

Prima de emisión

Su procedencia y fundamentos

Análisis jurisprudencial y doctrinario

Eugenio Capriotti

1. Introducción [\[arriba\]](#)

En el mundo de los negocios jurídicos, es harto conocida la máxima que postula la conveniencia de adquirir una “empresa en marcha”[1] o, siendo más técnico en el concepto, el paquete accionario mayoritario de una sociedad que se encuentra desarrollando efectivamente en el presente las actividades que hacen a su objeto social y por las cuales se procura satisfacer el interés social intermedio y último de toda persona jurídica societaria: obtener ganancias a través de su participación en el mercado y distribuir dividendos entre sus socios, respectivamente.

Entre los puntos que resultan atractivos para invertir preferentemente en una “empresa en marcha”, destacan: a) el ahorro que implica no tener que asumir los gastos propios de la estructuración de una empresa bajo una forma societaria, la investigación del mercado en la cual se desarrollará el negocio y el ajuste al mercado que ocurre típicamente durante el inicio de toda operación económica continuada en el tiempo; b) el hecho de poder focalizar exclusivamente en la dinámica de funcionamiento de la sociedad, en vez de debatir y consumir tiempo y recursos en otros elementos que no hacen a la generación inmediata de ingresos como, por ejemplo, lo relativo a la localización estratégica del emprendimiento; c) los antecedentes comerciales: la sociedad en movimiento tiene una trayectoria lograda a lo largo del tiempo, que implica la existencia de una clientela fiel y un posicionamiento jerárquico en el mercado, cuestiones no menores a la hora de, por mencionar alguna facilidad, solicitar créditos o subsidios; d) la evaluación más certera del potencial desempeño en el mercado de los productos y servicios a partir de proyecciones realizadas a corto, mediano y largo plazo, conforme sean las intenciones de los inversores; e) los ingresos se comienzan a facturar desde el inicio de la adquisición y hasta es posible prever el eventual reparto de dividendos al cierre del ejercicio económico; f) finalmente, implica claramente una oportunidad para el inversor de obtener un precio bajo de adquisición del paquete accionario en el supuesto de que exista un deficiente funcionamiento del negocio por razones fácilmente reversibles: mal management, falta de fondos líquidos o descoordinaciones en cuestiones básicas de mercado.

Este postulado no solo se verifica en la realidad económica de los mercados, sino que el propio ordenamiento jurídico argentino ha sabido reconocer expresamente el valor de una empresa en movimiento, particularmente en el marco de la Ley de Concursos y Quiebras[2] y la Ley de Entidades Deportivas[3], destacándose en todas ellas el gran atractivo que implica continuar con la explotación de la empresa, amén de que en estos casos se haga hincapié en su utilidad para asegurar ingresos legítimos en beneficio de los acreedores y trabajadores de las mismas, en un contexto de quiebra o insolvencia financiera. En el caso “Automundo S.A.”, la Sala C de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial expone el fundamento del “cramdown” afirmando que: “aún cuando la empresa no se encontrare actualmente funcionando, tiene una cantidad de elementos intangibles que pueden despertar

interés en el mercado, que será lo que determine la viabilidad o no de aquel instituto”.[4]

Vistos los beneficios que representa una sociedad conocida y en interacción con los agentes del comercio, resulta evidente que el precio de adquisición de sus acciones jamás podría ser indiferente a tal situación.

Esta pequeña síntesis sirve como antesala para presentar la hipótesis en la que se centra el presente trabajo: la emisión con prima de nuevas acciones, en virtud de aumentos de capital, constituye una obligación inexcusable por parte de la persona jurídica societaria en la medida que exista una desigualdad entre el valor nominal de las acciones ya emitidas y el valor real de cada una de ellas, resultante de un “balance especial” confeccionado al efecto. Este último elemento es calificado así por apartarse de las disposiciones contenidas en las normas contables[5] que rigen la confección de los estados contables para poder entonces incorporar el “valor llave” generado por el giro comercial de la sociedad, el cual normalmente no se registra contablemente en el activo.

En las siguientes líneas, se expondrán argumentos tanto a favor como en contra de tal postura, a partir de pronunciamientos de tribunales argentinos y soluciones adoptadas por el derecho comparado, como así también opiniones emitidas por reconocidos autores doctrinarios.

2. Repercusiones de todo aumento de capital [\[arriba\]](#)

Antes de comenzar con el análisis de los distintos fundamentos que puedan girar en torno a la refutación o confirmación de la hipótesis presentada, corresponde primero dejar en evidencia los riesgos inobjetables a los que queda expuesto el accionista cuando la Asamblea, por mayoría de votos, decide aumentar el capital social.

“Los aumentos de capital constituyen para los accionistas operaciones peligrosas, desde que ellas permiten poner a la suscripción de nuevas acciones un valor nominal muy inferior al valor de negociación de las acciones antiguas, pero teniendo la misma vocación a los dividendos y a las reservas, con lo que se quita con largueza un substancial valor de las acciones antiguas”.[6]

Este fenómeno ya era conocido por la Corte de Paris y se denomina coloquialmente como “aguamiento del valor de las acciones”.

Esta dilución del valor de cada acción se produce independientemente de la fuente de recursos a capitalizar:

a- En un aumento del capital social a partir de la afectación de reservas o utilidades de la sociedad (sin que importen nuevos aportes de los socios): la dilución se explica por motivo de la inalterabilidad del Patrimonio Neto pero que, al existir nuevas acciones en circulación, disminuye el Valor Patrimonial Proporcional de cada una de ellas; y

b- En un aumento del capital social a través de la integración de nuevos aportes: pese a existir un aumento del Patrimonio Neto, el aguamiento se produce igualmente, ya que existe una desproporción entre la cantidad de nuevas acciones

en circulación y el nuevo Patrimonio Neto en comparación con el originario, causado por la no emisión con prima que compense las cuentas de reservas y utilidades.

Pero las consecuencias potencialmente negativas de todo incremento del capital social no se circunscriben únicamente a la esfera económica, sino que también repercuten en los derechos políticos de los accionistas en tanto participes activos del órgano de gobierno y, a su vez, sujetos en constante interacción con los órganos de dirección y fiscalización privada. En el caso de no suscribir la emisión de nuevas acciones, Manovil[7] advierte que se verá debilitada la influencia relativa que el socio tiene en la sociedad: eventualmente, según las circunstancias particulares del caso, su voto, que antes del aumento de capital pudo ser decisivo, en función de las mayorías legales o de las especiales que establezca el estatuto, puede dejar de tener relevancia a esos fines.

En cualquier caso, se verán comprometidos los porcentajes de participación accionaria que exige la ley para ejercer determinados derechos:

i- 5 % del capital social para solicitar la convocatoria de Asamblea[8];

ii- 5 % del capital social para vetar la extinción de la responsabilidad de directores, consejeros y síndicos[9];

iii- 2 % del capital social para solicitar informes al síndico sobre materias de su competencia[10]; y

iv- 10 % del capital social para solicitar la intervención de la autoridad de contralor.[11]

3. Justificación de la necesidad de aumentar el capital [\[arriba\]](#)

Una vez que hemos dejado en claro cuáles son los riesgos inminentes a los que se expone cualquier accionista (en especial los minoritarios), ante la decisión de aumentar el capital social, corresponde en todo caso cerciorarse de tomar todos y cada uno de los recaudos necesarios para que dicha decisión no resulte abusiva ni perjudicial para ellos.

La decisión debe estar debidamente justificada por el Directorio, quien es normalmente el que la propone; no puede basarse en argumentos genéricos y/o abstractos, sino que han de ajustarse a la realidad económica de la persona jurídica en cuestión. Es menester que el informe presentado ante la Asamblea dé cuenta de las causas que lleven a la necesidad de tomar tal determinación, las políticas económicas y de gobierno a seguir en consecuencia y permitir el acceso a la documentación contable respaldatoria.

La Sala D de la Cámara Nacional en lo Comercial[12] dejó dicho que la decisión sobre la necesidad o conveniencia y sobre la oportunidad del aumento constituye una cuestión de política empresaria que, como principio, debe quedar exclusivamente reservada a los órganos societarios naturales, que tienen competencia legal en esta materia.

Se trata de una cuestión no justiciable, librada al expertise de los profesionales del management. Sin perjuicio de la intromisión de la justicia en hipótesis de arbitrariedad extrema o irracional, para exigirle a sus miembros “acreditar los

motivos económicos, comerciales o financieros que invoquen en sustento de su postura”.[13]

De lo hasta aquí expuesto, se concluye que le corresponde al accionista que impugna la decisión asamblearia o incluso intenta la impugnación de su convocatoria[14] demostrar la falta de motivación sincera del aumento del capital social que, en todo caso, resultará de los datos facticos que la realidad económica societaria y del mercado revelen. Es más, en estos supuestos, el accionista perjudicado podría fundar su reclamo en la solución decidida en el caso “Abrecht c/Cacique Camping S.A.”[15], ya que una conducta particularmente reprochable, que combina la invención de una falsa causa junto con el dolo -según Manóvil[16] consistente en la maquinación para desapropiar a los accionistas de sus tenencias-, pudiera fácilmente calificar al acta asamblearia como un “mero instrumento formal para la consecución dolosa o fraudulenta de finalidades extrasocietarias”.[17] Habilitando entonces dicho fallo declarar no solo la nulidad del acto, conforme lo indica el art. 251 de la L.G.S., sino también apartarse de su plazo de caducidad[18] y remitirse al de prescripción (bienal) que establece actualmente el art. 2.562 del Código Civil y Comercial de la Nación.

4. Capitalización previa [\[arriba\]](#)

Avanzando en la idea de la correcta estructuración de un aumento de capital, se torna necesario proceder a la capitalización de las sumas de dinero existentes en el patrimonio de la sociedad, que correspondan a cuentas no afectadas a un fin específico.

La doctrina nacional ha aceptado la necesidad de capitalizar, previo al aumento de capital por suscripción, las cuentas del patrimonio neto susceptibles de así hacerlo.

Con este requisito, aparecen las llamadas “acciones liberadas”, es decir, aquellas cuyo valor ha sido totalmente desembolsado: se emiten con reservas libres de la sociedad. El accionista no tiene que desembolsar nada.

La capitalización de las reservas encuentra justificación en la necesidad de ajustar el pasivo del balance a la realidad, mostrando que las reservas representan activos que son parte esencial de la empresa y que no pueden repartirse como dividendos. Así considerado, estas reservas son traspasadas al capital, procurando restablecer el equilibrio entre capital social y el patrimonio social.

Solo las reservas convertibles en capital tienen el carácter de disponibles o libres, por lo que no podrán transformarse en capital las reservas obligatorias como la reserva legal, las estatutarias o asamblearias, constituidas para fines sociales especiales, como así tampoco cualquier otra impuesta por disposiciones legales.

Las reservas disponibles son las reservas facultativas, aquellas que la asamblea tiene la facultad (y no la obligación), legal o estatutaria, de constituir separando anualmente, en ocasión de la aprobación del balance, una parte de las utilidades que resultan de este balance.

Adicionalmente, las primas de emisión pueden emplearse para aumentar el capital social, pues integran una reserva especial (art. 202, L.S.C.). Aunque Alberto Romano entiende que no pueden figurar contablemente como reservas, debido a que las mismas únicamente se constituyen con ganancias realizadas y liquidadas (art. 70

L.G.S). Agrega que si en ese contexto, el saldo existente en concepto de prima de emisión no se capitaliza, de igual manera que ante la falta de capitalización previa de la cuenta ajuste de capital, la decisión de aumento es susceptible de ser impugnada judicialmente, pues el nuevo aumento se computa partiendo de una cifra incorrecta, afectándose el derecho de propiedad de los que no suscriben o suscriben parcialmente.[19]

Si bien es cierto que, aceptando la pre capitalización a la que se hace mención en el párrafo precedente, se estaría solucionando parte del problema que genera la omisión de fijar una prima de emisión (parcialmente, ya que aún existen las otras reservas que deben ser compensadas con el valor de la prima), la cuestión se complica cuando en el patrimonio social existen activos intangibles que no están adecuadamente valuados en los estados contables como, por ejemplo, el valor de una marca desarrollada por la propia sociedad o, siendo más abarcativo, el valor empresa o “valor llave”, que puede determinarse con una apreciación financiera, mediante la obtención del valor presente del flujo de fondos descontado o por aplicación de la fórmula EBITDA.

4.1. Derecho comparado. Opinión de la IGJ

La Ley de Sociedades Comerciales de la República Oriental del Uruguay[20], en su art. 287, establece:

“No se podrá resolver el aumento del capital social por nuevos aportes sin haber actualizado previamente los valores del activo y del pasivo según balance especial que se formulará al efecto, capitalizando el aumento patrimonial, así como las reservas existentes, siempre que no tengan afectación especial”.

La IGJ ha resuelto de la misma forma el problema planteado, al disponer en el art. 105 de la Resolución General N° 7/2015 lo siguiente:

“La inscripción del aumento del capital social integrado en cualquiera de las formas contempladas en los arts. 99, 100 y 102, requiere la previa o simultánea inscripción del aumento de capital que corresponda por la emisión de acciones liberadas de las mismas características y clases de las acciones existentes en circulación, por el total del saldo de las cuentas de capital del patrimonio neto que permitan su emisión (art. 189, Ley N° 19.550), a la fecha de la asamblea de accionistas aprobatoria del aumento efectivo del capital social”.

5. Viabilidad legal del Balance Especial [\[arriba\]](#)

Si el Directorio pretende proceder a aumentar la cifra del capital social, debe someter a la sociedad a la realización de un balance especial que contemple el valor real de la misma y, por consecuencia, el de sus acciones. La Corte de Mendoza en el caso “Sar Sar, Roberto Mario c/Hemodialisis San Martin S.R.L.”[21], sin perjuicio de tratarse de la resolución de un conflicto en torno al valor de reembolso de la cuota parte correspondiente a un socio recedente, innovó en la materia exigiendo la confección de un balance que acoja el “valor llave”, el cual incluye valuaciones de marcas, participación en el mercado, liderazgo, management, prestigio, perspectivas, organización experimentada, personal calificado, dirección experta y probada, entre otros.

Dasso dice que, en definitiva, todos ellos son “atributos de lo que se denomina “empresa en marcha”, que se califica como una realidad inmanente al activo de las unidades económicas constituidas por factores inmateriales que hacen que una empresa instalada y en marcha tenga un valor claramente superior al de una empresa recién constituida”. [22]

6. Alternativas a la emisión con prima. Críticas [\[arriba\]](#)

La lógica de lo expresado hasta aquí nos permite desestimar, con argumentos valederos, aquellas opiniones que califican al derecho de suscripción preferente de nuevas acciones y a la posibilidad de cederlo onerosamente, a favor de terceros como compensación suficiente para el accionista que no adhiere al nuevo aumento de capital. Es cierto que el “right of first refusal” es un derecho abstracto irrenunciable en forma anticipada y genérica y, al momento de ponerlo en práctica, puede ser objeto de un negocio jurídico de disposición o, simplemente, ser renunciado. Por lo que, de no poder o desear suscribir las nuevas acciones -sostienen aquellas opiniones negatorias-, es mediante la transmisión o cesión del derecho que el accionista puede obtener un resarcimiento adecuado en compensación de lo que resigna. Se valen de la interpretación literal del art. 202 de la L.G.S. cuando declara que: “Se podrá emitir con prima; que fijará la asamblea extraordinaria, conservando la igualdad en cada emisión [...]”. La opción final de la que se valen es la relativa al ejercicio del derecho de receso, en caso de disconformidad con la decisión adoptada.

Sin embargo, en consonancia con los fundamentos vertidos en el presente trabajo, no puede admitirse que, por el solo hecho de existir tal derecho de suscripción preferente o su posible enajenación, el accionista quedará desposeído de su facultad para impugnar un aumento de capital irrazonable o arbitrario. Más aún, cuenta con la posibilidad de exigir la eventual obligatoriedad de una prima de emisión, de corresponder. “Tanto el derecho de preferencia como el derecho de receso son instrumentos de tutela del accionista que permiten atenuar las consecuencias perjudiciales que pueden seguirse para quien no Puede o no quiere suscribir. Pero no son incompatibles ni sustituyen la función que cumplen las emisiones con prima”. [23]

7. Conclusión [\[arriba\]](#)

La emisión con prima constituye un derecho esencial inderogable de los accionistas, en la medida que exista una diferencia en más entre el valor nominal de las acciones y su valor real. La actual legislación argentina, interpretada en su conjunto, no permite dejar librada la emisión con o sin prima a la determinación de la Asamblea. Existe un derecho, de raigambre constitucional (art. 17 de la C.N.), a que se le respete al accionista la integridad de su participación societaria, particularmente por lo expresado en el art. 13, inc. 5 de la L.G.S., por el cual se nulifica toda estipulación que permita la determinación de un precio para la adquisición de la parte de un socio por otro, que se aparte notoriamente de su valor real al tiempo de hacerla efectiva.

En tal sentido, la Camarista Diaz Cordero, en el fallo “Lurie”, proclamó el sano temperamento que impone “[...] la obligación, ante un aumento de capital por nuevas aportaciones, de que las acciones que se emitan lo sean con un sobreprecio que considere la plusvalía -diferencia entre el valor del patrimonio neto y el valor

nominal de las acciones emitidas anteriormente- que pudieran haber adquirido a lo largo del desarrollo del negocio social, si este existiera”. [24]

Con ello, no solo se busca proteger el legítimo interés del accionista, sino que también se logra satisfacer el interés social con basamento en el funcionamiento conforme a derecho de los órganos de la sociedad.

El fallo citado afirmó categóricamente que la L.G.S., en el 2° párr. del art. 202, el cual reza: "se podrá emitir con primas (...) conservando la igualdad en cada emisión", la locución "se podrá" no tiende a denotar alternatividad o facultad para elegir libremente acudir al mecanismo de emisión con primas o sin ellas; tiende a subrayar la legitimidad de la emisión con primas cuando exista la mencionada plusvalía.

Finalmente, no existe ningún otro instrumento que logre compensar la utilidad y/o interés legítimo a dicha prima: ni el derecho de suscripción preferente y su posible cesión, ni el ejercicio del derecho de receso son alternativas convincentes y suficientes.

Notas [\[arriba\]](#)

[1] Corresponde aclarar que: “La empresa en sí supone una ‘organización’ que ni siquiera requiere pluralidad de personas. No es sujeto de derecho. Será ‘empresa’ la de un solo empresario, en tanto cuanto actúe organizadamente entendiendo por tal la existencia de organismos empresarios que tampoco está significada por los clásicamente denominados órganos societarios. La empresa trasciende, supera los tipos societarios. Es un género y múltiples son sus especies. Es empresa aquella en el que existen las notas caracterizantes de la organización, la profesionalidad de su titular”.

Ferrara, Francesco, *Gli imprenditori e le società* ed. Giuffrè Editore, 1980, pág. 40 y ss., citado en Dasso, Ariel Ángel, *El Cramdown del art. 48 LCQ. Una norma Imperativa. Notas de su aplicación a través de dos casos jurisprudenciales paradigmáticos*. Revista Argentina de Derecho Empresario, N° 2 (1-12-2005). IJ-XXXIX-860.

[2] Arts. 48 y 190, Ley N° 24.522. B.O. 9-08-1995.

[3] Ley N° 25.284. B.O. 02-08-2000.

[4] Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala C, Automundo S.A. s/Concurso Preventivo s/incidente de Apelación (02-11-2001), IJ-IV-739, citado en Dasso, Ariel Ángel, *El Cramdown...*

[5] Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y las Normas Contables Profesionales Argentinas (NCPA) de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE).

[6] Corte de París, Banco de Indochina contra Banco de Mónaco, citado en Manóvil, Rafael M., *El derecho de suscripción preferente: revalorización de sus fundamentos*; ED t. 164, pág. 977.

[7] Manóvil, Rafael M., *ob. cit.*, pág. 977.

[8] Art. 236, Ley N° 19.550. B.O. 30/03/1984.

[9] Art. 275, Ley N° 19.550.

[10] Art. 294, Ley N° 19.550.

[11] Art. 301, Ley N° 19.550.

- [12] C.N.Com., Sala D, Pereda c.Pampagro S.A. (22/08/1989). ED, Tomo 136, pág. 387.
- [13] C.N.Com., Sala C, Block, Susana H. y Otros c.Frigorífico Block S.A. (4/3/2005). Id SAIJ: FA05982411.
- [14] 12° Juzgado en lo Civil, Comercial y de Minas, Mendoza, firme; Magna inversora SA c/Banco de Mendoza SA s/medidas precautorias (10/1/2002). Revista de las sociedades y concursos N° 14, enero-febrero 2002, pág. 174.
- [15] C.N.Com., Sala D, Abrecht, Pablo y otra c/Cacique Camping S.A. Errepar, Diciembre 1996, T. VIII, pág. 561.
- [16] Manóvil. Rafael M. "El uso desviado de los mecanismos societarios como supuesto excluido de la caducidad del artículo 251 de la L.G.S. en un fallo que marca un hito", ED Tomo 168, pág. 545.
- [17] Matta y Trejo, Guillermo E., En torno a la impugnación de decisiones asamblearias de sociedades anónimas, en Nuevas Doctrinas Judiciales en Materia de Sociedades Comerciales, Editorial Mac Tomas, Buenos Aires 2009, pág. 259.
- [18] Balbín, Sebastián, Ley General de Sociedades. Revisada, ordenada y comentada. Cathedra Jurídica, Buenos Aires, 2016, pág. 203.
- [19] Romano, Alberto, Conflictos en Sociedades comerciales y Concursos, Editorial Zeus.
- [20] Ley N° 16.060. D.O. 1-11-1989, N° 22.977.
- [21] S.C.J. de la Provincia de Mendoza, sala I, Sar Sar, Roberto Mario c.Hemodiálisis San Martín S.R.L. s/ receso p/ordinario s/inc. Cas (2011-12-21). La Ley AR/DOC/2219/2012.
- [22] DDE01a 10 02, Dasso, Ariel Gustavo, El receso y la exclusión del socio en torno a un leading case, La Ley 30/05/2012, 30/05/2012, 3, La Ley 2012-C, 410.
- [23] Anaya, Jaime L.: su voto en el fallo "Augur S.A. c/Sumampa S.A." (28-12-1984), C.N.Com, Sala C. La Ley N° 1985-E-12.
- [24] C.N.Com., Sala B, Lurie, Jorge c/Ponieman Hnos. S.A. s/sumario (19-05-1997). Id SAIJ: FA97130552.