

## EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE DEBE OTORGARSE TAMBIÉN A LOS TITULARES DE ACCIONES PREFERIDAS.

Rafael Mariano Manóvil

Cuando el patrimonio neto de una sociedad es superior a su capital, o dicho de otro modo, el valor real de cada acción es superior a su valor nominal, todo aumento de capital produce los siguientes efectos sobre la acción:

a) Si el aumento se produce sin nuevas aportaciones —vgr. por capitalización

a) Si el aumento se produce sin nuevas aportaciones —vgr. por capitalización de reservas, o de utilidades— el valor anterior de cada acción preexistente se diluye, porque las reservas, ya sean declaradas u ocultas, y todo otro tipo de plusvalor patrimonial en exceso del valor nominal del capital que se hallaban incorporadas en el valor de cada una, se fraccionan y dividen entre un mayor número de acciones.

b) El mismo efecto se produce aunque el aumento se realice con nuevas aportaciones, en tanto éstas no incrementen el patrimonio en la misma proporción. O sea —siempre en el supuesto de mayor valor real que nominal—, si la diferencia no es cubierta con una prima de emisión.

c) Las expectativas de ganancia futura, o sea de rentabilidad de las acciones preexistentes, pueden verse seriamente disminuidas porque la ganancia habrá de repartirse entre mayor número de acciones. Ello toda vez que será muy difícil que los nuevos medios incorporados a la sociedad lleguen a producir de inmediato una rentabilidad similar como para no afectar la proporcionalidad capital-rendimiento preexistente.

d) Existe, pues, una pérdida patrimonial y una pérdida en la expectativa de ganancias, reflejadas en el valor de la acción, en la cuota de liquidación y en los dividendos futuros.

e) Además de ello, la entidad proporcional de los derechos parapolíticos o administrativos de cada acción preexistente disminuye en función directa de la envergadura del aumento de capital y de las nuevas acciones emitidas.

Sin duda, algunos de estos efectos se producen también aunque el valor nominal y el valor real de la acción coincidan, pero no es este el tema que deseo tratar aquí, por lo que lo dejaré de lado en esta formulación.

Para evitar que se produzcan estos efectos, o, por lo menos, algunos de ellos y aunque sea imperfectamente, existen tres posibles remedios:

1. Proceder, antes de que se resuelva el aumento de capital, a convertir las reservas, utilidades pendientes de distribución y otros plusvalores —vgr. revaluos contables— en capital, distribuyendo a los viejos accionistas nuevas acciones totalmente integradas, de modo tal que todas las acciones adquieran un valor real lo más aproximado posible al nominal. De este modo, el posterior aumento de capital con emisión de acciones al valor nominal resultará equilibrado con las acciones anteriores, por lo menos en su faz puramente patrimonial. Es útil recordar que, para este procedimiento, nuestra Ley 19.550 establece en su Art. 189 que "debe respetarse la proporción de cada accionista en la capitalización de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance, en el pago de dividendos con acciones y en procedimientos similares por los que deban entregarse acciones integradas".

2. Fijar para la emisión de las acciones correspondientes al aumento de capital una prima de emisión que equipare el valor real de las acciones preexistentes con el de las nuevas.

3. Otorgar el derecho de suscripción preferente de las nuevas acciones a los tenedores de las acciones preexistentes. Este derecho es el que permite en mayor y mejor medida mantener a los accionistas su situación relativa anterior, tanto en sus aspectos patrimoniales cuanto parapolíticos, lo que no se logra con ninguno de los sistemas anteriores. Frente a esta indudable ventaja, sin embargo, tiene el inconveniente de exigir al accionista un nuevo desembolso, que muchas veces no estará en condiciones o en disposición de realizar. Y si bien es cierto que el derecho a la suscripción preferente es enajenable con independencia del título mismo, por un valor que se aproximará a la diferencia entre el valor real y el valor nominal, lo es también que existe el mercado para una tal enajenación solamente en número limitado de casos. Además, esta enajenación no permite

salvar al accionista su proporcionalidad en los derechos parapolíticos. Todo ello hace que en determinados supuestos, y especialmente si la acción no tiene cotización bursátil, este derecho debe ser acompañado por alguna de las otras medidas, en especial la emisión con prima. Y también que deba ponderarse con sumo cuidado, que la decisión de aumento de capital sea adoptada respondiendo a un genuino interés social, entendido en la forma de aplicarlo que presenta, en nuestro derecho, el Art. 70 de la Ley, cuando exige para un caso substancialmente idéntico —la formación de reservas facultativas— criterios de razonabilidad y de prudente administración.

Y bien: este derecho de suscripción preferente que, pese a lo expuesto, es, con todo, el mecanismo más adecuado y perfecto para resguardar la integridad de la participación del socio —aunque deba, en ocasiones, ser complementado con otros—, está establecido con carácter imperativo o inderogable en el Art. 194 de la Ley.

Pero solamente le es otorgado a las acciones ordinarias, dejando librado al estatuto su concesión a las preferidas.

La distinción no tiene razón de ser.

Los efectos enumerados al principio se producen con relación a las acciones preferidas casi en la misma forma que respecto de las ordinarias. Es cierto que si las acciones preferidas están privadas del derecho de voto, el perjuicio relacionado con los derechos parapolíticos se verá disminuido, aunque nunca totalmente eliminado, ya que para algunos supuestos la Ley se los garantiza. Es cierto, también, que en punto a la obtención de dividendos anuales, si la preferencia se limita a un porcentaje a cobrar antes que las ordinarias, se verá escasamente afectado, a menos que el aumento de capital se realice mediante una emisión de nuevas acciones preferidas, ya que en tal supuesto puede quedar disminuida la posibilidad real de alcanzar ese dividendo preferente. Pero, en todo caso, el valor patrimonial actual, lo mismo que el valor patrimonial de la cuota de liquidación, quedan tan diluidos para el titular de la acción ordinaria como para el titular de la acción preferida.

Ello hace que desde el punto de vista de la esencia y fundamento del derecho de suscripción preferente, no exista justificación para distinguir entre ambos tipos de acciones.

A más de ello, a poco que se analice nuestro sistema legal, se encontrarán en él notables incongruencias.

1. El ya citado artículo 189 de la Ley establece la obligatoria proporcionalidad que debe respetarse cuando se capitalicen reservas u otros fondos, o se paguen dividendos en acciones. O sea que, sin ninguna duda, las acciones preferidas participan en este tipo de capitalizaciones. Así lo tiene establecido, por lo demás, la Comisión Nacional de Valores y lo ratificó la jurisprudencia. Ya se ha visto que este es uno más de los mecanismos que sirven para la protección de la participación del accionista, evitando que la misma se diluya. ¿Qué razón puede haber para proteger la acción preferida cuando el aumento es sin nuevas aportaciones, y dejarla desprotegida cuando el aumento implica un desembolso? Ninguna. Si se reconoce el fundamento de la protección en un caso, el fundamento sigue tanto o más válido en el otro, en que, además, el accionista estará dispuesto a efectuar un desembolso adicional.

2. El propio Art. 194 establece que el derecho de suscripción preferente se otorga, en principio, para suscribir dentro de la misma clase, lo cual presupone que entre las distintas clases de acciones sea mantenida la proporcionalidad inicial al producirse el aumento de capital. Para alterar esa proporcionalidad se requiere el consentimiento de las clases de acciones, expresada en asamblea especial conforme al Art. 250. En tal caso, todos los titulares del derecho se considerarán integrantes de una sola clase para el ejercicio del derecho de preferencia. Se pueden dar, entonces, dos supuestos.

2.1. Que se mantenga la proporcionalidad entre las distintas clases, en cuyo caso, si existen acciones preferidas, las nuevas acciones preferidas que se emitan estarán sujetas al derecho de preferencia de los titulares de acciones ordinarias, los que, de este modo, se apropiarán indebidamente de la diferencia entre el valor de la acción preferida antes del aumento y su valor después del

mismo. Ello resulta injustificado, y claramente excede de lo que debe de haber sido la intención del legislador.

2.2. Que no se mantenga la proporcionalidad y no se emitan acciones preferidas, para lo cual debe mediar el acuerdo de los accionistas de la clase preferida. Y ello implica trasladar la defensa del derecho a la participación de cada accionista —derecho personal e inalienable de cada uno de ellos— de su esfera individual a la de la asamblea de clase, lo cual excede del marco de sus atribuciones, conforme lo tiene señalado autorizada doctrina (véase Alegría, Héctor, *Asambleas Especiales*, en "Derecho Empresario", T.V., 1978, pág. 385).

Estas incongruencias no tienen solución en la Ley. Sin embargo, frente a un caso concreto de manifiesto despojo del valor patrimonial de las acciones preferidas por ser privadas del derecho de preferencia, puede llegarse a una solución correctiva a través de los principios que emanan de la disposición del Art. 13, inc. 5° de aquélla, al condenar aquellas cláusulas "que permitan la determinación de un precio para la adquisición de la parte de un socio por otro, que se aparte notablemente de su valor real al tiempo de hacerla efectiva"; norma ésta tanto más aplicable, cuanto que se trata de resolver una situación en que se priva al socio de una fracción de su participación sin contraprestación alguna.

En conclusión:

1. Las razones que determinan el otorgamiento del derecho a suscribir preferentemente las nuevas emisiones de acciones, son idénticas para los titulares de acciones ordinarias que para los de acciones preferidas.

2. Es injustificado, por ende, que quede librado al estatuto el otorgamiento de este derecho a las acciones preferidas.

3. De "lege ferenda", deberá reconocerse con carácter imperativo el derecho de suscripción preferente a los titulares de acciones preferidas.

4. La legislación vigente sobre el punto resulta incongruente al crear diferencias injustificadas en situaciones substancialmente iguales.

5. Frente a ciertos casos concretos de manifiesta desigualdad o despojo del derecho a la participación social, puede encontrarse un correctivo a través de la aplicación del Art. 13, inc. 5° de la Ley 19.550.