

AUMENTO DE CAPITAL Y PRIMA DE EMISIÓN: ALCANCE DEL DERECHO DEL ACCIONISTA A MANTENER LA CONSISTENCIA PATRIMONIAL DE SU PARTICIPACIÓN

LUCAS MADERNA¹

PALABRAS CLAVES: AUMENTO DE CAPITAL – PRIMA DE EMISIÓN – INTERÉS SOCIAL – INTERÉS INDIVIDUAL – CRISIS PATRIMONIAL O FINANCIERA

SUMARIO

(i) El aumento de capital plantea una tensión entre el interés patrimonial de la sociedad – orientado a captar recursos para su funcionamiento o subsistencia– y el derecho del accionista no suscriptor a conservar la integridad de su participación.

(ii) Esta tensión se manifiesta especialmente cuando la asamblea decide emitir nuevas acciones sin prima, o con una prima inferior al valor real, lo que puede afectar considerablemente el derecho de propiedad de los accionistas que no suscriben el aumento de capital.

(iii) La solución exige una delicada ponderación de los intereses en juego a fin de determinar si la decisión asamblearia responde a una finalidad legítima y razonable –oponible a los accionistas no suscriptores– o si constituye un abuso de mayoría tendiente a licuar la participación y la consistencia patrimonial de las acciones de aquellos que no acompañan el aumento de capital.

1. Intereses de los accionistas comprometidos en un aumento de capital

La decisión de aumentar el capital puede obedecer a múltiples escenarios: desde la necesidad de favorecer la obtención de créditos, hasta impulsar desarrollo de la empresa o solucionar desequilibrios económicos o financieros, entre otros supuestos. Sin embargo, no existen causales específicas en la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS) que indiquen cuándo se debe aumentar el capital. En definitiva, es una cuestión de política empresarial, aunque la decisión debe estar debidamente fundada.

En cuanto a los recursos necesarios para llevar adelante el aumento, éstos pueden provenir de la suscripción de nuevas acciones por parte de los socios preexistentes o de terceros, lo que implicará un *desembolso* por parte de éstos. O bien, recurriendo a la *capitalización* de reservas, o de la cuenta ajuste de capital, o de las utilidades no distribuidas (financiación interna), o mediante la capitalización de deudas, la conversión obligaciones negociables en acciones o la entrega de acciones por adquisición de bienes o servicios (financiación externa).

No obstante, la realidad nos demuestra que, en la práctica, el aumento de capital –a pesar de ser un instrumento legítimo– a menudo se convierte en una herramienta funcional al interés de la mayoría, que lo utiliza ilegítimamente para licuar la participación de la minoría, aprovechando su imposibilidad material de suscribirlo.

Cualquiera sea la finalidad, lo cierto es que, todo aumento de capital pone en juego dos legítimos intereses de los accionistas: (i) el de conservar la proporcionalidad de su participación (ii) y el de mantener la consistencia patrimonial de su participación.

El primero de estos intereses, está protegido por el derecho de *suscripción preferente* (art. 194 LGS). Mientras que, para resguardar al segundo, la ley prevé la *prima de emisión* (art. 202 LGS). Sin embargo, la protección jurídica no es igual en ambos casos: mientras el derecho de suscripción preferente, es una norma imperativa e inderogable –salvo las excepciones del art. 197 LGS–, no ocurre lo mismo con la prima de emisión que, conforme surge de la redacción del mencionado art. 202 LGS, aparece como una mera facultad de la asamblea².

Si hacemos una interpretación *literal* de la norma, está claro que, si la asamblea no contempla una prima de emisión, el accionista que no suscribe el aumento de capital, solo podrá mitigar los efectos negativos del mismo, negociando su derecho de preferencia (lo que es casi una hipótesis de escuela cuando se trata de acciones que carecen de mercado) o bien, ejerciendo el derecho de receso en el supuesto permitido por el 245 LGS (aumentos de capital que competan a la asamblea extraordinaria y que impliquen desembolso), lo que tampoco parece muy conveniente atento la fórmula prevista en el mentado artículo para determinar el valor de reembolso³.

En consecuencia, el interés de aquellos accionistas preexistentes que no quisieron o no pudieron suscribir el aumento se encuentra naturalmente indefenso si la asamblea no fija una prima de emisión, pues no sólo verá cómo se licua su proporción dentro del capital social, sino también como sus acciones pierden consistencia patrimonial.

2. El debate sobre el carácter optativo u obligatorio de la prima de emisión

Está claro –y hay consenso– que prima de emisión constituye el sobreprecio que debe pagar cada suscriptor de una emisión de nuevas acciones de una sociedad existente respecto de su valor nominal, siendo tal sobreprecio una de las condiciones de la respectiva emisión y teniendo como fundamento el mayor valor que han adquirido las acciones en el transcurso de los negocios sociales⁴.

Sin embargo, la doctrina y la jurisprudencia, han mantenido a lo largo de los años posiciones disimiles en cuanto al carácter discrecional u obligatorio de la prima de emisión en ciertos aumentos de capital.

Una corriente jurisprudencial⁵ y doctrinaria⁶ reivindicando el derecho de los accionistas a mantener la integridad de su participación, se ha pronunciado por la obligatoriedad de la prima de emisión

² Véase CNCom., Sala C, “Augur S.A., su quiebra c. Sumampa S.A.”, 24 de diciembre de 1984

³ Art. 245 LGS: “Las acciones se reembolsarán por el valor resultante del último balance realizado o que deba realizarse en cumplimiento de las normas legales o reglamentarias...”

⁴ Cfr. RODRIGUEZ, Leonardo, “*La prima de emisión de acciones. Consecuencias prácticas*”, Cuadernos de la Universidad Austral, Depalma, Buenos Aires, 2001, pág. 34.

⁵ CNCom, Sala B, “Lurie, Jorge x. Ponieman Hermanos S.A.”, 19.05.97; CNCom. Sala C, “Block, Suana Helena c. Frigorífico Block S.A. s/ sumario”, 04.03.2005; y CNCom., Sala C, “Akerman, Julian y otros c. Biorecovery S.A. s/ ordinario”, 23.02.17.

⁶ Ver, entre otros, BUTTY, Enrique M., *Aumento de capital y prima de emisión*, ponencia a las Quintas Jornadas de Institutos de Derecho Comercial; Isaac HALPERIN, *Sociedades anónimas. Examen crítico del decreto-ley 19.550*, págs. 642/643; MANÓVIL, Rafael Mariano, *El derecho de suscripción preferente del accionista: revalorización de sus fundamentos*, ED, 164-983; MANÓVIL, Rafael M., *El derecho a la integridad de la participación del socio*, ponencia al II Congreso de Derecho Societario, Comisión II, Ed. de la Cámara de Sociedades Anónimas, pág. 82; Leonardo G. RODRÍGUEZ, *La prima de emisión de acciones. Consecuencias prácticas*. Cuadernos de la Universidad Austral, Ed. Depalma, págs. 156 y ss.; DIGHERO, Juan Martín, *Emisión con prima: su obligatoriedad en ciertos supuestos de aumento de capital cuando hubieren diferencias notables entre el valor nominal y el real de las acciones*, RDCO, 1997, p. 73 y ss.; entre otros.

en determinados supuestos. En esta línea, sostienen que si bien el art. 202 LGS contempla la prima de emisión como una *posibilidad* de la asamblea, la coherencia del sistema y los principios primigenios del

derecho privado, imponen la *obligatoriedad* de emitir con prima cuando exista diferencia entre el valor nominal y el valor patrimonial.

Una lectura apresurada de esta interpretación jurisprudencial y doctrinaria podría sugerir que siempre que exista una diferencia entre el valor nominal de las acciones y el patrimonio de la sociedad, es obligatorio emitir con prima. Pero lo cierto es que ello no es necesariamente así.

En rigor, la prima de emisión encuentra razón de ser en aquellos casos en que exista una modificación en las proporciones de uno o más accionistas preexistentes, ya sea por no ejercer el derecho de suscripción preferente o por haberlo ejercido parcialmente, haya o no cambios en el elenco de socios, y siempre que medie disparidad entre el valor nominal y el valor patrimonial de la sociedad⁷.

En consecuencia, ningún sentido tiene *obligar* a una sociedad a efectuar un aumento de capital con prima de emisión cuando, a pesar de existir diferencia entre el valor nominal y el valor patrimonial, si todos los accionistas suscriben preferentemente en proporción a sus tenencias.

Otra corriente, sostiene que salvo pacto en contrario ningún socio tiene garantizada la consistencia patrimonial de la participación en el capital y, mucho menos asegurado el mantenimiento de esa participación⁸. Por ende, la pérdida de la integridad de la participación accionaria de aquél que decide no acompañar el aumento de capital, es una posibilidad, consecuencia del riesgo asumido al adquirir la condición de socio. En otras palabras, la pérdida de la consistencia patrimonial de sus acciones, sería el precio que debe pagar aquél accionista que decide no suscribir el aumento de capital.

Desde esta visión, la emisión a la par no es en sí mismo un negocio ilícito, incluso si el aumento no es suscripto por todos los accionistas, puesto que puede resultar conveniente al *interés social*.

3. El interés social como eje

Frente a la decisión asamblearia –no unánime– de aumentar el capital con emisión de acciones a la par (o con una prima que no represente la diferencia entre el valor nominal y el valor real de la acción), colisionan dos intereses: el de la mayoría, que votó porque el aumento se realice en esas condiciones y, por el otro, el del accionista minoritario, que no puede o no quiere ejercer el derecho de suscripción preferente y deberá ver como se diluye la consistencia patrimonial de sus acciones.

¿Cuál de estos intereses debe prevalecer?

La respuesta intuitiva es que, en principio, debe prevalecer el interés de la mayoría. De modo que los accionistas no suscriptores deben soportar los efectos de la decisión asamblearia o receder en los supuestos en que la ley o el estatuto lo permitan.

Esto no significa que el interés de la mayoría refleje necesariamente el interés social –aunque ello implique un beneficio patrimonial para la sociedad–, pues no lo hará si la decisión del órgano de gobierno es violatoria de un legítimo derecho de uno de los socios. En otras palabras, la mayoría no puede

⁷ Cfr. RODRIGUEZ, ob. cit. pág. 84.

⁸ VAN THIENEN, Pablo A., “*Aumento de capital y emisión con prima como materias no justiciables: el caso Topola*”, Working Paper, N° 57 / 2011, CEDEF Law & Finance.

ser la intérprete definitiva del interés social, pues de lo contrario, llegaríamos al absurdo de que toda decisión asamblearia está necesariamente en armonía con el interés social.

Con precisión señala Villanueva en los considerandos del fallo Akerman que “*el interés social no debe ser confundido con el interés patrimonial de la sociedad (...) una decisión asamblearia que para*

beneficiar a la sociedad violara el derecho de alguno de los socios, no solo no servirá al interés social, sino que debería considerarse contraria a él, y, por ende, invalida”

Ahora bien, lo que resta definir es si existe un derecho de los socios a que se respete la consistencia patrimonial de sus acciones, y, en su caso, si éste es inderogable, en el sentido que la asamblea está obligada a fijar una prima adecuada siempre que exista una diferencia entre el valor nominal y el valor real de las acciones y uno de los accionistas no acompañe el aumento de capital, o bien, si este derecho individual cede –o puede ceder– frente a la necesidad de financiamiento de la sociedad y conservación de la empresa, aunque ello sea a costa del interés individual de los accionistas que no suscriben el aumento de capital⁹.

Por supuesto que los socios tienen derecho al mantenimiento de la integridad de su participación, pues ello naturalmente deriva de derecho a la propiedad consagrado nada más y nada menos que en la Constitución Nacional (art. 17). En consecuencia, mal podría sostenerse, que una decisión de la mayoría está legitimada para expoliar el patrimonio de la minoría que no acompaña el aumento, licuándole la participación en primer lugar, y diluyendo la consistencia patrimonial de sus acciones, como consecuencia de emitir sin prima adecuada.

No obstante, el derecho del socio a exigir una prima de emisión a valores reales no es absoluto, pues existen circunstancias de crisis –patrimoniales o financieras– que, imponen a los socios el deber de sanear la contabilidad, ya sea reafirmando el estado de crisis y procediendo a la reducción del capital o disolución, según la magnitud de las pérdidas, o bien, repatrimonializando a la sociedad, mediante el reintegro o el aumento del capital (con efectivo desembolso, o mediante capitalización de deudas)¹⁰.

Supongamos que una sociedad está afrontando una situación de crisis patrimonial, porque el pasivo supera el activo, configurándose el supuesto de pérdida total o parcial del capital social –en rigor, del patrimonio–, no habría, en principio, derecho alguno para los accionistas preexistentes de exigir una prima de emisión, pues el valor patrimonial de éstas estaría por debajo de su valor nominal. En este supuesto, si la asamblea decide realizar un aumento de capital, y solo alguno de los socios o un tercero está dispuesto a aportar capital para superar el estado de crisis económica; o se decide capitalizar el crédito de un tercero ¿pueden los accionistas preexistentes que no acompañan el aumento de capital exigir una prima de emisión a valores reales? O como se cuestiona cierta doctrina ya citada¹⁰ ¿es éste el precio que deben pagar por no acompañar el aumento de capital? ¿es éste el riesgo empresario del artículo 1º de la LGS?

⁹ MADERNA, Lucas, “*Prima de emisión de acciones Consideraciones sobre su obligatoriedad y valuación*”, La Ley, 19.05.2023. ¹⁰ Véase: GUALINO, Martín – MADERNA, Lucas, *La capitalización de deudas como solución pre-concursal a la crisis empresarial. El deber de los administradores y socios*, en “XIV Congreso Argentino de Derecho Societario y X Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa Hacia un nuevo derecho societario”, Tomo III, compilado por Gabriela Calcaterra, 1ª ed, Córdoba, Advocatus, 2019.

¹⁰ VAN THIENEN, ob. cit.

Misma inteligencia cabe aplicar cuando la crisis es meramente financiera, aunque la situación es distinta, dado que en este caso la sociedad es solvente. Esto quiere decir que, el valor real de las acciones –en principio– supera el valor nominal, por ende, la fijación de una prima encontraría, en principio, justificación.

Sin embargo, la crisis financiera implica un sobreendeudamiento –al menos al corto plazo– que corresponde sanear. Si no se consigue el financiamiento interno, a través de nuevos aportes de todos los socios en proporción a sus tenencias, o capitalización de reservas, la solución se encuentra en el financiamiento externo, mediante efectivo desembolso de un tercero o bien, mediante la capitalización total o parcial del crédito del tercero. Lógicamente, desde la óptica de este potencial accionista, no es lo mismo invertir en una sociedad en buenas condiciones financieras, o al menos regulares, que hacerlo en una en crisis. El riesgo de fracaso es razonablemente mayor en el último caso.

Por tanto, ante esta disyuntiva, a pesar de que exista ese mayor valor que en principio justificaría la emisión con prima a montos que no se aparten notablemente del valor real de las acciones, no sería ilógico que el tercero –que colaboraría notablemente con la reducción de la carga financiera de la sociedad– condicione la misma a una emisión a la par, o con prima, pero a montos alejados al valor patrimonial o real. Obviamente, ello dependerá de la profundidad de la crisis, pero entendemos que, en estos casos, el derecho de los socios preexistentes podría ceder ante el interés de la sociedad e incluso frente al principio de conservación de la empresa¹¹.

4. La cuestión en el Proyecto de Reforma de la Ley General de Sociedades de 2019. Un adecuado enfoque.

A pesar de haber perdido estado parlamentario, el Proyecto de 2019¹², sentó las bases para la revisión de institutos que necesariamente debían reformularse. Así las cosas, mediante Resolución 47/2024, emitida el 11 de marzo de 2024, el Ministerio de Justicia designó una nueva Comisión para la Reforma Integral del Régimen Legal Societario¹³, cuyas propuestas de modificación aun no salieron a la luz. Sería deseable que, el instituto de la prima de emisión sea abordado por éstos siguiendo los lineamientos de su antecesor.

Haciéndose eco de lo postulado por la mayoría de la doctrina y jurisprudencia contemporánea, el Proyecto de 2019, partió de la obligatoriedad de la prima de emisión en ciertos supuestos de aumento de capital. En este sentido, el proyectado art. 202 decía, “*Deberá emitirse con prima de emisión cuando el valor real de las acciones preexistentes sea notablemente superior a su valor nominal y el aumento y la emisión no se hubieran decidido por unanimidad del capital social*”.

Asimismo, establecía “...*el monto de la prima deberá compensar razonablemente la diferencia de valor*”, a fin de evitar la fijación de una prima irrisoria.

Ahora bien, aunque en principio establecía la obligatoriedad de la prima de emisión a valores reales en los supuestos mencionados, acto seguido –en el mismo artículo– exponía que “*En caso de fijarse un monto inferior, la propuesta y la resolución de la asamblea que lo dispongan deberán ser justificadas*”. Es decir que, el proyecto, reconoció que la cuestión no es blanco o negro, sino que existen situaciones como las descriptas en los párrafos precedentes que ameritan que la prima de emisión se

¹¹ Siempre y cuando ésta sea objetivamente “viable”, como ha señalado Richard en numerosas oportunidades.

¹² Proyecto de reforma de la Ley General de Sociedades, a propuesta de los senadores Ada Itúrriz de Capellini y Federico Pinedo, llevada a cabo por una comisión de especialistas integrada por los Dres. Rafael M. Manóvil, Guillermo E. Ragazzi, Julio Cesar Rivera, Alfredo L. Rovira, Gabriela S. Calcaterra y Arturo Liendo Arce.

¹³ Comisión integrada por los doctores Marcelo Gustavo Barreiro, Gabriela S. Calcaterra, Julia Ma. Luján Villanueva, Fernando Pérez Hualde, Diego A. Duprat, Carlos María Rotman, Sebastián Balbín, Ricardo Cony Etchart, Juan Ignacio Petra Cremaschi, Mariano Luis Loprete, Maximiliano Stegman, y Marcelo Julián Hernández.

aparte del valor real de las acciones, sin que ello implique un aumento de capital ilegal por afectación de los derechos individuales de los socios. Por el contrario, la decisión puede responder razonablemente a una necesidad económica o financiera de la sociedad, y, en consecuencia, no estaríamos frente a un abuso de la mayoría, sino ante un acto colegial en defensa del interés social y de la conservación de la empresa, y, por lo tanto, legítimo.

En otras palabras, la decisión de aumentar el capital con emisión de acciones a la par o con prima insuficiente no es en sí un negocio ilícito, pues si el aumento de capital es la vía más idónea – conforme los parámetros de razonabilidad y prudente administración¹⁴– para sortear una crisis económica o financiera significativa que pueda poner en riesgo la continuidad de la empresa, no podría válidamente el accionista no suscriptor calificar de ilegítima la decisión asamblearia que decidió y justificó la necesidad del aumento, por el sólo hecho de no contemplar una prima ajustada a valores reales. Para ser

ilegal, el aumento debe ser fraudulento e injustificado, debe ser parte de una maniobra de la mayoría que encubra una finalidad contraria a la ley.

Razón por la cual, si ante una efectiva crisis económica o financiera de la sociedad, la asamblea decide –conforme los criterios de razonabilidad y prudencia– recomponer el patrimonio o la liquidez de la empresa vía aumento de capital a la par o con una prima inferior al valor real, y alguno de los socios no está dispuesto a aportar nuevo capital de riesgo, no sería –en principio– ilegítimo que otro socio o un tercero con capacidad de dotar con recursos a la empresa en crisis lo hagan por él, aunque ello implique pérdida en la participación y en la consistencia patrimonial de sus acciones.

Por lo expuesto, cabe concluir que, el derecho de los socios a mantener la integridad de su participación, existe. En consecuencia, como establecía el Proyecto de 2019, resulta adecuado partir de la obligatoriedad de la prima de emisión cuando exista diferencia entre el valor nominal y el real de las acciones y el aumento no haya sido decidido por unanimidad. Ahora bien, cuando el aumento de capital a la par o con una prima que se aparte notablemente de los valores reales, sea el remedio necesario para paliar una crítica situación económica o financiera que pueda poner en riesgo la continuación de la empresa –situación que deberá ser debidamente justificada por la asamblea–, creemos que debe prevalecer el interés patrimonial de la sociedad y de la conservación de la empresa (art. 100 LGS) por sobre el interés particular del accionista preexistente a conservar la consistencia patrimonial de su participación, pues tal disminución es el precio que debe pagar por no acompañar un aumento justificado y razonable del capital social.

¹⁴ Nótese que este es el criterio que el art. 70 LGS exige para la constitución de reservas voluntarias. Pues, si estos son los límites – razonabilidad y prudente administración– que la ley le impone para habilitar la posibilidad de postergar el derecho de sus socios a las ganancias, con mayor razón esos límites deben regir cuando, de lo que se trata, es de privar a éstos de esas ganancias en forma definitiva, que es lo que ocurre cuando la asamblea dispone de ellas por vía de un aumento a la par (de los considerandos del fallo Akerman/ Biorecovery, ob. cit.).