



Derecho de preferencia en la oferta pública de acciones: debemos derogarlo.

Por P. Augusto VAN THIENEN

I. ¿Qué pasa qué no nos animamos?

El nuevo artículo 62bis de la flamante Ley de Mercado de Capitales regula el derecho de suscripción preferente para las sociedades que ingresan al régimen de oferta pública de su capital y para las que se encuentran actualmente cotizando.

Dicha norma regula el derecho reconocido en el artículo 194 de la ley 19.550 que ofrece a los accionistas la posibilidad de suscribir nuevas acciones en forma anticipada frente a terceros inversores no accionistas al momento de la suscripción.

Este derecho, ciertamente novedoso, pues fue “inventado” por un abogado inglés paradójicamente llamado “law” en el siglo XVIII, tuvo por objetivo evitar que los inversores que habían confiado sus capitales para financiar un proyecto se vieran diluidos en sus participaciones o fracciones (“*shares*”) ante la necesidad de nuevos capitales. Esta preferencia (“*Pre-emptive Right*”) sirvió como solución eficaz a este potencial riesgo de licuación. Este modelo rápidamente se expandió por todo el mundo occidental de aquel entonces. O sea, hasta que Law inventó esta preferencia, los accionistas no gozaban de este derecho y asumían, por lo tanto, el riesgo de ser “licuados” por aumentos de capital.

El derecho de preferencia puede tener fuente contractual o legal dependiendo del modelo societario de cada mercado. Podríamos incluso afirmar que el derecho de preferencia

hoy se debate entre el modelo (anglosajón o Common Law) y el modelo con fuente en el derecho Civil Frances o comunitario. El primero reconoce un derecho de preferencia de fuente contractual mientras que el segundo hunde sus raíces en un modelo proteccionista donde el Estado impone el derecho de preferencia acuñado en la ley.

¡El Estado protege al socio!

Lo llamativo es que esa suerte de “blindaje” jurídico pierde sentido, precisamente cuando la sociedad hace oferta pública de su capital. En la oferta pública el derecho de preferencia poco y nada tiene que hacer; diría más, entorpece la colocación de acciones y complica el financiamiento.

Desde el decreto 677/01 hasta nuestros días hemos tenido tibios intentos por simplificar este derecho (vrg., reducir el plazo para su ejercicio a 5 días), pero no hemos tenido el convencimiento intelectual para derogarlo de una buena vez. Me pregunto: ¿cuál es la razón para insistir con este derecho?

No tengo la respuesta.

2. ¿Qué dice el artículo 62bis de la LMC?

El artículo 62bis en su parte que nos interesa aquí dice lo siguiente: *“En el caso de un aumento de capital de acciones (...) ofrecidas mediante oferta pública (...) y sujeto al cumplimiento de las dos (2) condiciones establecidas en el segundo párrafo del presente artículo, el derecho de preferencia (...) se ejercerá exclusivamente mediante el procedimiento de colocación que se determine en el prospecto de oferta pública correspondiente sin aplicación del plazo previsto en dicho artículo; otorgándose a los titulares de las acciones (...) prioridad en la adjudicación hasta el monto de las acciones que les correspondan por sus porcentajes de tenencias. Ello será siempre que las órdenes de compra presentadas por los accionistas (...), sean: (i) al precio que resulte del procedimiento de colocación o a un precio determinado que sea igual o superior a dicho precio de suscripción determinado en la oferta pública; y/o (ii) los accionistas (...) manifiesten su intención de suscribir las acciones al precio de colocación que se determine conforme el procedimiento de colocación utilizado.*

Las dos (2) condiciones referidas en el párrafo precedente serán: (i) la inclusión de una disposición expresa en el estatuto social; y (ii) la aprobación de la asamblea de accionistas que apruebe cada emisión de acciones y obligaciones negociables convertibles”.

No se entiende muy bien el sentido y la finalidad de esta “nueva” regulación o nuevo intento por reprimir este derecho.

Los condicionamientos a los que está sometido el ejercicio de la preferencia suenan confusos (por no decir incomprensibles). ¿Se deroga o no la preferencia?

A primera vista la respuesta es NO.

El nuevo artículo 62bis nos dice por un lado que no se aplica el plazo previsto en el artículo 194 LGS, pero al mismo tiempo le otorga los accionistas el derecho de suscribir con preferencia según los términos y condiciones de la colocación. O sea, no se reconoce el plazo para el ejercicio de la preferencia; pero simultáneamente, sí se otorga una preferencia sujeta a los condicionamientos mencionados en (i) y (ii).

¡Todo muy confuso!

3. Derecho de preferente suscripción y precio de suscripción en la oferta pública.

Como expresé antes, el derecho de preferencia busca proteger derechos patrimoniales de los accionistas frente a un potencial aumento de capital; y ese derecho patrimonial no es otro que mantener la participación como accionista conservando su porción de la torta.

La preferencia para la suscripción de nuevas acciones está íntimamente vinculada con el precio de suscripción de dichas nuevas acciones y; por lo tanto, muy vinculado al instituto del valor nominal del capital (aspecto que tampoco nos hemos animado a derogar).

Está claro que la preferencia adquiere sentido y razón de ser cuando el precio de suscripción se acerca al valor técnico nominal; esto quiere decir que el derecho de preferencia podría ser coherente con una emisión a “a la par”. Y la razón de ser de esa coherencia tiene que ver con el siguiente razonamiento: una emisión a la par conlleva implícito un fuerte riesgo de dilución con pérdida de derechos patrimoniales.

Dicho esto, observo lo siguiente: el precio de suscripción de las nuevas acciones condiciona la preferencia puesto que a mayor precio de suscripción menor es el impacto de la dilución y por lo tanto la necesidad de recurrir a la preferencia como medida protectora de derechos patrimoniales. Aclaro lo siguientes: por derecho patrimoniales incluyo el valor de la acción, los derechos de voto, el derecho a impugnar, los derechos para-societarios y más.

¡Es una regla de tres simple!

Salvo casos aislado y patológicos, lo normal y habitual es que en la oferta pública las acciones suelen ser ofrecidas a valor de mercado; esto es, valor de cotización. Dicho valor representa el precio que el mercado está dispuesto a pagar para apropiarse del derecho a los flujos de fondos futuros que promete dicha inversión. O sea, el precio de cotización de una acción no es más que el valor actual neto de los flujos futuros que el mercado estima la empresa podrá generar. Desde esta *lógica de mercado* para ilógico otorgar una preferencia dado que el accionista (de hoy) cuenta en su haber con una inversión cuyo precio (valor de mercado) le está reconociendo aquel valor futuro. Siendo así, me pregunto: ¿cuál es el sentido de reconocer una

preferencia?

La respuesta es: NINGUNO.

4. Nuevo artículo 62bis.

Propongo un nuevo artículo 62bis: *“El derecho de preferencia reconocido en el artículo 194 ley 19.550 podrá ser suprimido en las sociedades que hacen oferta pública de su capital debiendo a tal efecto decidirlo por asamblea extraordinaria si la sociedad ingresa al régimen de oferta pública o por asamblea ordinaria si la sociedad se encuentra dentro del régimen. La supresión del derecho de preferencia no implica reforma de estatutos siendo necesario en los términos del artículo 215 ley 19.550 registrar la supresión del derecho en el libro de registro de acciones. El derecho de preferencia podrá ser suprimido total o parcialmente, por emisión o colocación, por clase o series; suspendido o reglamentado de la manera más conveniente a los intereses de la sociedad y colocación de acciones o bonos convertibles en acciones y/u otros títulos de deuda convertible en mercados de valores del país o del exterior”.*

Esta norma luce mucho más coherente con los mercados internacionales, que el actual artículo 62bis.

Espero que estas reflexiones sean de utilidad.

Seguinos en www.abogados-inhouse.com

No dejes de escuchar nuestros podcasts de jurisprudencia.