, es distribuible con los requisitos de los artículos 203 y 204.

La emisión en violación de lo dispuesto en este artículo será nula de nulidad relativa, aplicándose los fondos recibidos a futuros aumentos ajustados a lo dispuesto en él. Los accionistas ausentes o que hubieren votado desfavorablemente el aumento, podrán optar por que les sean adquiridas las acciones de que fueren titulares al tiempo del aumento o por que se les indemnice la disminución de su valor, lo que importará renuncia a la acción de nulidad. Estarán obligados al pago correspondiente, a prorrata de la participación de la que al cabo resultaren titulares, los accionistas que hubieren ejercido el derecho de suscripción preferente, hubieren o no acrecido, y también aquellos que hubieren votado favorablemente el aumento, aunque no hayan ejercido posteriormente tales derechos, cuando sin su voto no se hubiera podido lograr la mayoría necesaria para una decisión válida.

Los accionistas afectados deberán notificar la opción a los obligados, pudiendo estimar los valores a que se consideren acreedores; los presentes en la asamblea deberán hacerlo en ese, siendo prueba suficiente las constancias del acta de la misma; los ausentes deberán practicar notificación fehaciente dentro de los cinco días de clausurada la asamblea, la que será vinculante efectuada indistintamente a los domicilios indicados en el registro de asistencia a la asamblea o en el libro previsto por el artículo 213. El ejercicio de la opción deberá también comunicarse al directorio.

Los valores deberán quedar determinados por el directorio dentro de los treinta días de la última notificación, conforme a las pautas establecidas en el párrafo quinto, y serán notificados por el mismo a todos los intervinientes, quienes podrán impugnarlos por vía judicial o arbitral si los estatutos previeren ésta, dentro de los diez días de la última de dichas notificaciones, tramitando todas las impugnaciones en procedimiento único. La mora en la determinación

también habilitará, automáticamente, dicha vía. En ambos supuestos se aplicará a los valores resultantes lo dispuesto en el artículo 154, si al notificarse la opción reconocida en este artículo o al plantearse la impugnación fueron estimados los valores pretendidos. Los gastos periciales estarán a cargo de los accionistas obligados al pago, sin perjuicio de la responsabilidad de los directores.

Las acciones emitidas garantizarán de pleno derecho desde la fecha de la asamblea el pago de las compensaciones que se establezcan, cuyos acreedores, en caso de mora, estarán directamente facultados a vender las acciones necesarias, sin aplicación de las cláusulas que pudieran restringir su transmisibilidad, o a obtener su adjudicación, practicándose por el directorio las inscripciones correspondientes.

Lo establecido en los dos párrafos precedentes es sin perjuicio de los acuerdos entre las partes.