

## CONCEPTO ADECUADO DE PRIMA DE EMISIÓN A LOS EFECTOS DE PROTEGER LOS DERECHOS PATRIMONIALES DE LAS MINORÍAS FRENTE A LOS AUMENTOS DE CAPITAL

MIGUEL M. SILVEYRA

### **PONENCIA**

A fin de evitar que el aumento de capital sea utilizado por las mayorías como un medio para perjudicar a las minorías a través del licuamiento de su participación, es necesario establecer como parámetro para la fijación del valor de emisión de las acciones, el valor real de las mismas.

Por valor real de la acción debe entenderse aquel que estaría dispuesto a pagar un inversor en condiciones normales:

- 1) En el caso de S.A. abiertas éste será el precio de cotización en el mercado.
- 2) En el supuesto de S.A. cerradas, ya que por sus características no se puede tomar como parámetro lo que los inversores pagan en el mercado, habrá que considerar los aspectos que aquellos tienen en cuenta al realizar sus inversiones: el patrimonio social, las explotaciones que realiza la sociedad, su riesgo y su perspectiva de rentabilidad.

### **FUNDAMENTOS**

#### **1. *Por qué se puede perjudicar a los accionistas mediante una emisión con prima insuficiente***

Para responder a éste interrogante es necesario, en primer término, repasar brevemente los derechos que trae aparejados la acción, toda vez que de ella emanan los derechos del accionista que eventualmente podrían verse perjudicados por el aumento de capital:

La acción se caracteriza principalmente por ser una fracción ideal del capital y el fundamento de la condición de socio.

Se puede afirmar que esta fracción (acción), es la medida de la responsabilidad y del interés de su titular en la sociedad: Implica obligaciones y confiere una serie de derechos, tanto patrimoniales como políticos:

1) *Dentro del primer grupo de derechos que implica la titularidad de la acción, es decir los patrimoniales, encontramos*

1.1) *Derecho a participar de los beneficios que resultan de la actividad social, que puede efectivizarse de dos formas.*

a) Derecho a los dividendos.

b) Derecho al mayor valor de la participación. (es decir del mayor valor de la acción como parte alícuota del patrimonio social (en sentido dinámico) por el incremento de este).

1.2) *Derecho al remanente en caso de la liquidación:* Este vendría a ser, en principio, un derecho subsidiario: Los accionistas, al realizar los apórtes, lo hacen teniendo en cuenta la actividad a desarrollar, es decir, la producción de bienes o servicios, cifrando sus expectativas en los beneficios que puedan resultar de aquella y en la participación que de ellos les pueda corresponder. Si por alguna razón ya no puede cumplirse esta actividad, entonces los accionistas tienen derecho a la parte alícuota del remanente del patrimonio social.

2) *Dentro del grupo de derechos no patrimoniales podemos citar:*

2.1) En primer lugar, el *derecho al voto*: Es decir, a participar del gobierno de la sociedad interviniendo en las asambleas y votando para conformar la "voluntad social"; para lo cual será necesario también que el socio cuente con la debida información.

2.2) También nos encontramos con *una serie de derechos que no corresponden específicamente a cada acción, pero sí al titular de una pluralidad de acciones o paquete accionario, tales como:* el derecho a requerir la convocatoria de asamblea si se cuenta con el 5 % (art. 236, ley 19.550); el derecho, si se cuenta con el 10 %, de solicitar la fiscalización estatal respecto de determinados hechos (art. 301); el hecho de reunir una determinada cantidad de votos le puede otorgar la posibilidad de elección de miembros del directorio, con el 2 % puede obligar al síndico a investigar las denuncias que formule, etcétera.

Habiendo hecho una breve revisión de los derechos que confiere la acción a su titular, corresponde, como segundo paso de la indagación, determinar cuales de estos derechos podrían verse vulnerados por una posible emisión de acciones y en qué medida.

Con meridiana claridad, el Dr. Anaya al fundar su voto en autos: "Augur S.A. s/quiebra c/ Sumampa"<sup>1</sup>, distinguía los intereses que el aumento de capital pone en juego:

<sup>1</sup> C.N.Com., Sala C, diciembre 28-1984, ED, t. 114, p. 373.

1. *La conservación de la proporcionalidad de las participaciones:* Esto resulta evidente, ya que si no se suscribe la parte proporcional de la nueva emisión correspondiente a la antigua participación en el capital social antes de ser aumentado, realizado el aumento, la participación será menor.
2. *El interés en el mantenimiento de la consistencia patrimonial de la participación, es decir, el derecho a que se mantenga el valor de las acciones:* Si el aumento del capital se traduce en un agudamiento del capital, esto es, del porcentual de participación de la cifra del valor nominal de la acción en la cifra capital, su correlato desde el punto de vista de los derechos patrimoniales del accionista sería el siguiente:
  - Se produciría una disminución de la participación que tiene en el patrimonio social (entendido como patrimonio neto).
  - Se produciría una disminución de su participación en los beneficios futuros. De más esta decir que ello ocasionaría una disminución en el valor de la acción.

## 2. *Instrumentos que brinda el ordenamiento jurídico a efectos de tutelar los intereses de los accionistas frente a los aumentos de capital*

En primer lugar me referiré a las limitaciones a que deben sujetarse las decisiones asamblearias en general, luego analizaré aquellas disposiciones que tienden a proteger estos intereses en particular.

### 2.1. **Limitaciones generales**

Las decisiones asamblearias en general deben:

1) *Respetar el orden público:* Es decir “aquellas disposiciones que tutelan la organización del Estado o la moral y las buenas costumbres”.<sup>2</sup>, si lo transgredieren, se deberá aplicar el art. 1047 del Cód. Civil.

2) *Dentro del plano estrictamente societario encontramos:*

2.1) *Limitaciones formales:* Es decir, el conjunto de recaudos en cuanto a quorum, mayorías, etcétera, cuyo cumplimiento exige la ley a fin de que las decisiones adoptadas sean válidas.

2.2) *Limitaciones sustanciales:* Las decisiones asamblearias deberán respetar dos principios tuitivos básicos que orientan toda la normativa societaria:

- a) Las decisiones asamblearias deben ordenarse a obtener el “interés social”.
- b) Deben respetar los derechos y obligaciones de los socios, de acuerdo a lo pactado en el estatuto y a lo establecido por la ley.

<sup>2</sup> MATA y TREJO, Guillermo E.: “Normatividad societaria, orden público e impugnación de decisiones asamblearias”, postura presentada en el V Congreso de Derecho Societario.

3) La necesidad de que las decisiones asamblearias resulten de votos que efectivamente se hayan orientado al logro del interés social surge con claridad de lo preceptuado por el art. 248 L.S.; el problema se presenta cuando hay que determinar cuál es el interés social. Considero que el interés social (en sentido restringido), es la obtención de la máxima utilidad en la actividad social.

Esta noción restringida del interés social no se puede independizar del interés de los socios, el interés de ellos en la sociedad es obtener el mayor rendimiento por su aporte; indudablemente entonces, todos deberían tener interés en que aquella obtenga la máxima utilidad para lograr, a través de ella, este mayor beneficio. Por ello es posible sostener también que el interés social es "el interés común de los socios".

No caben dudas, y así lo entiende la ley 19.550 en su art. 1º, que los socios, al realizar los aportes, lo hacen teniendo en cuenta que, al mismo tiempo que arriesgan dichos importes, medida de su responsabilidad, adquieren el derecho a participar de los beneficios de la actividad que desarrollará la sociedad. Son conscientes de que transfieren esa parte de su patrimonio al ente social, que contará con una gestión propia, administrando los recursos en orden a la satisfacción del interés social.

La sociedad se encuentra conformada por hombres y su objeto es la realización de actividades humanas, por ello el interés social muchas veces pareciera poder obtenerse de diversas maneras; para lograr actuar en cada caso concreto esta diversidad se soluciona por medio del principio de la mayoría, "que parte del presupuesto que frente a una decisión que hace al interés común, se supone que la opinión más numerosa es la que razonablemente lleva a la solución más acertada o conveniente"<sup>3</sup>, y por el cual los socios se comprometen a respetar el pronunciamiento mayoritario de acuerdo a lo previsto en la ley y los estatutos.

Resulta claro, entonces, que los accionistas que participan en la asamblea podrán orientar su voto a una variada gama de opciones, pero éstas tienen un límite, *el interés social*; si la decisión, aunque se hubieren cumplido todos los requisitos formales, *se aparta del mismo*, podrá ser impugnada por los socios, ya que ellos han comprometido sus aportes en aras a la obtención de dicho fin.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> FORESTIER, Juan Carlos: "Nulidad de la resolución asamblearia que decide el aumento de capital con fundamento en el abuso de derecho de la mayoría", *LL*, t. 1985-D, Sec. Doctrina, p. 974.

<sup>4</sup> El juez deberá analizar estas impugnaciones con mucha cautela, ya que la procedencia de la acción se debe juzgar restrictivamente, atendiendo al fin con que fue emitido el voto, evitando valorar la oportunidad o conveniencia económica de la decisión (tarea propia de la asamblea) e interviniendo en los supuestos en que, bajo la apariencia de decisiones societarias, se toman medidas que favorecen a un grupo de accionistas perjudicando a la sociedad o a otro grupo de socios; de otra manera se desvirtuaría el principio de la mayoría y se tornaría ingobernable la sociedad. En este sentido hay que comprender que el principio mayoritario es un *instrumento* que el ordenamiento jurídico brinda a los socios para que puedan actuar en el caso concreto, pero no una garantía de que se tomen las decisiones más acertadas, pensar esto sería una completa utopía que desconocería la

Las decisiones violatorias del interés social tomado en este sentido presentan las siguientes características:

- a) El perjuicio a los socios se produce en forma indirecta, es decir por las menores ganancias (o en su caso mayores pérdidas) de la sociedad, que traen como consecuencia menores utilidades distribuibles y, eventualmente, menor remanente a distribuir en caso de liquidación.
  - b) El eventual beneficio que puedan recibir los socios que han votado en conflicto, también lo reciben en forma indirecta, es decir, como resultado del incremento de sus ganancias en otros negocios concurrentes.
- 4) Complementando el marco impuesto por el interés social, las decisiones asamblearias deberán respetar los derechos y obligaciones de los socios de acuerdo a lo pactado en el estatuto y a lo establecido por la ley. El legislador ha puesto mucho énfasis en el respeto de las proporciones de los accionistas, ello se desprende de las numerosas previsiones en este sentido: arts. 11, 13, 109, 110, 189, 194, 195, 202, 223, 232, 250 L.S.

Considero que la inquietud es válida: Tomando como ejemplo una decisión de financiamiento por emisión, tema de este trabajo, es posible que ésta resulte provechosa para la sociedad, pero dicho beneficio no puede obtenerse en base a un mayor sacrificio de los antiguos accionistas que no suscriben las nuevas emisiones en relación a quienes las suscriben, los socios deben participar de los beneficios y soportar las pérdidas de acuerdo a lo establecido en el estatuto y la ley, y si una resolución asamblearia violara este principio sería impugnabile.<sup>5</sup>

Este tipo de decisiones presentan las siguientes características:

- a) El perjuicio a los socios que implica su adopción se produce en forma directa, ya que afectan la participación que ellos tienen en la sociedad.
- b) El eventual beneficio de los socios que votan en conflicto se produce en forma directa, hay un traslado inmediato de la parte de participación que pierden los socios afectados hacia los suscriptores de la nueva emisión.

*Estas limitaciones generales son directrices, por ello en muchos casos resulta muy difícil discernir en el caso concreto si existen desvíos o no; por otra parte, como ya lo he dicho, el juez debe ser muy cauteloso al analizar las impugnaciones y ante la duda deberá estarse por la validez del acto; es por ello que la ley prevé limitaciones específicas en lo que hace a la emisión de acciones.*

## 2.2. Limitaciones específicas a las decisiones de aumento de capital

1) *Derecho de suscripción preferente*: El art. 194 de la Ley de Sociedades establece que "las acciones ordinarias, sean de voto simple o plural, otorgan a su titular el realidad contingente sobre la que versan las decisiones.

<sup>5</sup> Analizaré este tipo de impugnación al referirme a la impugnabilidad de la decisión de emitir acciones con prima insuficiente.

derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones de la misma clase en proporción a las que posea...”, norma que, por su carácter imperativo resulta inderogable, con la sola excepción de lo dispuesto por el art. 197 del ordenamiento mencionado.

1.1) *El derecho de preferencia como protección de los derechos políticos*: Toda vez que quien desee mantener su peso político en la sociedad puede ejercer el derecho de preferencia por la parte correspondiente a ese porcentual, considero que la proporcionalidad en las participaciones queda suficientemente protegida.

1.2) *¿Queda resguardada por medio del derecho de suscripción preferente la consistencia patrimonial de las acciones?*:

En contra de lo sostenido por un prestigioso autor<sup>6</sup> anticipo mi respuesta en sentido negativo; sin embargo creo que conviene hacer una distinción entre las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones y aquellas que no lo hacen:

- En el primer supuesto queda resguardado el patrimonio (no la consistencia patrimonial de su participación) del antiguo accionista, ya que éste tiene la posibilidad de negociar el derecho de preferencia en el mercado y, de esa manera, obtener una compensación por su menor participación en la sociedad.
- En el supuesto de las S.A. cerradas, ni siquiera esto acontece, ya que los antiguos accionistas no tienen mercado en el cual negociar su derecho de preferencia.

A pesar de lo expuesto en cuanto a las S.A. abiertas, considero que *hay que afirmar la diferencia conceptual entre prima de emisión y derecho de preferencia, que ambos institutos son indispensables, y que, no solo no se excluyen entre sí, sino que, por el contrario, se complementan*. La razón es la siguiente:

- La función del derecho de preferencia es la protección de los derechos políticos de los accionistas, cuando opera como protección de los derechos patrimoniales, lo hace disfuncionalmente. En efecto, el fin de la sociedad al realizar una emisión de acciones es (o debería ser), arrimar capitales a la explotación social; *si la emisión se realiza sin prima, por cada acción se recibirá el valor nominal (que en muchos casos es ínfimo si se compara con el valor real), el resto corresponde al accionista titular de la opción, con lo cual se produce mas una transferencia, de un porcentual de la tenencia accionaria de los antiguos socios hacia los adquirentes de la nueva emisión, que un auténtico aumento de capital (entendido en sentido económico)*.

La disfuncionalidad a que he hecho referencia es la que me lleva a afirmar que *el derecho de preferencia no supe a la prima de emisión, no sólo porque no protege la consistencia patrimonial de aquélla, sino también porque la acción tiene una función*

<sup>6</sup> RICHARD, Efraín Hugo: “Este derecho reemplaza en su objetivo con mucho mayor eficacia a las emisiones con prima, en las que se intenta que el nuevo adquirente pague el mayor valor del patrimonio social en relación al capital nominal”. Derechos patrimoniales de los accionistas en las sociedades anónimas LERNER, Córdoba, 1970, p. 174.

económica fundamental cual es la de canalizar los fondos del mercado íntegramente hacia la sociedad; de otro modo se dificultaría, o hasta resultaría imposible, la financiación por emisión, ya que para obtener el dinero requerido se debería solicitar al mercado una cantidad de pesos mucho mayor.

*Concluyendo:* Es evidente que la emisión de acciones y el derecho de preferencia ejercido como resguardo del patrimonio de los accionistas no caminan juntos.

Desde el punto de vista patrimonial, la negociación del derecho de preferencia, será útil, únicamente, para compensar y como resguardo del accionista por las pequeñas diferencias que se pueden producir entre el precio de emisión fijado y el precio de mercado por el cual finalmente se negocian.

2) *El art. 202 de la Ley de Sociedades:* La Ley de Sociedades en el art. 202 establece la "posibilidad" de emitir las acciones con prima, sin hacer mención a parámetro alguno. Considero que esta norma, tomada aisladamente, es insuficiente por la siguiente razón:

La situación de la sociedad al momento de la nueva emisión es resultado de la actividad social desde que los antiguos accionistas realizaron sus aportes; durante dicho lapso, los mencionados accionistas, han arriesgado los mismos y, por tanto, se han hecho merecedores de los beneficios obtenidos. Estas ganancias, como ya he señalado anteriormente, se obtienen de dos formas:

- a) Como dividendos.
- b) Como ganancias de capital.

Los dividendos no presentan mayores problemas ya que, o bien han sido distribuidos, o, habiendo sido aprobados y no distribuidos son una acreencia de los socios y, por tanto, no pueden ser licuados. Lo contrario acontece con las "ganancias de capital", ya que, el mayor valor de las acciones se ha obtenido como consecuencia del incremento del patrimonio social y de las mayores expectativas de beneficios futuros: *resulta evidente que este valor puede ser licuado al disminuir la fracción porcentual del capital social que representa la acción y, consecuentemente, de sus derechos en la sociedad, si, como contrapartida, no se produce un aumento en el valor de la sociedad que compense esa disminución; aumento que solo se va a lograr si el valor de emisión respeta los valores reales de mercado.*

Lo antedicho no significa que toda emisión necesariamente deba hacerse con prima. La norma no yerra al no exigir imperativamente la emisión con prima, ya que la exigibilidad de la misma debiera depender exclusivamente de las circunstancias de cada caso (véase por ejemplo: en una sociedad titular de una empresa que ha venido registrando continuamente pérdidas, menoscabando notablemente su patrimonio, es posible que el precio de sus acciones no supere el valor nominal, y, por tanto, si pretende obtener fondos por medio de emisión, la única forma en que lo logrará será haciendo una emisión a la par o incluso por debajo); lo que ocurre es que *la tutela de la ley se ejercerá adecuadamente, no exigiendo imperativamente la emisión con prima, ya que incluso dicha prima puede resultar completamente insuficiente, sino estable-*

*ciendo la exigencia de que exista relación entre el valor de emisión y el valor real de la acción; exigencia que no surge del art. 202 de la Ley de Sociedades si se considera aisladamente.*

### **3. Exigibilidad de la prima de emisión en el marco de la totalidad del ordenamiento societario**

He sostenido que una emisión sin prima o con una prima insuficiente puede dañar seriamente la consistencia patrimonial de la participación de los antiguos accionistas que no suscriben la nueva emisión y que, si nos sujetamos estrictamente a lo establecido en el art. 202 de la Ley de Sociedades, aquellos no se encontrarían protegidos. Me referí también a lo inadecuado e insuficiente que resulta la utilización del derecho de preferencia como medio de resguardo para los derechos patrimoniales del accionista. Queda entonces por determinar si, recurriendo a las limitaciones generales que mencioné en el punto II, es posible exigir que la emisión se haga respetando el valor real de las acciones.

#### **3.1. Por violar el interés social**

Ya me he referido, al analizar las limitaciones generales a las decisiones asamblearias, a la necesidad de que éstas se orienten a la obtención del interés social. Ahora bien, la objeción de una decisión de aumento de capital por ser contraria al interés social, como también lo señalé en la nota, debe ser analizada restrictivamente por el juez ya que, de otro modo, podría violar la zona de reserva de las decisiones sociales y permitir que quienes se han sujetado al orden jurídico societario al ingresar como socios burlen un principio esencial del mismo como lo es el principio de la mayoría.

Por las razones expuestas considero que todo reclamo realizado en base a la violación del interés social, debe ser analizado en forma restrictiva, atendiendo al fin en que fue emitido el voto, evitando valorar la oportunidad o conveniencia económica de la decisión (tarea propia de la asamblea) e interviniendo en los supuestos en que, bajo la apariencia de decisiones societarias, se tomen medidas que favorecen a un grupo de accionistas perjudicando a la sociedad o a otro grupo de socios. El control efectuado de este modo, aparentemente es de mérito pero en realidad es de legalidad "ya que el examen de la conveniencia no representa más que el medio para descubrir el fin del acto, el cual, al contrastar con el fin querido por la ley, no vicia la conveniencia sino la legitimidad...".<sup>7</sup>

<sup>7</sup> GREGORINI CLUSELLAS, Eduardo L.: *La protección de las minorías en las sociedades anónimas*, Abeledo-Perrot, 1959, Bs. Aires, p. 31.



### 3.2. Por violar derechos y obligaciones esenciales de los socios

Lo expuesto anteriormente con respecto a la impugnación de decisiones asamblearias de aumento de capital por violación del interés social no es trasladable a aquellas decisiones que violan un derecho esencial de los socios, como lo es el de participar en las ganancias y soportar las pérdidas de acuerdo a lo establecido en la ley y en los estatutos. En efecto, en este caso no se estaría en realidad cuestionando la decisión "política" (si conviene o no aumentar el capital social) sino la forma en que ésta se llevaría a cabo por ser violatoria de un derecho de los socios.

Pues bien, evidentemente, el riesgo de ver licuada su participación no es un riesgo que el socio haya asumido al momento de incorporarse a la sociedad por ser propio de la actividad objeto de la misma y, menos aún, que derive del hecho de haberse sujetado al principio de la mayoría, por cuanto este principio cumple la finalidad solucionar las divergencias que puedan existir entre los socios sobre cual es la decisión mas conveniente para la sociedad en un caso concreto y no la de permitir que las mayorías abusen de las minorías.

Lo dicho anteriormente me impulsa a afirmar que, si una decisión asamblearia fijara un precio de emisión que significara la licuación de las participaciones de los socios que no suscriben las nuevas emisiones y, por tanto, una transferencia compulsiva y gratuita (violatoria del derecho de propiedad) de parte de sus derechos a los nuevos suscriptores, dicha decisión sería impugnabile y el juez contaría, en este caso, con un amplio margen de revisión porque lo que habría que indagar no sería "la oportunidad o conveniencia de la decisión" sino la eventual violación de los derechos de los socios por la forma en que ésta se pretende llevar a cabo.

## 4. Como se determina la prima

Considero haber demostrado por que razón al fijarse el valor de emisión debe respetarse el valor real de las antiguas acciones, debo encarar entonces la segunda parte de mis postulados: ¿cual es el valor real de las acciones?

### 4.1. El valor de mercado, las perspectivas de rentabilidad de la empresa y el patrimonio social como parámetros para tener en cuenta al momento de fijar la prima de emisión

El modo de determinar la prima de emisión provoca disidencias en la doctrina: Se coincide, a grandes rasgos, en que la prima cumple la función de resguardar los derechos patrimoniales de los antiguos accionistas, pero, cuando se pretende dar el siguiente paso, es decir, determinar cual debe ser el valor de la prima para que no se cause perjuicio a estos accionistas, encontramos que las opiniones se bifurcan:

Así, por ejemplo, hay quienes consideran que la prima constituye "...la contrapartida del derecho que adquieren los nuevos suscriptores sobre las reservas formadas con anterioridad. O sea que sería el precio compensatorio para los viejos accionistas

por la expropiación de reservas que implica la nueva emisión;<sup>8</sup> o que la prima se paga "...como valor de la parte de las reservas que la sociedad tiene al momento de emitir".<sup>9</sup>

Otro sector de la doctrina toma una posición más flexible y más acorde con la realidad económica: deberán tenerse en cuenta al fijar el importe del sobreprecio, el valor de cotización bursátil de las antiguas acciones, el valor del patrimonio neto y las perspectivas de la explotación social<sup>10</sup>; este es, a la vez, el criterio adoptado por la Ley de Sociedades Anónimas del Brasil de 1976 al disponer, en su art. 170, que el precio de la emisión ha de ser fijado teniendo en vista la cotización de las acciones en el mercado, el valor del patrimonio líquido y las perspectivas de rentabilidad de la compañía.

Considero que, quienes sustentan la primera postura reseñada, se encuentran en el camino equivocado: sostienen una posición rígida, ligando la prima a las reservas acumuladas o al patrimonio neto o contable, de modo tal que contemplan a la sociedad como algo estático, entendiendo que el valor de la acción es lo que la sociedad "tiene" en un momento dado.

A los efectos de determinar el valor de las acciones, en cuanto parte alícuota del patrimonio social, no debe contemplarse el mismo en forma estática, sino como un todo organizado, que se encuentra en actividad y que produce beneficios, tanto es así, que los analistas financieros calculan el valor de las acciones justamente en base a los beneficios esperados; *no importa el patrimonio en sí, sino por los beneficios que produce.*

No hace falta aclarar que la postura que adopto coincide con el criterio del art. 170 de la Ley de Sociedades Anónimas del Brasil, sin embargo, me gustaría realizar algunas aclaraciones:

Desde mi punto de vista los tres parámetros que el artículo mencionado establece que se deberán tener en cuenta, no se integran, sino que se complementan a fin de abarcar todas las situaciones. Me explico:

En el caso de las S.A. que cotizan en el mercado bursátil, basta la referencia del valor de cotización de las acciones, desde que dicho valor, como intentaré explicarlo en el punto siguiente, contempla las perspectivas de rentabilidad de la empresa.

Los dos parámetros restantes (el valor del patrimonio neto y las perspectivas de rentabilidad) están dirigidos a las S.A. que no cotizan en Bolsa. Son justamente los parámetros indicativos del valor de la sociedad, en especial su perspectiva de rentabilidad.

Cotizando las acciones en el mercado, el grupo mayoritario no podrá determinar arbitrariamente el precio de las acciones, porque tiene el límite del mercado; pero en el caso de las sociedades anónimas cerradas, esto puede acontecer, y por ello el legis-

<sup>8</sup> RICHARD: *Derechos patrimoniales de los accionistas en las sociedades anónimas*, Lerner, 1970, p. 204.

<sup>9</sup> ALEGRÍA, H.: *Sociedades Anónimas*, Depalma, 1971, p. 46.

<sup>10</sup> DULOU, Atilio C. (h): "Prima de emisión y derecho de suscripción preferente", *ED*, t. 128, p. 825.

lador establece las pautas que han de tenerse en cuenta para evitar que se perjudique a los antiguos accionistas.

Quiero concluir este punto señalando que siempre nos encontramos frente a *parámetros*, es decir, que no se puede pretender una aplicación tan estricta de ellos que perjudique a la sociedad: Si ésta considera conveniente, por ejemplo, emitir acciones un poco por debajo del precio del mercado para asegurarse una rápida colocación y así reducir los costos de la misma y contar rápidamente con el dinero necesario, ello es una decisión totalmente válida, porque, en definitiva, sus directivos consideran que ello va a ser favorable para la sociedad en razón de que permitirá realizar oportunamente las inversiones que acrecentarán la rentabilidad de la empresa y en definitiva terminarán por valorizar más las acciones.

#### 4.2. ¿Cómo calculan los analistas financieros el valor de las acciones? <sup>11</sup>

*Nota:* Mi intención en el presente punto es acercarme más a la realidad que la ley pretende regular, analizando el tema, en aquellos aspectos que escapan a lo puramente jurídico, desde su perspectiva propia.

Considero que, como resultado de este análisis, quedará demostrado cuan erróneas son las posturas que ligan ferreamente la prima de emisión a las reservas o al patrimonio neto y que ellas son resultado, mas de una tesis de gabinete, que de una observación de la realidad concreta.

Quiero aclarar, a fin de evitar confusiones, que las reglas que intentaré explicar, como toda norma general, no se pueden aplicar sin más; al igual que el juez, que muchas veces para arribar a la solución justa en el caso concreto debe apartarse de la ley general haciendo aplicación de la equidad, los analistas financieros aplican la regla, pero siempre adecuándola a las circunstancias particulares de cada caso. Hecha la salvedad, paso a explicar uno de los métodos más reconocidos de valuación de acciones:

Toda persona que invierte su dinero en el mercado de capitales lo hace teniendo en cuenta la posible rentabilidad de las acciones que comprará, e invierte en aquellas que en iguales condiciones ofrezcan mayor rentabilidad.

Ahora bien, es claro que no exigirá la misma rentabilidad de todas las acciones, puesto que algunas son más seguras que otras; cuanto más riesgosa sea una acción, mayor será la "prima de riesgo" <sup>12</sup> que requerirá a los efectos de invertir en ella.

La medición del riesgo escapa del marco limitado de este trabajo y si se menciona es solo a los efectos de señalar someramente que la tasa de interés utilizada para

<sup>11</sup> El material para el desarrollo de este capítulo fue extraído de la obra de RICHARD BREALEY y STEWARD MYERS: *Principios de finanzas corporativas*, Cap. 4 "Valor actual de acciones y obligaciones", pp. 51 y ss., Mc Graw Hill, segunda edición.

<sup>12</sup> Se podría definir a la "prima de riesgo" como: "la rentabilidad adicional por sobre el tipo de interés que pagan los títulos del tesoro exigida por los inversores para comprar una acción."

descontar los flujos de tesorería no es arbitraria. Valga de todas formas la mención de que en dicha medición se tiene en cuenta, entre otras cosas, la evolución histórica del precio de la acción y su comportamiento con respecto a las subas y bajas del mercado ( $\beta$ ).

Supongamos entonces que somos inversores y que sabemos cuál es la rentabilidad esperada ofrecida por otras acciones similares del mercado, la llamaremos  $r$ . A fin de explicar el razonamiento, tendré que partir de la hipótesis de que nos han dado también las previsiones de precio y dividendo para el año venidero. ¿Cuál sería hoy el precio máximo que deberíamos pagar por la acción?<sup>13</sup>

$Po = Po = (DIV1 + P1)/(1+r)$ , donde:  $P1$  es el precio de la acción el próximo año;  $DIV1$  el dividendo que pagará el año próximo;  $r$  la tasa de descuento.

Supongamos ahora que nos han facilitado las previsiones del segundo año, el precio actual de la acción sería:

$Po = ((DIV1)/(1+r)) + ((DIV2 + P2)/(1+r))$ . Podríamos seguir sustituyendo  $P2$ , y luego  $P3$ , y así sucesivamente: obtenemos así la fórmula:

$Po = DIV1/(1+r) + DIV2/(1+r) + \dots + (DIVH + PH)/(1+r)^H$ ; siendo  $Po$  igual a la suma de los dividendos descontados desde el año 1 hasta el año  $H$ , más el precio de la acción en el período  $H$  descontado a hoy.

Si bien es cierto que en los estatutos se debe establecer el tiempo de vida de la sociedad, también lo es que al vencimiento, si la misma continúa próspera no se disolverá sino que su término será prorrogado. Es por ello que habría que continuar esta secuencia indefinidamente: en la medida en que nos acercamos más al infinito, el VA sigue siendo el mismo, pero no su componente, el valor actual del precio final se va acercando a 0, siendo la diferencia compensada por el aumento del VA de los dividendos. Aplicando esto a la fórmula tenemos que:

$Po = ((DIVt)/(1+r)^t)$  Esto significa que es igual a la suma de los dividendos descontados desde el año 1 hasta el infinito.

Antes de finalizar quiero hacer algunas aclaraciones para salvar ciertas objeciones que se le podrían hacer a la fórmula FTD (flujo de tesorería descontado):

He afirmado a lo largo del trabajo que los accionistas reciben las ganancias de dos formas:

a) como dividendos; b) como incremento del capital. Pues bien, se podría creer que al descontar solo dividendos no estoy teniendo en cuenta el incremento del capital: eso es erróneo ya que la fórmula se dedujo teniendo en cuenta el precio de  $P$  en cada una de sus etapas; intentaré demostrarlo:

<sup>13</sup> He de suponer un mínimo de conocimientos de matemáticas financiera porque de lo contrario el trabajo se haría interminable. La obra que he citado, en sus primeros dos capítulos da las nociones básicas. Como complemento he utilizado el apunte preparado por los profesores Carlos Álvarez de Toledo y Agustín García Mansilla para la cátedra de "Economía de la empresa" dictada en la U.B.A.

- Hemos concluido en que el precio de la acción es la suma de los dividendos descontados: Lo que ocurre es que, cuando no se distribuye un porcentaje de las ganancias para reinvertirlos, esa inversión generará mayores dividendos en el período siguiente aún cuando se mantuviera el mismo porcentaje de retención para nuevas inversiones, y así sucesivamente: Podríamos suponer entonces que los dividendos crecerán en forma constante: nos encontraríamos entonces frente a una renta perpetua creciente. Su fórmula sería:

$P_0 = \text{DIV}_1 / (r - g)$  Donde  $g$  es la tasa de crecimiento, y la fórmula, la división del dividendo anual por la diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de crecimiento.

Creo que ha quedado demostrada la certeza del postulado en el cual me he basado para desarrollar el punto anterior: *La sociedad no vale por lo que tiene (entendido como patrimonio contable), sino por su aptitud para producir beneficios.*

### CONCLUSIONES

- 1) El debido resguardo de los derechos patrimoniales de los accionistas frente al aumento de capital impone la necesidad de que el precio fijado para las nuevas acciones a emitir respete el valor de real de las antiguas acciones.
- 2) El valor real de las acciones se establece por su aptitud para producir beneficios. A tal efecto hay que tomar como referencia el precio de cotización de las acciones en el mercado, o, en su defecto, las perspectivas de rentabilidad de las explotaciones sociales y el valor del patrimonio neto.
- 3) Lo sostenido en el punto anterior muchas veces hace necesaria la fijación de una prima de emisión por la diferencia que media entre el valor nominal de la acción como parte del capital social y el valor real de dicha participación.
- 4) La prima de emisión cumple una doble función, jurídica y económica a la vez, que consiste, por un lado en tutelar los derechos patrimoniales de los accionistas anteriores a la emisión que no desean suscribir nuevas acciones, contribuyendo a mantener el valor de las mismas, y por otro, en facilitar el financiamiento de la sociedad, canalizando la inversión del público exclusivamente hacia ella.