

## Ejercicio del derecho de suscripción preferente

JOSE LUIS ALVAREZ ALVAREZ  
Notario de Madrid

SUMARIO: I. *Introducción. El derecho de suscripción preferente.* 1. Concepto y aparición. 2. Reconocimiento legal y fundamento. a) Razones prácticas. b) Razones lógicas. 1.º El beneficio y el dividendo. 2.º Derecho del socio a los beneficios. 3.º El patrimonio y el capital. Clases de reservas. c) Derecho comparado. 3. Naturaleza jurídica.—II. *Procedencia del derecho de suscripción preferente.* 1. Aumento por transformación. 2. Aumento por aportaciones in natura. a) Aportaciones no dinerarias especiales. b) Aportaciones de bienes genéricos. c) Aportaciones, parte en dinero y parte en otros bienes. d) Órgano que decide el aumento. 3. Aumento por absorción. 4. Aumento por conversión de obligaciones en acciones. 5. Exclusión del derecho de suscripción preferente por acuerdo de la Junta. 6. Condicionamiento del derecho de suscripción preferente, por acuerdo de la Junta. 7. Coordinación de la emisión con prima y el derecho de suscripción preferente. 8. Existencia de diversas clases de acciones. 1.º, Acciones de diverso valor nominal. 2.º, Emisión de acciones ordinarias y privilegiadas existiendo sólo ordinarias. 3.º, Existencia de acciones ordinarias y privilegiadas. a) Emisión sólo de acciones ordinarias. b) Emisión sólo de acciones privilegiadas. 4.º, Existencias de acciones ordinarias y privilegiadas y emisión de ambos tipos.—III. *Titularidad del derecho de suscripción preferente.* 1. Norma general. 2. Personas distintas de los socios. A. Personas extrañas a la Sociedad. B. Personas interesadas en la Sociedad. a) Fundadores y promotores. b) Obligacionistas. c) Directores y Administradores. d) Tenedores de bonos de disfrute. e) Trabajadores. 3. Sociedad titular de sus propias acciones. 4. No ejercicio parcial del derecho de suscripción preferente respecto a las acciones emitidas. 5. El derecho de suscripción preferente y la participación de capital extranjero en la Sociedad. 1.º, Colisión de leyes. 2.º, Problemas de derecho transitorio. 6. Acciones en usufructo. 1.º, Aumento por transformación de reservas o plusvalías. 2.º, No ejercicio del derecho de suscripción preferente por el nudo propietario. 3.º, Ejercicio del derecho de suscripción preferente por el nudo propietario. 7. Acciones de los cónyuges en régimen de gananciales. 8. Acciones en sustitución fideicomisaria. 9. Acciones en prenda, comunidad, transmitidas condicionalmente o sujetas a reserva.—IV. *Negociabilidad del derecho de suscripción preferente.* 1. Privación de tal posibilidad al derecho de suscripción preferente. a) Falta de norma en los Estatutos. b) Regulación estatutaria del caso. c) Modificación del régimen por acuerdo posterior. 2. Dependencia del negocio de venta de la eficacia del aumento de capital. 3. Límites de la negociabilidad.

## I

INTRODUCCION. EL DERECHO DE SUSCRIPCION  
PREFERENTE

I. CONCEPTO Y APARICIÓN.—La Ley española de Sociedades Anónimas llama derecho de suscripción preferente al que, en caso de aumento de capital con suscripción de nuevas acciones, corresponde a los accionistas, de suscribir una parte de ellas, proporcional al número de las acciones antiguas que posean.

Aun antes de la Ley de 1951, al amparo de las viejas normas de nuestro Código de 1885, la práctica había acogido este derecho y la mayoría de las Sociedades lo imponían en sus Estatutos como uno de los derechos típicos de los socios. Los Estatutos de las Sociedades, obra en su mayoría de los Notarios españoles en su función de asesoramiento, repetían esta norma que había llegado a convertirse en una cláusula de estilo.

Tan fue esto así que algún autor, como ANTONIO BOUTHELIER (1) llegó a defender que el derecho de suscripción preferente tenía el rango de uso mercantil normativo en Derecho español, pues reiterado una y otra vez en los Estatutos, reconocido por la inmensa mayoría de las Juntas que acuerdan una ampliación de capital, y vital para mantener incólumes los derechos políticos y económicos de los accionistas, puede considerarse como de aquellas cláusulas típicas del contrato que se destacan de la voluntad de las partes, se aíslan de ella y se convierten en normas objetivas de Derecho, al amparo de la fuerza que el artículo 2.º C. de c. reconoce a los usos mercantiles.

Incidentalmente, otros autores, como VICENTE Y GELLA (2) e INFANTE (3), habían reconocido este carácter; pero fué BOUTHELIER quien defendió que su práctica reunía todos los requisitos del uso y que, por tanto, la Junta no tenía facultades para anularlo o desconocerlo.

Lo cierto es que, aun sin ese carácter, que no se puede afirmar que tuviera, las razones que luego expondremos imponían su existencia; el T. S. había resuelto diversos casos en los que se reconocía ese derecho (4); y desde 1940 una serie de leyes habían empezado a ocuparse de él con mayor o menor acierto (5).

(1) RDM. Vol. X. Número 30, ps. 365 y 366. "En nuestra opinión —concluye— el derecho de suscripción preferente tiene el rango de uso mercantil normativo en el Derecho español. En consecuencia, procede negar facultad a la Junta General para anularlo o desconocerlo y el acuerdo así adoptado podrá ser impugnado por el socio que haya visto desconocido su derecho por la Asamblea".

(2) *Curso de Derecho Mercantil comparado*. Vol. I, Zaragoza, 1944; p. 215.

(3) RDM. Vol. II. Número 4; p. 161.

(4) SS. de 9 noviembre de 1891, 8 de noviembre de 1893, 14 de mayo de 1929, 31 de mayo de 1930, 18 de abril de 1934, 23 de enero de 1947, 20 de diciembre de 1952 y 24 de noviembre de 1960, entre otras.

(5) La Ley de Reforma Tributaria, de 16 de diciembre de 1940, al considerar

2. RECONOCIMIENTO LEGAL Y FUNDAMENTO.—La Ley de Sociedades Anónimas lo consagra en su artículo 39 como uno de los derechos mínimos que atribuye la acción y que determinan la condición del socio, al lado del derecho de voto, del de participar en el reparto de las ganancias sociales y del de participar en la liquidación, es decir, como uno de los derechos individuales o sustanciales del accionista. El artículo 92 contiene el desarrollo de la norma y dice: “En toda elevación de capital con emisión de nuevas acciones, los antiguos accionistas podrán ejercitar, dentro del plazo que a este efecto les conceda la administración de la Sociedad, y que no será inferior a un mes, el derecho a suscribir en la nueva emisión un número de acciones proporcional al de las que posean”. La Ley de Sociedades Limitadas de 17 de julio de 1953 reconoce expresamente en su artículo 18 el mismo derecho en el caso de aumento de capital a los socios para asumir una parte proporcional de las participaciones.

La Ley con esto no ha hecho sino ajustarse a las enseñanzas de la práctica, a las necesidades de la lógica y a los ejemplos del Derecho comparado, viniendo a llenar una necesidad fuertemente sentida en la regulación del Derecho de Sociedades.

a) A las enseñanzas de la práctica, pues, como hemos indicado, todas las grandes Sociedades cuyas acciones se cotizaban en Bolsa tenían establecido, y aun la mayor parte de las pequeñas Sociedades Anónimas—verdaderos patrimonios separados por vía de creación de una personalidad jurídica, sociedades familiares que en realidad no eran sociedades anónimas en la primitiva concepción de la figura—también.

b) A las necesidades de la lógica, pues el fundamento del derecho de suscripción preferente está enraizado en la misma entraña, organización y condición de la Sociedad Anónima.

---

a efectos fiscales “puro ingreso” de la empresa “las plus-valías obtenidas de la negociación de las propias acciones de las compañías a tipo superior al nominal”, vino a favorecer las emisiones a la par, y con ello la extensión del derecho de suscripción preferente.

Este criterio se modifica después en una serie de disposiciones que tratan con excesiva rigurosidad a este derecho.

La Ley de 10 de noviembre de 1942, exige autorización del Ministerio de Hacienda para la constitución de sociedades cualquiera que sea su capital, cuando se da derecho preferente de suscripción a otras entidades o a los accionistas de otras entidades.

La Ley de 15 de mayo de 1945 exige previa autorización ministerial para la emisión o puesta en circulación de acciones cuando se reserva el derecho de suscripción a los poseedores de otros títulos previamente circulantes, aunque el capital no llegue a cinco millones.

La Ley de 31 de diciembre de 1946, dispone que cuando se reserve a los antiguos accionistas o a otras personas el derecho preferente de suscripción se deberá exigir además del valor nominal la parte proporcional de reservas imputable a cada uno.

La Orden de 28 de febrero de 1947 refunde estas disposiciones y mantiene la autorización del Ministerio de Hacienda cuando se reserve derecho de suscripción a los poseedores de otras acciones.

Aunque sea someramente, pues no quiero extenderme en ideas que más corresponderían a un estudio del fundamento del derecho de suscripción preferente, es conveniente aquí recordar cuál es la verdadera situación económica de una Sociedad de capital fijo y responsabilidad limitada (que son precisamente los caracteres de las Sociedades Anónimas y Limitadas).

Los dos distintos valores que tienen las acciones, el nominal y el efectivo, corresponden a dos distintos elementos: el capital y el patrimonio. Estos dos conceptos que en un momento inicial pueden coincidir (o aún ni siquiera eso por la posibilidad de acciones con prima *ab origine*; art. 36 L. S. A.), se empiezan a separar inmediatamente. La Sociedad va desarrollando sus actividades y automáticamente se empiezan a producir una serie de fenómenos.

r) El beneficio no coincide con el dividendo. El beneficio neto "es el exceso de los ingresos sobre los gastos del ejercicio recogido en la cuenta de pérdidas y ganancias, regularmente aprobada" (6). El beneficio neto es puramente la indicación de valor de una parte del patrimonio social que ha de ser destinado por los Estatutos o por la Junta a incrementar el capital, a repartirse entre los socios, a cubrir pérdidas anteriores, reconstituir el capital o a amortización del activo. Sólo en uno de esos casos el beneficio se convierte en dividendo (7).

Por este camino se crean las reservas, bien estatutarias, facultativas o legales. A veces los mismos Estatutos dan a conocer ya al socio que entra en la Sociedad en esas condiciones, que una parte de las ganancias se destina a reservas; otras veces es la Junta general la que, con una mayoría normal, adopta esa decisión; y otras, por último, la misma Ley la que, por razones de economía nacional de seguridad del tráfico y de durabilidad de las personas ficticias creadas

(6) La determinación y la distribución del beneficio neto en la Sociedad Anónima, FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, Roma-Madrid, 1955. Cuadernos del Instituto Jurídico Español, núm. 3; p. 30.

(7) Confundir el beneficio de la Sociedad con el beneficio del socio (dividendo), encierra un grave error. Decir que el beneficio neto es una parte del patrimonio social que ha sido producida por él, y que pertenece a los socios, porque éstos les corresponde el derecho de goce sobre ese patrimonio, es olvidar la distinción primaria entre Sociedad y socio, y que el patrimonio no pertenece a los socios, sino a la Sociedad, que como persona jurídica es titular del derecho de goce sobre el mismo.

Los beneficios no se convierten en dividendos en su totalidad casi nunca. La particular dialéctica que se produce entre el interés de los socios y el de la Sociedad, se manifiesta aquí claramente. La Sociedad, defendida por los Administradores, tiende a robustecerse por medio de esos beneficios no repartidos que constituyen como un seguro de vida y actuación. El interés de los socios, sobre todo de los socios puramente inversionistas o capitalistas, no tanto de los directores, fundadores o industriales, es sacar a su capital la mayor renta posible; pero la capitalización y el ahorro son para la Sociedad, para su vida, solidez, estabilidad y crédito tan necesarios que el mismo legislador protege la formación de esos fondos especiales detraídos de los beneficios.

o amparadas por el ordenamiento —personas jurídicas— impone la formación de esas reservas (art. 106 L. S. A.).

2) Aun la parte de beneficios que no se destina a reservas no pertenece al socio de forma efectiva o mejor aún no la puede reclamar en cualquier momento. El socio tiene un derecho abstracto a participar en el reparto de las ganancias, pero no tiene derecho concreto al dividendo, sino cuando la Junta lo ha fijado y hecho exigible (8).

El socio no puede ser privado de su derecho abstracto, que es un derecho individual, pero sí de su derecho concreto por acuerdo de la Junta. Y entretanto, durante el ejercicio, hasta que no se fijan los dividendos, tiene un derecho a esa parte de beneficios pendiente de aplicación, que pueden llegar a ser dividendos, pero puramente expectante.

3) El activo de la Sociedad se compone de una serie de elementos: muebles, inmuebles, créditos, metálico, etc. Todos estos elementos tienen una valoración inicial que coincide, a veces ni siquiera eso, con un valor real. Pero en seguida se empiezan a producir dos fenómenos:

a) La Sociedad fija un plan de amortizaciones de sus elementos del activo (9).

b) Además de las causas intrínsecas, operan sobre el patrimonio otras causas extrínsecas, que pueden producir importantes revalorizaciones, reales o ficticias.

Reales, como, por ejemplo, la que se produce con los terrenos industriales, con el ensanche de las ciudades. Precisamente éste es un fenómeno universal y corrientísimo. Una Sociedad industrial que surge necesita una fábrica, almacén o negocio en una zona industrial de una ciudad donde, además de ser más barato el terreno, tiene más facilidades administrativas, etc. El simple transcurso de los años produce el efecto necesario de que al extenderse la ciudad —y vivimos una época en que esto está sucediendo fatalmente—, aquella zona se convierte en más céntrica y, por tanto, aumenta de valor, aumento que no se refleja en el balance porque implicaría un beneficio tributable y que, por lo tanto, constituye una reserva oculta.

Ficticias, como, por ejemplo, la que se produce como consecuencia de la progresiva desvalorización de la moneda. Si existe otro

---

(8) *Sobre el derecho al dividendo* vd.: SÁNCHEZ CALERO, ob. cit.; página 127. GARRIGUES, URÍA. *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. Madrid, 2.ª edición. Tomo I, p. 401 y tomo II, p. 397.

(9) Con relación a los fines que persigue, o a su marcha, ese plan va más o menos deprisa. La Sociedad, por ejemplo, fija un 10 por 100 o un 20 por 100 de amortización anual, de forma que a los diez o cinco años se ha detraído de los beneficios una cantidad para sustituir esos bienes que se considera que ya son inútiles, inservibles o sin valor. Pero la realidad puede no coincidir con la planificación. Es más, en una Sociedad cauta y ordenada no coincidirá, y así sucederá que se podrá sustituir el equipo o maquinaria para seguir en condiciones de competir, aunque aún no sea rigurosamente necesario. Así en esos bienes que están totalmente amortizados, que contablemente carecen de valor, prácticamente tienen un valor indudable. Incluso, cuando se trata de inmuebles, pueden conservar el mismo o superior valor.

fenómeno fatal es éste. La evolución de la moneda no ha cambiado de signo desde los tiempos de la Monarquía y la República en Roma (10). La unidad monetaria constantemente disminuye su valor adquisitivo. Los índices actuales son evidentes.

El índice del coste de la vida ha aumentado en España de 75 en 1955 a 118 en 1962; en Francia, de 83 en 1955 a 119 en 1962; en Italia, de 93 en 1955 a 109 en 1962, y el cambio es constante y progresivo (11).

Así, los bienes valorados, por ejemplo, en mil, aunque sigan valiendo lo mismo, o aún menos, necesitan como equivalentes un número de unidades monetarias, de ese dinero más barato, superior a mil; es decir, su valor nominal no corresponde a su valor efectivo. Se produce así una discordancia entre su valor contable y su valor real, que, aunque ni suponga revalorización real, supone una revalorización monetaria que produce otra reserva oculta.

Por todo ello, la acción no representa, aun desde el punto de vista patrimonial, que es el único que por ahora tocamos, una cuota en el capital. La acción es más bien una cuota del patrimonio, o mejor aún indica la proporción, una centésima, una milésima, que se tiene en la Sociedad. En los Estados Unidos y en otros países, incluso se admiten las acciones sin valor nominal, que representan únicamente una parte alícuota de la Sociedad. En Estados Unidos fueron introducidas por primera vez en 1912, en el Estado de Nueva York, y hoy están admitidas en la mayoría de los Estados (12), y se admiten las acciones con valor nominal (*par value shares*) al lado de las acciones sin valor nominal (*no par value shares*) (13). En Bélgica están expresamente admitidas por la legislación mercantil (14).

Si se quiere descomponer esa acción, especificar lo que representa desde un punto de vista patrimonial, habrá que reconocer que atribuye al menos, como enseñaba LARRAZ (15), una cuota en el capital, una cuota en las reservas y una cuota en los beneficios pendientes de aplicación. Es por ello que las acciones tienen inmediatamente dos valores: el nominal y el de mercado o efectivo o real.

Cuando se aumenta el capital, por cualquier procedimiento que sea, se produce el siguiente fenómeno: Las nuevas acciones, sumadas a las antiguas, hacen que la cuota de éstas en el patrimonio disminuya proporcionalmente. Es decir, si una Sociedad de medio

(10) En el año 485 antes de J. C. al crearse la moneda de plata, el sextercio de diez ases valía lo mismo que un as antiguo, y el año 535 antes de J. C., un as pesaba ya la décima parte de su peso primitivo.

(11) Datos del informe económico de 1962 publicado por el Banco de Bilbao.

(12) *Les Sociétés commerciales aux Etats-Unis d'Amérique*, HUBERT LEFARGNEUR, París 1951; p. 173.

(13) *Le Società per azioni negli Stati Uniti*, ANGELO PIERO SERENI, Milán, 1951; p. 43.

(14) Arrêté royal de 30-XI-1935, artículo 41.

(15) El usufructo y la sustitución fideicomisaria sobre títulos-valores. RDM. Volumen III, núm. 7; p. 11.

millón de capital, con acciones de mil pesetas, se eleva a un millón, automáticamente cada acción se convierte en la mitad de una quinienta-ava parte del patrimonio y, por tanto, las nuevas adquieren no sólo una milésima del capital, sino de las reservas y de los beneficios acumulados, que sustraen a las acciones antiguas.

Pero, además de esta razón económica, de absoluta justicia, que sería suficiente para justificar el derecho de suscripción preferente, existen otras de tipo político o de mando en la Sociedad. Ese perjuicio se podría evitar emitiendo las acciones nuevas con prima siempre que ésta equivaliera a la diferencia entre capital y patrimonio. lo que en sí es enormemente difícil de calcular en forma exacta (16).

Pero la emisión con prima, aunque deje a salvo los derechos económicos de los accionistas, no protege otros derechos tan respetables como esos.

En primer lugar, en las Sociedades la tenencia de un porcentaje de acciones es esencial para el ejercicio de ciertos derechos: diez por ciento para el nombramiento de censores de cuentas (art. 108 L. S. A.), convocatoria de Juntas extraordinarias (art. 56), petición de responsabilidad a los Administradores (art. 80); veinticinco por ciento para cierta información en las Juntas (art. 65); mayorías especiales para determinados acuerdos (art. 58) o para nombrar Administradores (art. 71), etc.

Al aumentar el capital, si se priva a los accionistas de suscribir una parte proporcional, quedarán reducidos automáticamente sus porcentajes y se encontrarán con que han perdido el derecho a hacer que se convoque la Junta, a tener un Administrador en el Consejo, o a exigir responsabilidad a los Administradores, etc., todo lo cual puede tener una trascendencia en el interés en la Sociedad, en la marcha de ésta y hasta en los resultados económicos de las acciones.

En segundo lugar, la simple disminución del valor de la opinión como consecuencia de la reducción del voto en relación con la totalidad es suficientemente grave como para justificar aquel derecho (17). De sobra es sabido que el cambio de mayoría a minoría

---

(16) En efecto, la prima ha sido otra solución tradicional para el caso de emisión de nuevas acciones con aportación de nuevos capitales. Pero el derecho de suscripción preferente y la emisión con prima son dos situaciones con fines coincidentes sólo en parte. El derecho de preferencia es un método de garantía más completo para los antiguos accionistas, mientras que la prima es más favorable desde el punto de vista de fortalecimiento de la empresa, ya que mantiene la proporción existente antes del aumento entre el capital y el patrimonio. Sobre la prima de cuestión vd: L. de 31 de diciembre de 1946, Orden del Ministerio de Hacienda de 28 de febrero de 1947. Orden de 19 enero de 1952 y Orden de 26 de marzo de 1952.

(17) En el derecho de los Estados Unidos se consideraba que la principal razón del derecho de suscripción preferente era evitar que los socios perdieran por emisión de nuevas acciones su derecho de control. Con la aparición de acciones sin voto se ha visto más clara esta relación; la mayoría de los Estados permiten negar ese derecho a los tenedores de acciones sin voto para evitar que puedan llegar a adquirirle si se emiten acciones ordinarias,

puede ser razón determinante para que deje de interesar una Sociedad, y que una persona o grupo puede no estar interesada en una Sociedad sino sobre la base de gobernarla o dirigirla y al privársele de su mayoría por el procedimiento de aumentar el capital, puede burlarse o hacerse desaparecer uno de los requisitos o presupuestos que le indujeron a entrar en la Sociedad.

c) Estas razones son de tanto peso que han hecho que poco a poco las legislaciones hayan ido introduciendo el derecho de suscripción preferente, y así el Derecho comparado sirvió de ejemplo a nuestro legislador a la hora de decidir sobre la introducción y admisión de dicho derecho.

El Decreto de 8 de agosto de 1935 regula en Francia el derecho de suscripción preferente, reconociendo este derecho a las acciones de numerario que se emitan en un aumento de capital (art. 1.º). Sólo se puede excluir este derecho por la Junta General con especiales quorums y mayorías (art. 5.º), y es preciso que el Consejo indique en un informe previo los motivos del aumento, el nombre de las personas, el tipo de suscripción y las bases sobre las que éste se ha determinado (art. 6.º); el Consejo de vigilancia debe asimismo informar a la Asamblea si el del Consejo le parece exacto y sincero (art. 7.º), y la garantía de estos informes se logra amenazando con fuertes sanciones para el caso de que fueran fraudulentos (18).

La ley alemana de 30 de enero de 1937 reconoce en su artículo 153 un privilegio de suscripción a los accionistas proporcional a las acciones que tenían, y para suprimirlo o restringirlo se necesita que se tome el acuerdo en la decisión relativa al aumento de capital y por una mayoría al menos de tres cuartas partes del capital representado en la Junta. Y ese derecho de suscripción preferente es transferible y negociable (19).

En derecho suizo, el art. 652 C. o. concede a los socios el derecho a suscribir una fracción de los nuevos títulos proporcional a las antiguas acciones que poseían. Pero este derecho no se considera como un derecho individual (20), y se reconoce sólo en tanto los Estatutos o la Asamblea general no tienen norma en contrario.

El C. italiano en su artículo 2.441 establece que las acciones ordinarias de nueva emisión deben ser ofrecidas en opción a los accionistas en proporción a las que tengan. Se exceptúa el caso de que se suscriban contra aportaciones in natura, o que se excluya el derecho de opción por acuerdo de la Junta que represente más de la mitad del capital social, siempre que el interés de la Sociedad lo exija, o que se

y en cambio, se permite emitir estas acciones sin que exista derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas. LEPARGNEUR, *ob. cit.*; p. 216.

(18) A. JOLY, *Dictionnaire du Droit des Sociétés Anonymes*; p. 112.

(19) *La loi allemande sur les Sociétés par actions*. DURONDIER y KÜHLEWEIN; París, 1954.

(20) *Le droit des Sociétés anonymes en Suisse*. F. DE STEIGER, Lausanne, 1950. p. 299.



trate de emitir acciones privilegiadas, o en parte cuando se ofrezcan las acciones a los dependientes de la Sociedad.

En los Estados Unidos este derecho pertenece por derecho común al accionista; para eliminar esta presunción es preciso una ley del Estado. Así sucede por ejemplo en Indiana y California donde no hay "preemptive right" si no lo han establecido los Estatutos.

El derecho de suscripción preferente tiene un origen muy antiguo; el "leading case" es una resolución del Tribunal del Estado de Massachusetts de 1807, pero su extensión ha disminuído según LEPARGNEUR (21). Siempre se han reconocido además ciertas excepciones: no se da respecto a las acciones de tesorería, es decir, las que se hallan en poder de la Sociedad, o respecto de las acciones emitidas, pero no en circulación como consecuencia de conservarse en cartera, ni respecto de las que se suscriben mediante aportaciones en natura.

En Argentina, aunque no esté reconocido el derecho de suscripción preferente, RIVAROLA (22) señala que con frecuencia se emiten acciones con prima y que es usual también establecer en los Estatutos al tomar el acuerdo de aumento de capital, el citado derecho, en forma proporcional a los accionistas antiguos, para resarcirles así de la pérdida de parte de las reservas, o bien negociando su derecho, o bien suscribiendo las nuevas acciones. En Bélgica, en cambio, no existe derecho de suscripción preferente si los Estatutos no lo han establecido (23).

3. NATURALEZA JURÍDICA.—Aunque sea de forma muy somera, pues no pretendemos en esta ocasión entrar en el fondo del problema (24), vamos a recoger las posiciones dominantes sobre la naturaleza de este derecho y decir cuál es su verdadero carácter, pues sólo así podremos después examinar los problemas prácticos que hemos de abordar y que son el objetivo de este trabajo.

La primera teoría o idea que surgió fué la de que el derecho de suscripción preferente era un fruto de la acción; es la visión más ingenua. Es la postura de la S. T. S. de 9 de noviembre de 1891. Si el derecho de suscripción preferente tiende a defender el derecho del socio a los beneficios no repartidos, y a las reservas, y los beneficios son el fruto natural de la acción—se argumenta—, aquel derecho es, en realidad, un fruto de ésta que equivale a aquéllos.

Toda esta teoría prescinde de un hecho fundamental sobre el que ya hemos insistido otras veces: la inadaptabilidad de los conceptos

(21) Obra citada, p. 218. Este autor y SERENI citan como las obras más interesantes para el estudio del derecho de suscripción preferente en este país las de A. H. FREY, *Ialc Law Journal*. Marzo, 1929; p. 563 y de H. S. DRINKER, JR. *Harvard Law Review*. Febrero, 1930; p. 586.

(22) *Sociedades Anónimas*. Cuarta edición. Buenos Aires, 1942. Tomo III, página 60.

(23) FREDERICQ, *Principes de Droit Commercial belge*. Saute, 1930. Tomo II, página 414.

(24) Sobre la naturaleza del derecho de suscripción preferente ver en la doctrina española BOUTHELLIER, ob. cit., p. 338 y ss.

civiles al derecho mercantil. Ni las ganancias son fruto, ni el dividendo es idéntico al beneficio; ni las reservas son frutos acumulables; ni el derecho de suscripción preferente es la forma exclusiva de participar en los beneficios no repartidos, ya que puede existir aun cuando se emitan las acciones con prima.

Ya MONTESSORI (25) opinaba que "el derecho de opción no es un rédito, sino el derecho de ser preferido a otro en la formación de un negocio jurídico". STAUB-PINNER dice que "es difícil hacer entrar este derecho en el concepto de fruto, ya que no se trata de un derecho que brota inmediatamente de la cosa (el título), sino más bien de un derecho ligado a la acción de adquirir nuevas acciones a título oneroso".

ASCARELLI (26) niega que tenga el carácter de fruto, y cree que constituye un derecho *ab origine* inherente a las acciones antiguas y encaminado a impedir que el valor de éstas pueda resultar perjudicado por medio de un aumento de capital.

El T. S., en S. de 23 de enero de 1947, ha dicho que "el derecho de suscripción de nuevas acciones atribuido a los accionistas de una Sociedad Anónima no es fruto de las antiguas, ya que el fruto es algo producido por la cosa que lo da, y es evidente que las acciones nuevas no pueden estimarse generadas por las antiguas, cuyo fruto o producto son los dividendos repartidos a los accionistas o prestaciones que tengan igual carácter".

Al lado de ésta surgieron toda una serie de teorías que son verdaderas variantes de ella.

SAUTAI la considera un producto porque, como ellos, "sale de la cosa agotando su sustancia, porque no se reproduce o lo hace muy lentamente" (27).

El Tribunal de Casación francés, en S. de 1903, consideró que las acciones nuevas suscritas en virtud de un derecho preferente eran un aumento que experimentaban los bienes de los cuales éste dimanaba y que seguían la condición de las acciones antiguas de las cuales dependían como accesorios, y en S. de 1935 reafirma esta idea.

En otras ocasiones, más que explicar la naturaleza jurídica del derecho de suscripción preferente, simplemente se describe, como hace LANDEROLIN cuando dice que es "la compensación de la pérdida que el aumento de capital origina a las acciones antiguas", o los que señalan que es una fracción de la acción antigua, o una desmembración de ella y representan parte de los productos sociales capitalizados (ASQUINI (28).

BOUTHELIER cree que el derecho de suscripción preferente es un

(25) *Il diritto d'opzione nella emissione di nuove azioni*. Riv. Dir. comm. 1921. Tomo I, p. 466.

(26) ASCARELLI, *Usufructo di azioni e diritto di opzioni*. Riv. Dir. comm. 1943; p. 165.

(27) *L'usufruit des valeurs mobilières*, Dalloz París, 1925, citado por BOUTHELIER.

(28) *Usufrutto di quote sociali e di azioni*. Riv. Dir. comm. 1947; p. 12 ss.

elemento esencial de la acción, una de sus partes constitutivas. Para que la acción exista con un verdadero carácter de cuota de participación en la dirección de la Sociedad y cuota de participación en el patrimonio social es indispensable que forme parte de ella el derecho de suscripción preferente (29).

MESSINEO (30) lo considera en tanto no se separa de la acción como un derecho corporativo, conexo a la cualidad, al *status* de socio; responde al propósito de salvaguardar a favor del accionista la integridad de su participación en el patrimonio social, con lo que llega a ser uno de los llamados "derechos individuales del accionista".

SÁNCHEZ TORRES (31) cree que el derecho de suscripción preferente no puede considerarse renta, sino parte integrante del capital, es decir, que no es un producto, sino una ventaja que la acción proporciona.

A la vista de la regulación que todas las legislaciones indicadas contienen del derecho de suscripción preferente, se puede considerar que no es sino una manifestación o una consecuencia del *status* de socio. Es decir, una de las facultades que la tenencia de la acción concede. El problema existe por el intento de trasladar conceptos civilísticos al campo de las Sociedades que tiene una especial estructura. Lo mismo que nadie se ha planteado si el derecho de voto o el de la cuota de liquidación es un fruto, debe hacerse con el derecho de suscripción preferente. Es una de las manifestaciones de la condición de socio que, junto con otras, en un haz, forma ésta. Lo mismo que el derecho de voto protege el aspecto político o de intervención y el derecho al dividendo el aspecto de rentabilidad, el de suscripción preferente tiene un doble o mixto carácter político-económico que protege la posición de proporcionalidad y la participación en el exceso del patrimonio sobre el capital.

La mayor parte de la doctrina destaca el carácter patrimonial; pero creemos que es más acertada la posición de MICCIO (32) y otros autores que le considera como derecho mixto o político-patrimonial.

Se trata de uno de los llamados derechos individuales del accionista que forman, como la ley española literalmente dice, el contenido mínimo de la acción. Como tal, forma parte integrante de ella, hasta el punto de que en Derecho español se mantiene por la mayoría de los autores, entre ellos GARRIGUES y URÍA (33), que no puede ser eliminado en ningún caso ni aun por acuerdo de la Junta con mayorías reforzadas.

Como hemos visto, la razón y esencia del derecho de suscripción

(29) Obra citada, p. 356.

(30) *Variazioni del capitale e collazione di azioni donate*, en Studi di diritto delle società, Milano, 1949; p. 145.

(31) *Usufructo de acciones de sociedades mercantiles*. Editorial RDP, Madrid, 1946; p. 90.

(32) MICCIO, *Il diritto d'opzione nell'aumento di capitale della Società per azioni*, Nápoli, 1957.

(33) Obra citada, tomo I, p. 405.

preferente son claras, pero la regulación que de él hacen todas las legislaciones es extraordinariamente somera. Se limitan a reconocer este derecho y, a lo sumo, a determinar los casos más importantes en que procede o no su ejercicio.

Sin embargo, la práctica ofrece una numerosa serie de problemas, muchos de ellos de extraordinaria importancia, y notables repercusiones económicas. A su planteamiento y examen va dirigido este trabajo.

Algunos de ellos han sido tratados o al menos comentados por la doctrina o jurisprudencia de este o aquel país; pero la mayoría sólo son tocados incidentalmente, y se hallan, al menos en nuestro Derecho, huérfanos de todo examen. Este primer ensayo de estudio de la problemática del derecho de suscripción preferente en su ejercicio pretende exponer un repertorio de casos sugerentes y aptos para ser objeto de examen más reposado.

Aunque en realidad todos los problemas que vamos a exponer tienen independencia propia, los vamos a clasificar en tres grandes grupos, por razones de sistemática:

Problemas determinados por la forma del aumento de capital, o procedencia del derecho de suscripción preferente.

Problemas referentes al sujeto del derecho de suscripción preferente, o titularidad de este derecho.

Problemas referentes a la negociabilidad del derecho de suscripción.

## II

### PROCEDENCIA DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

1. AUMENTO POR TRANSFORMACIÓN.—La Ley de S. A. reconoce en su artículo 88 que el aumento de capital puede hacerse en diversas formas: nuevas aportaciones al patrimonio, transformación de reservas o plusvalías en acciones y conversión de obligaciones en acciones.

El artículo 92 dice que “en toda elevación de capital con emisión de nuevas acciones” procede el derecho de suscripción preferente, de lo cual parecería poder entenderse ya que nuestro derecho no establece excepción ninguna, que también en el caso que examinamos hay que tener en cuenta ese derecho. Pero si se examina a fondo el mecanismo de ese aumento se ve que es imposible sostener ese criterio.

Cuando se trata de transformación de reservas o plusvalías, cabe que el aumento se haga incrementando el valor nominal de las acciones viejas, con lo que en realidad lo que se está haciendo es procurar que reflejen una cuota del patrimonio y no sólo del capital, o emitiendo y entregando gratuitamente acciones nuevas por el importe del aumento.

Quizá el artículo 92 dice que se da el derecho de suscripción preferente en "toda emisión de nuevas acciones", y no exceptúa el aumento por transformación de reservas por considerar que este aumento se producirá mediante el canje de las antiguas por las nuevas o por estampillado. En todo caso, el procedimiento mecánico es indiferente; lo que importa es que se trata de un tipo de aumento con entrega gratuita, en el que no cabe hablar propiamente de derecho de suscripción preferente, ya que no pueden resultar afectados los extraños, pues se ofrece automáticamente a los poseedores de acciones. Por ello casi se puede afirmar que no actúa el derecho de suscripción preferente porque los fines que éste obtiene en los demás casos de aumento con suscripción y desembolso, se obtienen aquí por la misma esencia y forma del aumento.

URÍA (34) afirma que en este caso no hay derecho de preferencia, porque como las acciones se reparten necesariamente a los antiguos socios, se cumple la misma finalidad que persigue ese derecho. "No hay opción porque las nuevas acciones pertenecen a los antiguos accionistas por ministerio de la ley".

Por la misma naturaleza de las cosas, la solución es esta misma en todos los demás derechos. En Italia, el artículo 2.442 dice que "las nuevas acciones deben ser asignadas gratuitamente a los accionistas en proporción a las que ellos ya poseen".

Se puede dudar, sin embargo, qué sucedería en el caso de que alguien no quisiera las acciones nuevas gratuitas, o de que no tuvieran destinatario conocido. El primer supuesto es dudoso porque el acuerdo de aumento tomado por la Junta obliga a los socios y la adjudicación es automática. Pero así y todo cabe pensar en que es necesaria una aceptación o un desapoderamiento inmediato, o una renuncia al derecho en cuanto que normalmente nadie debe ser obligado a recibir lo que no quiere. El segundo supuesto es mucho más frecuente y de hecho hay Sociedades en las que se ha perdido la noticia de a quién corresponden ciertas acciones, que olvidadas en alguna caja de seguridad, o sin adjudicar en una herencia se pueden considerar perdidas.

En ambos casos falta una norma en la ley que venga a resolver el problema. Si se exige la suscripción, las acciones que no lo hayan sido quedarán a disposición de la Sociedad para ofrecerlas a otras personas, pero si como es normal no es preciso ese acto, entonces la norma más parecida que se podrá aplicar por analogía es la del artículo 44 L. S. A., que prevé el caso de que no se desembolsen los dividendos pasivos en la forma convenida.

Entre las soluciones que se ofrecen a la Sociedad, hay que excluir los números 1) y 2), ya que no hay nada reclamable; la 3) enajenar las acciones por cuenta y riesgo del socio moroso, sería la solución aceptable. La Sociedad debe poder proceder a la venta de las acciones en la forma y con las consecuencias del último párrafo del art. 44.

Esta solución es además la más acorde con la naturaleza de la ope-

---

(34) Obra citada, tomo I, p. 408.

ración. Las nuevas acciones son parte del patrimonio de la Sociedad que pertenece a ésta y a través de ella a sus socios. Si alguno de éstos rechaza ese beneficio o se desconoce su identidad, lo justo es que repercuta en beneficio de los demás socios, lo cual se logra ingresando en el patrimonio de la Sociedad el importe de esas acciones por medio de su venta a terceros.

Asimismo cabe plantearse el problema que se suscita en el caso de que se hagan dos aumentos de capital, uno por transformación y otro con suscripción y aportación. En el caso de que el primero se haga el de transformación y luego el otro, no hay dificultad, pero sí en el caso contrario, pues entonces los viejos socios que no hayan suscrito parte de las nuevas acciones, se encontrarán con que tienen una parte menor en las reservas y por tanto en las acciones nuevas, y en cambio los socios recién llegados recibirán gratuitamente unas acciones, consecuencia de unas reservas que ellos no han contribuido a formar.

ASCARELLI (35) cree que no se puede astutamente proceder a un aumento de capital por suscripción para después proceder a un aumento de capital con emisión de acciones gratuitas, burlando la norma del art. 2.442, y no puede dudarse que esta hipótesis se da cuando una misma Junta tome las dos deliberaciones haciendo preceder la de aumento de capital por suscripción. La deliberación es en este caso obviamente un fraude del derecho sancionado en el art. 2.442.

NOBILI (36) se inclina también a esa misma conclusión; pero no sólo porque signifique una burla del derecho de suscripción preferente, sino por el mecanismo que debe regir en los aumentos de capital con entrega de acciones gratuitas.

FERRI (37), en cambio, defendía antes de la publicación del Código, la posibilidad de la unión y condicionamiento de dos aumentos de capital, uno gratuito y otro oneroso, de forma que el derecho de opción se condicione asimismo al desembolso de la carga impuesta.

Para él, la operación es lícita porque nos encontramos en el campo en el que la posición del socio está subordinada a la de la Sociedad, puesto que se trata de un acto que mira a realizar los fines de ésta; si incluso se puede eliminar, si lo hubiere exigido el interés social, el derecho de opción, con mayor razón cabe limitarlo.

Desde nuestro punto de vista, no cabe duda que siempre que se pruebe el fraude al derecho de suscripción preferente, que es un derecho individual (art. 39 L. S. A.), será impugnabile el acuerdo y, por tanto, el aumento de capital por los socios perjudicados (artículo 67 L. S. A.); pero que tal fraude no hay razón para presumir que exista, siempre que subsigan dos acuerdos de aumento, el primero

(35) *Nuovamente in tema di acconti dividendo...*, in *Banca, borsa, titered, titoli di crédito*, 1956, I, p. 33.

(36) En *Il diritto d'opzione degli azionisti e i suoi limiti*. Rivista delle Società, 1957, vol. UU, p. 656 y ss., esp. 677, y en *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Giuffrè, 1958; p. 159.

(37) *Distribuzione di azioni gratuite collegata con emissioni a pagamento...*, en *Riv. dir. comm* 1939, II, p. 484 y ss.

por suscripción y aportación, y el segundo con cargo a reservas o plusvalías.

En efecto, si la emisión se ha hecho con prima que cubra la diferencia de patrimonio a capital, el mismo derecho tienen los nuevos socios, puesto que han colaborado en la formación de las reservas e incluso, aun en el caso de que no haya prima, los socios viejos se han podido reintegrar de esa diferencia o compensar de esa pérdida vendiendo su derecho.

En estos casos, igual protección merecen los socios antiguos y los nuevos, y no sería justo privar a éstos de una posición semejante a la de aquéllos, ni hacer diferentes categorías dentro de la Sociedad. ni que los viejos socios obtuvieran repetido un beneficio, vendiendo su cupón, que es aproximadamente el valor de su cuota en las reservas, y volviendo a percibir éstas con perjuicio de los nuevos socios a los que nadie ha regalado nada.

El caso sería distinto si en el primer aumento con suscripción y aportación no hubiera jugado el derecho de suscripción preferente, caso por ejemplo, de aportaciones *in natura* u otro semejante, o exclusión, cuando se pueda hacer, de ese derecho, pues entonces no cabe duda que el perjuicio de los antiguos accionistas sería evidente y hasta doble, y fácilmente cabría pensar en la impugnación de esos dos acuerdos sucesivos, bien por fraude, bien sencillamente por "lesionar, en beneficio de uno o varios accionistas, los intereses de la Sociedad" (artículo 67 L. S. A.).

2. AUMENTO POR APORTACIONES "IN NATURA".—El Derecho español regula, como es natural, las aportaciones *in natura* o no dinerarias en diversos artículos (arts. 17, 2.º; 31, 32, 90, 91 de la L. S. A., etcétera), estableciendo una serie de precauciones para su valoración, y para que el patrimonio de la Sociedad nunca sea inferior *ab initio* a su capital.

Los artículos 39 y 92, al tratar del derecho de suscripción preferente, olvidan este caso y no distinguen. El artículo 39 habla de "el derecho preferente de suscripción en la emisión de nuevas acciones", y el 92 de que "en toda elevación de capital con emisión de nuevas acciones, los antiguos accionistas podrán ejercitar... el derecho a suscribir...".

Una lectura simple de tales preceptos conduce a la creencia de que, aun en este caso, existe el derecho de suscripción preferente. Sin embargo, la doctrina y la práctica son unánimes en el sentido de que las aportaciones no dinerarias excluyen el derecho de suscripción preferente. URÍA (38) señala que la realidad tiene tanta fuerza que no cabe duda sobre la solución. Las aportaciones no dinerarias se concertan previamente por interés de la Sociedad, y sólo cuando se ha llegado a un acuerdo se procede a aumentar el capital. Según él, las acciones que se emiten son acciones que tienen destinatarios forzosos.

---

(38) Obra citada, tomo I, p. 408.

En realidad, la práctica española ha adoptado esta solución por tradición y por necesidad, pues si se admitiera esta excepción quedaría prácticamente imposibilitada la aportación de bienes a las Sociedades si no existiera unanimidad, lo cual va contra el principio de preferencia del interés de la Sociedad sobre los egoístas del socio, y contra el normal desenvolvimiento de las Sociedades, teniéndose que acudir al expediente de comprar esos bienes en el mercado y pagarlos, lo que, además de ser un rodeo inútil, cuando el propietario de ellos está dispuesto a recibir acciones en pago, es mucho más oneroso desde el punto de vista económico y fiscal.

A pesar de ello, no cabe duda que, con los textos legales en la mano, no le sería difícil a un accionista pretender la nulidad del acuerdo de aumento por haberse dejado de respetar ese derecho individual que le pertenece, que es el derecho de suscripción preferente. Es por ello que las Sociedades procuran tomar estos acuerdos por unanimidad o con las mayorías más copiosas.

Desde luego, habría sido preferible que nuestra ley hubiera recogido esta excepción. Así lo han hecho, por ejemplo, el artículo 1.º de la ley francesa de 1935, que se refiere a las acciones de numerario (39); la legislación americana, por entender que en este caso el derecho de suscripción preferente se opondría a los intereses de la Sociedad; y el Código italiano, en el artículo 2.441, párrafo primero. Y es más sorprendente que no se haya hecho teniendo el ejemplo de este último Código, al que tanta importancia, como modelo, dieron los redactores de nuestra ley.

La razón de ser de la excepción es para URÍA la especialidad de las aportaciones no dinerarias y la necesidad de un acuerdo previo con el futuro aportante. FERRARA (40) afirma que "es obvio que la Sociedad emite las acciones, no ya porque tiene necesidad de nuevos capitales, sino más bien para procurarse determinados bienes; tal finalidad se frustraría si aquéllas debieran ofrecerse en opción a los viejos accionistas".

GRAZIANI (41) lo justifica porque la Sociedad no tiene necesidad de nuevos capitales, sino de determinados bienes, que se han de aportar por quien los posea.

Para nosotros no nos cabe duda que la única razón por la que se justifica la excepción, es la misma que sirve de base a los otros dos casos que señala el artículo 2.441 del Código civil italiano; un interés de la Sociedad superior al interés de los socios por el que se les atribuye el derecho de suscripción preferente, que motiva que éste ceda ante aquél.

---

(39) El Tribunal del Sena en S. 17 enero 1949, citada por MOREAU (tomo I, página 612) ha confirmado que no es aplicable este derecho sino al caso específico de aportaciones en numerario.

(40) *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1952, p. 351.

(41) *Diritto delle Società*, Nápoli, 1962; p. 259.



En mi opinión, a favor de la no aplicación del derecho de suscripción preferente a este caso militan una serie de razones:

1.<sup>a</sup> La especialidad de los bienes pretendidos por la Sociedad que no pueden ser aportados por los socios indiferentemente.

2.<sup>a</sup> La necesidad de unos tratos y acuerdos previos para la adquisición de los bienes que el posible aportante no estaría dispuesto a hacer si supiera que llegado el momento del aumento de capital sólo podría participar en él si ningún socio se opusiera.

3.<sup>a</sup> La posibilidad de la Sociedad de interesar en ella a grupos poseedores de bienes interesantes que de otra manera nunca tendrían acceso a ella.

4.<sup>a</sup> La radical incompatibilidad que supondría admitir y regular especialmente las aportaciones no dinerarias y después mantener en este caso el derecho de suscripción preferente, que prácticamente haría imposible, sobre todo en las Sociedades grandes, por la natural dificultad de lograr la unanimidad, la efectiva aportación de elementos no dinerarios.

5.<sup>a</sup> La unánime oposición de la doctrina española (URÍA, GARRIGUES, GIRÓN TENA (42) y extranjera (43) y las enseñanzas del Derecho comparado.

6.<sup>a</sup> Incluso la letra del artículo 90 de la L. S. A., que dice: “en caso de aportaciones no dinerarias, el acuerdo se adoptará con conocimiento de la Memoria e informe a que se refiere el párrafo segundo del artículo diecisiete de esta ley, así como del nombre del aportante, y determinará el número de acciones que han de entregarse y las garantías adoptadas para la ejecución del compromiso, según la naturaleza de los bienes en que la aportación consista”. En efecto, en este párrafo se advierte que el convenio sobre la aportación es previo al acuerdo, y que éste versa no sobre los bienes, sino sobre los bienes como aportación, es decir, que el acuerdo recae sobre incluso el nombre del aportante, o sea, que cuando se vota el aumento, se vota al mismo tiempo quién ha de suscribir esas nuevas acciones que se emiten a cambio de las aportaciones.

Pero aunque hayamos llegado a esta solución, que, además, como hemos dicho, es la predominante en la práctica, no quiere esto decir que no existan casos de solución dudosa en la relación entre las aportaciones *in natura* y el derecho de suscripción preferente.

a) En Derecho italiano se excluye el derecho de opción, “salvo *che per deliberazione dell'assemblea debbano essere liberati in tutto o in parte mediante conferimenti in natura*” (art. 2.441, 1.<sup>o</sup>). Como consecuencia, se ha discutido si las aportaciones de créditos motivaban la misma excepción. NOBILI (44) entiende que debe tratarse en

(42) URÍA y GARRIGUES, *obra citada*, tomo I, p. 409; GIRÓN TENA, *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, p. 492.

(43) FRE, *obra cit.*, p. 619. DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale. Società*, Roma, 1952; p. 315. MOREAU, *La Société anonyme*, París, 2.<sup>a</sup> ed., s/f., tomo I, p. 612.

(44) *Obra citada*, p. 164.

forma semejante, dada la identidad de la *ratio legis*, y que la expresión *conferimenti in natura* ha traicionado la intención del legislador y debe ser interpretada extensivamente.

Tal problema debe considerarse resuelto en Derecho español, pues nuestra ley habla con mejor técnica de "aportaciones no dinerarias", con lo cual cualquier tipo de aportación que no sea de dinero merece ya un trato distinto. Y, además, el artículo 31 incluye dentro de las aportaciones dinerarias las que se hagan en moneda nacional y extranjera, y entre las "no dinerarias" las de muebles, inmuebles, derechos asimilados a ellos, derechos de crédito, empresas y establecimientos mercantiles. Y las mismas razones que abonan el especial trato para el caso de aportación de bienes muebles o inmuebles, se deben aplicar al caso de aportación de derechos de crédito, patentes, procedimientos de fabricación, estudios técnicos, etc.

b) Cabe que se trate de aportaciones *in natura* pero que sean los bienes genéricos, no individualizados. En este caso parece que falta la razón de ser de la excepción, y que admitir ésta sería abrir un camino para eliminar siempre que se quiera el derecho de suscripción preferente. En efecto, bastaría admitir como aportaciones títulos-valores de fácil adquisición para con ello admitir a personas distintas de los socios, y luego, vendiendo esos títulos, que tienen un valor casi fijo en el mercado, conseguir que entre en el patrimonio dinero, sin que, no obstante, los socios antiguos hayan podido usar su derecho de suscripción preferente.

ASCARELLI (45) cree que hay que estar a la letra de la ley, y que, por lo tanto, las aportaciones *in natura* podrían consistir incluso en bonos del tesoro; NOBILI (46), en cambio, no cree que exista, en el caso de bienes indicados en forma genérica (máquinas o mercancías de un cierto tipo incluso), razón para excluir el derecho de suscripción preferente, y que la norma por su carácter merece una interpretación restrictiva, con lo cual se evita la fácil eliminación de un derecho tan importante, e incluso al exigirse que se trate de bienes especificados que exijan esa excepción, la asamblea habrá de señalar los criterios de especificación y será posible conocer el eventual exceso de poder de la asamblea al elegir los bienes de una persona, haciendo así más factible la impugnación del acuerdo.

En derecho español, dada la ausencia de norma que excluya el derecho de opción en estos casos, la dicción general del artículo 92, y que tal excepción sólo se puede basar en la misma razón de ser de las aportaciones *in natura* y en el interés prevalente de la Sociedad por ellas, nos inclinamos a una interpretación restrictiva y por tanto, entendemos que si bien toda clase de bienes que no sea dinero puede y debe ser tratada por las reglas de las aportaciones *in natura*, en cambio, sólo aquellas que realmente tengan carácter específico o al

(45) *I problemi delle società anonime per azioni*. Rivista delle società, 1956; página 1 y ss.

(46) Obra citada, p. 162.

menos las que no consistan en bienes absolutamente genéricos, pueden excluir el derecho de opción. Con la advertencia de que empleamos los términos específico y genérico como los más descriptivos, pero no identificados con obligaciones genéricas y específicas del Derecho civil. En realidad, el criterio decisivo debe ser que esos bienes, que son los que interesan a la Sociedad, los puedan aportar los socios con facilidad, como cosa normal o que haya de recurrir a una persona o a un tipo de personas, que son los únicos que están en condiciones de suministrarlas.

Esta interpretación tiene su apoyo en el mismo texto de la ley que en el caso de aportaciones no dinerarias dice en el artículo 17, que el programa de fundación hará mención suficiente de la naturaleza y valor de la aportación, y expresará el nombre del aportante y el lugar en que se halle a disposición de los demás suscriptores una Memoria explicativa y un informe técnico sobre la valoración; y en el artículo 91, con referencia al aumento de capital también por suscripción, impone que se expresen los mismos requisitos de naturaleza y valor de la aportación y nombre del aportante.

c) Este mismo criterio restrictivo creemos que debe imperar en el caso de aportaciones parte en dinero y parte en otros bienes; la excepción sólo debe referirse a éstos, y la Junta, por tanto, no deberá, salvo renuncia expresa por todos los socios del derecho de suscripción preferente, admitir que el valor de las acciones se desembolse parte en meálico y parte en aportaciones no dinerarias, sino que deberá atribuir éstas al pago entero de acciones.

La ley española no se refiere nada más que a las aportaciones no dinerarias, y jamás alude al caso de aportación mixta (arts. 31, 32, 90 L. S. A.). Únicamente el artículo 32 y para el caso de que, como consecuencia de la revisión, "el valor de los bienes aportados fuere inferior a la cifra inicialmente asignada a las aportaciones" prevé que el socio puede optar entre que se le anulen las acciones por la diferencia, separarse de la Sociedad o completar en dinero esa diferencia. En este caso, se permite, pues, una aportación mixta, pero *a posteriori*.

El Derecho italiano expresamente permite la exclusión del derecho de opción cuando se liberan las acciones en todo o en parte con aportaciones *in natura* (art. 2.441). La solución, conocida esta norma y no seguida, creemos que debe ser la contraria en Derecho español.

El mismo artículo 32 debe abonar esta interpretación pues si en el caso de disminución del valor por revisión posterior admite ese complemento, a sensu contrario no debe considerarse posible normalmente; la ley sólo admite esa aportación mixta para evitar un mal mayor. Pues tal sería el caso si, después de realizada la aportación, por un valor acordado por la Sociedad y el aportante, se tuviera que modificar el capital como consecuencia de una revisión de esa valoración. La ley antes de llegar a esto permite esa aportación mixta para mantener la cifra acordada y por eso, ya que con ello no existe per-

juicio económico de la Sociedad, al mismo tiempo se le da a él esa opción.

Naturalmente, esto no quiere decir que no se admitan las aportaciones mixtas, que son perfectamente lícitas, sino que ellas no pueden excluir automáticamente el derecho de suscripción preferente.

El admitir esa aportación híbrida con exclusión del derecho de suscripción preferente haría extremadamente fácil eliminar éste en detrimento del artículo 39 L. S. A. Si a eso se une la forma general de expresarse del artículo 92 L. S. A. y la falta de un porcentaje de aportación *in natura* por encima de un cierto tipo, parece indudable que admitir esta excepción también desvirtuaría totalmente el trato que la ley da al derecho de suscripción preferente.

Únicamente en el caso excepcional del artículo 32 L. S. A. será posible admitir que se completa en dinero y eso por la razón que ya hemos dicho, y por la misma fuerza del resultado lógico de la interpretación sistemática de los artículos 90, 92 y 32.

Incluso en el caso de que las acciones se desembolsen en parte —cosa posible aún tratándose de aportaciones no dinerarias—, creemos que la solución debe ser la misma. Es decir los dividendos pasivos o la parte no desembolsada deberá estar representada por aportaciones no dinerarias, futuras, pero no en metálico, para que se excluya el derecho de suscripción preferente.

La razón es sencilla. Si no en el fondo, lo que se estaría haciendo es dar un privilegio al aportante de tomar una parte de las acciones por dinero, y sin prima ni derecho de suscripción preferente, entrando a participar así de las reservas en perjuicio de los antiguos socios, y sin que exista ya interés de la Sociedad que prevalezca sobre el de éstos. No se deben entregar más acciones que las correspondientes al valor de las aportaciones no dinerarias y todo lo que sea salirse de esta norma no debe excluir el derecho de suscripción preferente.

Por ello, y dado el sistema de cumplimiento de las obligaciones de dar y de hacer (arts. 1.096, 1.097 C. c.), creemos que incluso la medida más prudente será en caso de acuerdo de aportaciones no dinerarias con exclusión del derecho de suscripción preferente, exigir el desembolso total, pues si cuando luego la Junta o el Consejo exija el desembolso pasivo de la parte que falta, mediante la entrega de los bienes previstos, no está el aportante dispuesto o en condiciones de hacerla, la única forma posible será la sustitución por dinero, a lo sumo con indemnización de daños y perjuicios, que contraría también la realización de la operación, tal como ésta había sido concebida.

d) Parece que el acuerdo de excluir el derecho de suscripción preferente por admitir aportaciones no dinerarias, dada su trascendencia debe pertenecer exclusivamente a la Junta. Tal es la solución del Código italiano (art. 2.441) y NOBILI (47) entiende que la decisión debe tomarse conjuntamente con la de aumento de capital, y que además no puede ser delegada al Consejo.

(47) Obra citada, p. 166.

En cambio, en el derecho español si bien la Junta General debe haber aprobado en tiempo oportuno la Memoria explicativa de la conveniencia de la aportación no dineraria y el informe técnico sobre la valoración (art. 115 R. R. M.), cabe delegar en el Consejo el aumento con aportaciones no dinerarias, tanto por vía de capital autorizado (art. 96 L. S. A.) como por vía de ejecución del aumento de capital acordado por la Junta (art. 116 R. R. M.).

3. AUMENTO POR ABSORCIÓN.—Aunque no previsto tampoco en forma expresa, es éste otro de los casos de exclusión del derecho de suscripción preferente. Tal es la opinión de URÍA (48), que considera que también en este caso las acciones se crean para destinatarios forzados frente a los cuales no pueden tener preferencia los antiguos socios, y de todos los autores que han tratado o simplemente tocado el tema.

En el derecho extranjero, ésta es también la solución unánime. En Derecho alemán, por declaración expresa de la Ley de 1937, en su artículo 237; en Derecho italiano, ya que no por norma legal, por la interpretación de ésta; así FRE (49), FERRARA (50), NOBILI (51); en Derecho americano, por entender que se trate de una aportación *in natura*, y en éstas no juega el derecho de suscripción preferente (52).

En Derecho español, conforme al artículo 142 L. S. A., la absorción se produce acordando previamente las Sociedades absorbidas su disolución y traspasando en bloque su patrimonio a la Sociedad absorbente, que aumentará, en su caso, su capital en la cuantía que proceda.

La absorción supone, por tanto:

- 1.º, disolución de las Sociedades absorbidas;
- 2.º, aumento de capital de la absorbente;
- 3.º, transmisión en bloque de los patrimonios de las absorbidas a la absorbente;
- 4.º, admisión de los socios que integraban las Sociedades extinguidas en la absorbente mediante entrega de nuevas acciones de ésta.

Viendo la esencia de esta operación, se advierte inmediatamente que todas las razones que se han esgrimido en el caso anterior son también aplicables a éste.

Las acciones nuevas se liberan por aportación ya no de bienes específicos, sino de un patrimonio (53), que como tal es adquirido.

(48) Obra citada, p. 408.

(49) *Società per azioni*, Bologna-Roma. p. 619.

(50) Obra citada, p. 351.

(51) Obra citada, p. 167.

(52) *On Corporations*. Ballantine, Chicago, 1946; p. 490.

(53) Es uno de los escasísimos casos claros de transmisión en bloque de patrimonio en nuestro Derecho. Cf.: Sobre la empresa: CALVO ALFAGEME, *La empresa como objeto de negocios jurídicos*, Anales A. M. del Notariado, tomo I, p. 511.

F. FERRARA, *Teoría jurídica de la Hacienda Mercantil*, ed. RDP, Madrid, 1950.

J. VALLET DE GOYTISOLO, *Pignus Tabernae*, ADC VI-IV, p. 783, y *Plantamiento y cuestiones generales de la Ley de 16 de diciembre de 1954 sobre hipoteca*

Se trata sin duda de una aportación no dineraria, y esto aunque en el patrimonio existiere dinero, y además la asimilación es mucho más fácil en Derecho español que en otros, ya que el artículo 31 habla entre las aportaciones *in natura* de la aportación de una empresa, que presenta notable similitud con el caso que examinamos, y en la cual asimismo puede existir dinero sin que por ello pierda su carácter global de aportación especial.

En segundo lugar, la operación se realiza con unos requisitos, unos acuerdos de Junta, mayorías y publicaciones oficiales que garantizan aún más que en el caso anterior la publicidad y conocimiento de ella por todos los socios.

En tercer lugar, en una operación de fusión de este tipo, se tiene siempre en cuenta el valor de las reservas de las Sociedades absorbente y absorbida, es decir, se calcula sobre patrimonios, no sobre capitales, para pagar en acciones de la Sociedad absorbente, con lo que el peligro mayor para los accionistas de la absorbente y la razón de ser que justifica principalmente el derecho de suscripción preferente deja de ser operante.

Pero, además de todo esto, existen una serie de razones de absoluta necesidad basadas en la misma naturaleza de la operación y otra serie de ellas de carácter estrictamente legal que hacen que sea absolutamente inaplicable el derecho de suscripción preferente.

Si este derecho se admitiera, bastaría con que uno de los socios se opusiera para que ya no pudiera llevarse a cabo la fusión, y esto significaría una colisión del artículo 39 con los artículos 143 y 144, todos de la L. S. A.

El artículo 143 exige un acuerdo social, con las mayorías del artículo 58, de las Sociedades interesadas. Entre éstas está la Sociedad absorbente, y ésta normalmente tendrá que aumentar su capital. Hay casos en que la absorción podrá hacerse sin aumento (54), pero lo normal será la elevación de capital que formará, por tanto, parte del acuerdo social de fusión. Por tanto, se prevé que el aumento con adjudicatarios predeterminados se tome por mayoría, lo que implica una excepción impuesta por la misma ley al artículo 39.

El artículo 144 deja a salvo el derecho de los accionistas disconformes, pero no por el camino del derecho de suscripción preferente, sino por el de uso de la facultad de separarse; parece evidente que

---

*mobiliaria y prenda sin desplazamiento de posesión*, RDN-1955, número VIII, página 31.

Sobre las Sociedades en caso de fusión o absorción: GARRIGUES-URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, tomo II, p. 654.

Sobre la transmisión del patrimonio y la herencia como universitas: CASTÁN, *Derecho Civil Español, común y foral*, 7.<sup>a</sup> ed., tomo III, Madrid, 1951, p. 343, y *En torno a la teoría del patrimonio*. Discurso en la Academia de Jurisprudencia. Curso 1950-51. FERRANDIS VILELLA, *La Comunidad hereditaria*, Bosch, 1954, pp. 15 y 55. M. FAIRÉN, *Patrimonio y responsabilidad patrimonial*, RDN, número XXXVI, 1962, p. 241, etc.

(54) GARRIGUES URÍA, *obra cit.*, tomo II, p. 666.

la ley en este caso en la polémica entre el interés social y el del socio, coloca aquél por encima y busca el respeto de éste en el derecho que este artículo 144 concede. Es decir, crea una nueva posibilidad del socio para coordinar su interés con el superior social de absorber otras empresas. Si el socio tuviera el derecho de suscripción preferente de la parte proporcional de las acciones emitidas, no necesitaría ese derecho, porque quedaría a salvo su posición económica y política en la Sociedad, y más bien haría imposible la absorción. Si el artículo 144 existe, es porque el derecho de suscripción no juega en este caso. Admitir lo contrario sería creer que la ley se contradice en dos preceptos, lo que no debe entenderse sino en casos extremos, pues los preceptos de ella han de ser entendidos los unos en relación con los otros. Y, además, en todo caso, los artículos 39 y 92 son normas generales que ceden ante otra más especial que regula un aumento de capital, por vía indirecta, del que no se habla en el artículo 88, que es el que desarrolla el 92, y en el que los titulares de las nuevas acciones vienen preceptivamente determinados por ser los accionistas de las Sociedades absorbidas.

Todo esto va referido al acuerdo simultáneo a la absorción y preciso para acoger el patrimonio de las acciones absorbidas.

Cabe que este aumento vaya acompañado de otros, anterior, simultáneo o posterior.

a) El primer caso será poco frecuente. Normalmente no se dará un aumento de capital con suscripción de los antiguos socios y con el compromiso de ceder esas acciones a los accionistas de la Sociedad que se precisa absorber. En cualquier caso, en ese aumento actuaría el derecho de suscripción preferente. Lo que sí podrá suceder es que se acuerde un aumento por la Junta para que se ejecute por el Consejo (art. 155 R. R. M.) si la Junta aprueba la absorción, o que se cree un capital autorizado a los mismos fines. Esto está admitido en la ley alemana en el artículo 159, II, que permite el aumento condicional de capital en el caso de prepararse la reunión de varias empresas; en nuestro Derecho no existe esta figura, que sería sin duda muy útil, por lo que para obtener parecidos fines habrá que acudir a cualquiera de los dos procedimientos citados. En ambos casos no se trata propiamente de un aumento de capital efectivo porque no hay apertura del plazo de suscripción, y se necesita de un nuevo acuerdo del Consejo, sino más bien de preparación del aumento, y autorización a otro órgano de la Sociedad. Como consecuencia: a) no hay colisión con el derecho de suscripción preferente, pues éste no actúa sino cuando llega el efectivo aumento y se suscriben las acciones, y aquí no puede hablarse de suscripción; y b) el aumento necesita de otro acuerdo de Junta aprobando la fusión (art. 143 L. S. A.), pero sin él no podrá utilizarse esa autorización, ya que ella fué dada para ese caso; si fué dada en general al aplicarse a ese caso, rigen las normas de él y entre ellas la exclusión del derecho de suscripción preferente.

b) Llamamos aumento simultáneo al que se hace en la misma

Junta que decide la absorción, pero no para cubrir esa absorción o entregarse las acciones creadas a los accionistas de las acciones absorbidas, sino por encima de esas necesidades. En realidad, el aumento puede ser uno solo, en parte para pagar en la medida necesaria la absorción, en parte por suscripción y aportación de metálico normalmente. En efecto, puede darse el caso de que la Sociedad, como consecuencia de la ampliación de negocios que significa la absorción, necesite más capital y para ello decida un aumento por suscripción a metálico.

No cabe duda que ese aumento o parte de aumento no goza de la especial consideración del aumento para absorción, y que los antiguos accionistas tienen su derecho de suscripción preferente. Tal es también la opinión de URÍA (55). Lo que sucede es que a los efectos del cálculo de las acciones que deben ser entregadas en pago de las de las Sociedades absorbidas deberá haberse computado o tenido en cuenta ese aumento para lograr un pago justo, ya que el simultáneo del número de acciones hace que la parte de éstas en las reservas de la Sociedad disminuya.

c) El aumento posterior puede realizarse en la misma Junta o en otra que se celebre después. Cabe que la Junta acuerde: 1.º, un aumento de capital para absorber las Sociedades que se fusionen; y 2.º, otro aumento de capital posterior por suscripción a metálico. En realidad, es el mismo caso anterior, pero desdoblando la operación temporalmente.

En este caso, en cambio, en las nuevas acciones del segundo aumento ya tienen derecho a participar los nuevos accionistas, que lo eran de las Sociedades absorbidas, y como consecuencia el resultado práctico para los accionistas antiguos y nuevos es distinto.

A nosotros no nos cabe duda que este aumento implica la aplicación del derecho de suscripción preferente en forma normal, y, por tanto, que todos los accionistas, nuevos o antiguos, tienen el mismo derecho proporcional. Será aplicable lo que dijimos para el caso de aumento por transformación de reservas o plusvalías, y sólo cuando se pruebe el ánimo de fraude o el perjuicio injusto será impugnable el acuerdo conforme al artículo 67 y concordantes de la L. S. A.

Para evitarlo, el ideal será que en la absorción se paguen las acciones de las Sociedades absorbidas por su valor patrimonial real con acciones del absorbente, valoradas de la misma forma, atendido el Balance que se debe realizar el día anterior al acuerdo de fusión. Sólo así podrá actuar el derecho de suscripción preferente luego sin dificultades ni dudas en todos los aumentos de capital posteriores, aunque se decidan en la misma Junta.

4. AUMENTO POR CONVERSIÓN DE OBLIGACIONES EN ACCIONES.— El artículo 88 L. S. A. prevé que el aumento de capital puede realizarse también convirtiendo las obligaciones en acciones.

La conversión, desde un punto de vista jurídico, implica la sus-

(55) Obra citada, tomo II, p. 668.



titudin de un tipo de contrato, préstamo, por otro diferente, Sociedad, y en el caso de opción del obligacionista supone una facultad alternativa del acreedor incorporada al título-obligación (56).

Desde un punto de vista económico se suele hacer en situaciones difíciles para la Sociedad que transforma así, parte del pasivo exigible, en acciones. Sin embargo, la emisión de obligaciones con derecho a convertirse en acciones, a opción de los suscriptores, la realizan incluso las Sociedades prósperas, y entonces ese derecho a la conversión es un estímulo para la suscripción.

El artículo 95 L. S. A. regula la forma de hacer ese aumento, distinguiendo según que la conversión haya sido prevista o no.

En el primer caso, es preciso el aumento de capital con los requisitos del artículo 84, y se puede decir que viene impuesto por los obligacionistas y es preceptivo para la Sociedad. Prácticamente, el ideal es acordar aumentar el capital al mismo tiempo que se emiten las obligaciones, facultando al Consejo para ejecutar ese acuerdo dentro de los límites temporales precisos, a medida que los obligacionistas soliciten el canje. La ley alemana permite, incluso, para este caso, el aumento condicionado de capital, y en nuestro Derecho, aunque no exista una norma semejante, se puede llegar prácticamente a una solución parecida con los artículos 96 de la Ley y 115 y 116 del Reglamento del Registro.

En el segundo caso, es preciso el consentimiento de los obligacionistas afectados y que el valor de las obligaciones al tiempo de emisión no sea inferior al valor nominal de las acciones, para evitar que se conculque el artículo 36.

En ambos casos, el derecho de suscripción pública queda excluido por la simple razón de que las acciones se emiten con destinatarios forzosos, o precisamente para ellos. GARRIGUES (57) reconoce que se trata de una excepción del artículo 92 porque no es una emisión de acciones normal de las reguladas por los artículos 89 a 92.

En este caso nos encontramos con que en realidad tampoco se trata de aportaciones en metálico, sino de especiales aportaciones no dinerarias. Los obligacionistas liberan la acción con su crédito o con la extinción de él. GARRIGUES habla de que la liberación tiene lugar mediante una compensación; pero esto sólo es cierto en un sentido amplio, pues la compensación (art. 1.196 del C. c.) exige que los dos créditos tengan por objeto una suma de dinero o una cantidad de cosas fungibles del mismo género. Se trata más bien de una dación en pago o de una compensación no legal, sino fruto de un acuerdo entre Sociedad y obligacionistas. Con una explicación u otra, lo indudable es que no se trata de una aportación en metálico y que esto explica también el porqué de la exclusión del D. S. P.

Las razones económicas de la conversión suelen ser una causa más para esta excepción, ya que la Sociedad suele estar interesada

---

(56) VELASCO ALONSO, RDM núm. 44, p. 265.

(57) Obra citada, tomo I, p. 408.

en que la conversión se lleve a cabo, pues por medio de ella se obtiene dinero a un interés relativamente bajo y se puede cambiar una molesta relación de deuda y pago de interés fijo, por una más flexible de colaboración e interés común sin derecho a dividendo fijo. Y cuando se trata de la emisión de obligaciones convertibles, la razón de esta especialidad suele ser una mayor facilidad para la colocación en el mercado de estos títulos. Es, como siempre, la existencia de un interés de la Sociedad en la operación muy superior al interés de los socios, lo que hace que se excluya el derecho de suscripción preferente.

Tan excepcional es esta situación por el interés que tiene para la Sociedad, que no sólo se elimina el derecho de suscripción preferente, sino que nuestra Ley permite dos cosas que en ningún otro caso están admitidas.

Que si el tipo de emisión de las obligaciones no alcanza el valor nominal, se supla la diferencia por los obligacionistas.

O en metálico, con lo que nos encontramos ante un caso de aportación parte *in natura* y parte en metálico, a pesar de lo cual no existe en absoluto derecho de suscripción preferente.

O, incluso, con cargo a las reservas libres o a los beneficios de la Sociedad. Es decir, que en este caso no sólo los accionistas no tienen derecho de suscripción preferente, sino que la Sociedad hace una concesión a los obligacionistas precisamente para inducirlos a la conversión, aunque ello implique un perjuicio para los obligacionistas que serían los destinatarios de esos beneficios o reservas libres.

En ambos casos, estamos ante una situación que excluye el derecho de suscripción preferente. En la conversión prevista al tiempo de la emisión es posible conciliar y coordinar ese derecho con las necesidades de la Sociedad. En Francia, la Junta debe autorizar la emisión si se trata de obligaciones convertibles en acciones, puesto que comporta una renuncia expresa del derecho de suscripción preferente en beneficio de los tenedores de esos títulos (58). La Ley alemana de 1937, en su artículo 174, atribuye en estos casos un derecho de suscripción preferente de las obligaciones convertibles a los accionistas, con lo cual las reserva el futuro posible derecho de acceder a la Sociedad por esa vía. Tal solución puede adoptarse también en los Estatutos o en la Junta general en nuestro Derecho, dejando así a salvo el derecho de los socios, que si quieren podrán reservarse siempre la misma postura y participación en la Sociedad, aunque se produzca esa conversión. Tal previsión es importante porque por este procedimiento de la conversión se puede eliminar prácticamente el derecho de suscripción preferente y hasta privar de fuerza a ciertos grupos de antiguos socios mediante la entrada de otros nuevos; bastará, en efecto, emitir una serie de obligaciones de pequeño valor nominal, convertibles en acciones, y acordar después la conversión, para que con una suscripción realmente en metálico entren en la Sociedad los grupos de personas que se pretenda sin que el derecho de suscripción preferente haya

(58) Decreto de 3 de septiembre de 1953. Artículo 3.º.

servido a los antiguos socios que no constituyan mayoría y, por tanto, no puedan evitar el acuerdo de emisión de obligaciones, para mantener su primitiva posición en la Sociedad.

Pero en la conversión que se acuerda *a posteriori*, cuando las obligaciones ya están emitidas, ni siquiera cabe esa previsión, pues en este caso los accionistas antiguos en forma alguna pueden participar de esas acciones que necesariamente han de ir a parar a los obligacionistas. En este caso la única razón que puede justificar la excepción en el interés preferente de la Sociedad y, como consecuencia, la única forma de evitar la no aplicación del derecho de suscripción preferente será la demostración de la falta de ese interés superior por la vía de impugnación del acuerdo social, aunque no cabe duda que será muy difícil obtener una sentencia anulatoria de dicho acuerdo, salvo en caso de fraude o burla de ese derecho.

5. EXCLUSIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE POR ACUERDO DE LA JUNTA.—Como hemos visto, hay una serie de casos en que, por la misma naturaleza de las cosas, en ciertas aportaciones o aumentos de capital no juega el derecho de suscripción preferente. Este derecho, en realidad, ya referido, como dice el artículo 92 L. S. A., “a las elevaciones de capital con emisión de nuevas acciones”, o más claro aún, a las elevaciones de capital en las que se emiten nuevas acciones que se suscriben por el procedimiento normal, en metálico.

Ahora bien, el problema que ahora planteamos es el de la posibilidad de la Junta de excluir en un aumento concreto, por causas especiales, el derecho de suscripción preferente, a pesar de ofrecerse las acciones para ser suscritas en metálico.

En el derecho extranjero, la solución es favorable en general a esa posibilidad de exclusión.

En Francia se prohíbe o declara ineficaz la cláusula estatutaria contraria al derecho de suscripción preferente; pero se admite la exclusión en el acuerdo de ampliación, siempre con mayorías reforzadas y previo informe de los órganos de administración y vigilancia (59).

En Alemania no se puede suprimir o restringir el derecho de suscripción preferente, sino en la decisión relativa al aumento del capital, y se requiere una mayoría al menos de tres cuartas partes del capital representado y que haya sido anunciada debidamente al convocar la Junta (60).

La Ley belga de 25 de mayo de 1913 (61), modificada en 1953, permite a la Asamblea general modificar los derechos de las acciones cuando el interés de la Sociedad lo exige.

El Código de las obligaciones suizo permite también la alteración del derecho de suscripción preferente o su supresión cuando lo exija el interés de la Sociedad y permite la impugnación de tales acuerdos

(59) Art. 6 de la ley de 8 de agosto de 1935, y MOREAU, *ob. cit.*, t. I, p. 631.

(60) Art. 153, III y IV de la ley de 1937.

(61) *Les Codes Belges*, I, 28.<sup>a</sup> ed. Servais y Mechelyuck, Bruxelles, 1951.

cuando representen para los accionistas un perjuicio evidente, sin que el objeto o fin de la Sociedad lo exija.

El artículo 2.441 del Código italiano permite la eliminación del derecho de opción, siempre que se acuerde al tiempo de aumentar el capital, por socios que, aun en segunda convocatoria, representen la mitad del capital social y siempre que el interés de la Sociedad lo exija.

En Italia se ha suscitado la cuestión de si ese interés de la Sociedad ha de ser expresamente indicado en la deliberación de la asamblea y es susceptible de ser censurado por el Juez. Es decir, se trata de un reforzamiento del derecho de suscripción preferente que ya no puede ser excluido por la Junta a su propio juicio con una mayoría especial, sino que se necesita, además, justificar o razonar para que pueda ser censurado por el Juez.

Recientemente los Tribunales italianos entraron a conocer de este asunto.

El Tribunal de Florencia, en S. de 29 de abril de 1953 (62), ha resuelto que la asamblea de una Sociedad por acciones puede excluir el derecho de opción de los socios sobre las acciones ordinarias de nueva emisión cuando tal exclusión sea necesaria, o al menos conveniente, como medio para el fin de satisfacer un interés social.

El Juez, en materia de impugnaciones de deliberaciones de la asamblea, que haya excluido el derecho de opción, debe cumplir un control de legitimidad con vistas, entre otras cosas, a la adecuación de la motivación adoptada para justificar la exclusión de la opción, anulando la deliberación no motivada, o que utilice hechos no verdaderos o no pertinentes, o sea, intrínsecamente ilógica, o en fin, haya sido tomada por un interés ajeno a la Sociedad".

El Tribunal de Milán, en S. de 12 de julio de 1954 (63), ha dicho que "la autoridad judicial en materia de impugnación de una decisión de la Junta de aumento de capital con exclusión del derecho de opción debe examinar qué particular interés social fué puesto como base de la exclusión o limitación del derecho de opción, a fin de fijar si el interés considerado es realmente de la Sociedad, y no uno particular de un accionista o de un grupo de accionistas, y si tal interés exige la exclusión o limitación de la opción; debe, por tanto, anularse la deliberación que haya excluido la opción sin que resulte cuál fué el interés tomado para justificación de la exclusión".

La mayor parte de la doctrina ha seguido también esta posición. ASCARELLI (64) dice que la afirmación de la Junta de la existencia del interés social debe ser argumentada y motivada, no pudiendo reducirse a una simple enunciación. Y que no se trata sólo de una posible

(62) *Il foro italiano*. V. LXXXVII, año 1954, c. 558.

(63) *Il foro italiano*. V. LXXXVII, año 1955, c. 768.

(64) Rivista delle Società, 1956, p. 93. *L'interesse sociale dell'art. 2.441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*.

impugnación o nulidad del voto por estar inspirado en un interés extra-social o tender a perjudicar un interés de los socios, sino que existe una posibilidad de censura de la misma deliberación.

Para este autor se trata de un requisito nuevo aparte de la exigencia de una mayoría especial y eso porque la disciplina de la opción está sustraída a la voluntad de la mayoría porque es un derecho individual. La conclusión es perfectamente lógica. Considerado el derecho de opción como un derecho individual no puede ser eliminado por un acuerdo de la mayoría, porque por definición tales derechos no dependen de la mayoría. Sólo un interés especial y superior al de socio puede justificar su exclusión. Dejarlo a la decisión de la mayoría, aunque fuera reforzada, sería tanto como privarle de su carácter de derecho individual.

MENGONI (65), sin embargo, en una nota a la Sala del Tribunal de Milán de 12 de julio de 1954, después de reconocer que la opinión anterior es la más seguida, cree que la contraria no sólo puede ser defendida sino que es la más conveniente. El cree que no se trata de un requisito más sino de una medida de seguridad, es decir, que no es que en todo caso exista una censura judicial de un acuerdo de la Asamblea que sería tanto como destruir una de las normas fundamentales del derecho de Sociedades, sino que se trata simplemente de abrir la vía a un control del Juez, pero indica sólo su límite negativo, no positivo, que permite la impugnación en caso de abuso de poder o interés extra-social, ya que excepto en el caso que se demuestre contaminada o desautorizada, la mayoría debe ser considerada como la *melior pars*.

MENGONI da tres argumentos que rechaza ASCARELLI en un trabajo posterior en la *Rivista delle Società*; la inutilidad del examen de las subsistencia del interés social dada la existencia de una mayoría especial; posibilidad de eliminar el derecho de opción emitiendo acciones privilegiadas; y falta de un control del interés social en todos los demás casos.

Más riguroso aún que ASCARELLI es ROSSI (66), quien afirma que el interés social que hace lícita la exclusión del derecho del socio, debe tener características especiales de excepcionalidad y preeminencia sobre el interés predeterminado por el legislador y ser esencial para el logro del objeto social.

La consideración de que la mayoría es la *melior pars* no funciona cuando se trata de excluir derechos individuales sobre los cuales ella no tiene poder de disposición y sí precisamente se permite como único caso en el 2.441, es por una razón especial "que lo exija el interés social" que debe ser objeto de una interpretación rigurosa. Y así no sólo cuando el acuerdo se haya tomado por un interés extra-social, para cuya impugnación bastaría con la norma general del 2.373, sino

---

(65) Riv. Dir. Commerciale. Parte Seconda. 1955, p. 281.

(66) *Rivista delle Società*, 1961, p. 261. *Poteri della maggioranza e diritto di opzione*.

cuando no sea precisamente obtenible ese fin sino a través de la exclusión del derecho de opción puede justificarse el perjuicio del derecho individual del socio.

Por ello Rossi critica la afirmación del Tribunal de Milán en Sentencia de 1961, de que "la exclusión está justificada cuando sea un medio que comporta un sacrificio apreciablemente menor que otros medios a los que se hubiera podido recurrir", pues para él es preciso para que ese acuerdo sea eficaz:

a) Que el interés social sea verdaderamente tal y tenga aquellas características de excepcionalidad y preeminencia respecto a la obtención del fin social que implique el desconocimiento del otro interés social, predeterminado por el legislador, de defender a los accionistas de una disminución de su cuota real en caso de aumento de capital.

b) Que el interés social, concretamente determinado en la deliberación no pueda ser alcanzado sino precisamente por medio de la exclusión del derecho de opción.

Y estos requisitos son los que tienen que ser censurados por el Juez en cada caso, pues sólo así adquiere sentido la norma especial del art. 2.441 y se concibe que se pueda privar a los socios de uno de sus derechos individuales.

Como se ve, en cuanto al derecho de suscripción preferente se le reconoce el carácter de derecho individual, su eliminación o modificación deviene muy dificultosa. El derecho español está aún más allá del derecho italiano y desde luego aún más lejos del derecho alemán y el suizo. Algunos autores españoles han argumentado a favor de una posición semejante a la de estos derechos, pero tal opinión está falta de apoyos firmes en nuestras leyes.

En derecho español no existe ninguna norma semejante a las que hemos citado de otros países. URÍA (67) afirma que la ley española eleva ese derecho a la categoría de derecho sustancial de la condición de socio, del que en ningún caso podrá ser privado el titular de la acción, ni por disposición de los Estatutos ni por acuerdo de la Junta, y que el derecho se configura en términos absolutos e imperativos que no admiten pacto en contrario.

La práctica española ha seguido este criterio, y creo que será muy difícil encontrar algún caso en el que se haya decidido por la Junta su eliminación, pues las calificaciones de los Registradores Mercantiles siguen la opinión de URÍA, por el valor que de interpretación auténtica oficiosa puede tener.

Algunos autores, sin duda influidos por las ventajas prácticas que esta solución tendría y que luego enumeraremos, han defendido la opinión contraria.

GIRÓN TENA (68) ha patrocinado la idea de que los Estatutos pueden contener una renuncia al derecho de suscripción preferente,

(67) Obra citada, tomo I, p. 405.

(68) *Derecho de Sociedades Anónimas*, Valladolid, 1952, p. 490.

ya que en el momento inicial son todos los socios los que redactan los Estatutos, y si ellos mismos modifican su derecho no hay oposición a ninguna norma ni va en contra de los derechos de la Sociedad, ni contra el interés o el orden público.

El profesor POLO ha defendido la posibilidad de excluir este derecho de suscripción preferente por acuerdo de la Junta en cuanto afecta al derecho concreto y no va contra la regulación imperativa de la ley.

Se puede argumentar que aunque es indudablemente un derecho individual, tal carácter no debe ser obstáculo insuperable para excluirle en supuestos concretos y precisamente por la vía ordinaria de la voluntad social, sin necesidad de acuerdo unánime.

A favor de la tesis se puede decir :

1.º Que hay casos en los que efectivamente el interés social exige que se permita la entrada de nuevos socios, lo cual no es posible con el derecho de suscripción preferente, y que exigiendo la unanimidad basta con la oposición de un solo socio para que tal solución no sea posible.

2.º Que se puede evitar el perjuicio de los socios antiguos y coordinar tal derecho con la entrada de nuevos socios que interesan a la Sociedad, con la emisión con prima.

3.º Que las mismas razones que justifican la eliminación del derecho de suscripción preferente en los casos antes vistos de aportaciones *in natura* o absorción de Sociedades, pueden ser traídas aquí.

4.º Que si no se admite tal posibilidad, las Sociedades acudirán a burlar ese precepto por acuerdos mayoritarios de aportaciones *in natura* a favor de los socios que se quiere hacer entrar, vendiendo luego esos bienes, incluso a los mismos aportantes, o por medio de emisiones de obligaciones, etc.

5.º Que el mismo carácter de derechos individuales tienen el de voto, el de reparto de las ganancias y el de la cuota de liquidación, y sin embargo se admiten excepciones a ellos. Por ejemplo :

En cuanto al derecho de voto: el artículo 38 L. S. A. admite que se impongan límites, no concediendo más de un determinado número de votos por accionista, o exigiendo un mínimo de acciones para votar; el art. 39 admitiendo la suspensión del derecho de voto en caso de mora de los dividendos pasivos; el artículo 59 exigiendo un tiempo mínimo de posesión de las acciones para votar; y sobre todo el artículo 22 L. S. A., que excluye el voto del aportante *in natura* en los acuerdos de valoración, por oponerse el interés del individuo al interés social, razón esta que sería la que precisamente habría que tener en cuenta para excluir en algún caso el derecho de suscripción preferente.

En cuanto al dividendo, ya que es posible que la Junta, por simple mayoría, decida un año no repartir dividendos siempre que haya un interés social que lo aconseje (69).

En cuanto a la cuota de liquidación, el art. 151 L. S. A., permite

(69) Vide sobre este tema: SÁNCHEZ CALERO, *ob. cit.*, p. 128 y ss.

a solicitud de una parte de los accionistas y por razones de interés general, autorizar la continuidad forzosa de la Sociedad, a pesar de existir alguna de las causas de disolución del artículo 150.

6.º El art. 114 R. R. M. que al aludir a la inscripción de aumento de capital dice que habrá de reflejarse el ejercicio del derecho de suscripción preferente o en su caso la renuncia al mismo. Sin embargo, creo que este artículo no varía, ni puede variar, el criterio legal, y además se refiere a lo que sí es muy frecuente, que es la renuncia unánime de los socios. Y más bien es un argumento en contra, ya que si no consta esa renuncia deberá haberse reconocido y existir el derecho de suscripción preferente.

Todos los argumentos anteriores son dignos de tenerse en cuenta, pero una interpretación respetuosa de la ley impone la solución contraria.

Esta opinión tiene, además, a su favor otros dos argumentos muy fuertes:

1.º El Anteproyecto, redactado en el Instituto de Estudios Políticos, del que salió la ley, no incluía el derecho de suscripción preferente entre los derechos mínimos de la acción, y en el artículo que hoy es el 92 se añadía un párrafo que decía: "Este derecho podrá ser excluido por disposición de los Estatutos o por el acuerdo de la Junta general de emisión de nuevas acciones". La eliminación voluntaria de este párrafo y la inclusión del derecho de suscripción preferente entre los mínimos e individuales, no deja lugar a dudas sobre cuál ha sido la intención del legislador. Podremos juzgar de su mayor o menor acierto, pero la interpretación más segura es la que acabamos de exponer.

2.º Ya hemos visto cuál fué la solución del Código italiano a este problema, que ya había sido previsto por sus redactores. Si recordamos que nuestra ley se inspiró principalmente en él y, en cambio, no acogió esa norma, parece claro que se rechazó premeditadamente, abrazando con sus ventajas e inconvenientes la solución contraria. No cabe duda que la solución italiana, más aún que las otras, tiene indudables ventajas. La española tiene la de la sencillez y eliminación de pleitos sobre este punto, pero a costa de sobreponer el interés del socio al de la Sociedad en todo caso, lo que es inconveniente. La solución ideal es la de que el interés de la Sociedad prevalece sobre el del socio; pero como éste no puede quedar al capricho de la mayoría, que ya sabemos que ni es siempre la *melior pars* ni siempre representa el interés de todos, sino justo el de los que la forman, es necesario imponer unas medidas de defensa del interés individual tan fuertes que sin hacer imposible el cumplimiento del fin social hagan extraordinariamente difícil el abuso de poder.

La solución española es excesiva porque defiende al socio de tal forma que en los casos en que es necesaria la entrada de socios nuevos, se acude o a uno de esos procedimientos de fraude legal, siempre desaconsejables, o a acordar el aumento de capital y después ceder todos los socios que están de acuerdo en la necesidad de la entrada



de socios nuevos sus derechos de suscripción preferente a esos nuevos interesados, previo acuerdo, con lo cual se sacrifican los que precisamente defienden el interés general, y se enriquecen indebidamente los socios más egoístas, que se benefician frente a sus compañeros del exceso de patrimonio sobre el capital, aumentan su proporción de fuerza dentro de la Sociedad y disfrutan de la aportación o inyección de savia nueva que supongan los nuevos socios.

6. **CONDICIONAMIENTO DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE POR ACUERDO DE LA JUNTA.**—Esta situación está tan estrechamente relacionada con la anterior, que las soluciones que se dan a aquélla han de inspirar las que se tomen para éstos.

Se trata de que la Junta general al acordar aumentar el capital no excluye el derecho de suscripción preferente, pero lo condicionan de forma que para ejercitarlo es preciso cumplir algún requisito especial.

El número de los requisitos posibles es indefinido y excede con mucho de los límites de este trabajo. Por ejemplo, cabe desde que haya que presentar las acciones viejas o el cupón correspondiente, requisito mínimo normal de seguridad y totalmente lícito, hasta que se exija aprobar otro acuerdo social. Entre estos límites puede exigirse disponer de un número mínimo de acciones para poder ejercitar el derecho de suscripción preferente, tener las acciones desde cierto tiempo antes, pagar una prima por las acciones nuevas, suscribir tantas acciones de la Sociedad vieja como de otra filial que se crea o que ya existe, suscribir por cada acción una o más obligaciones de una emisión que hace la misma Sociedad u otra, comprometerse a suscribir otro aumento de capital, etc., etc.

Algunos de estos supuestos pueden parecer imaginarios; pero hay muchos de ellos, sobre todo los del tipo de suscribir al mismo tiempo otros títulos, que no tienen nada de tal, sino que con frecuencia interesa a las Sociedades presentárselos a sus accionistas.

En todos estos casos no se priva del derecho de suscripción preferente al socio, pero se puede llegar a hacer tan onerosa la carga para el viejo socio que en el fondo se le llega a hacer imposible o poco conveniente el uso de su derecho.

La solución que se dé a este problema depende en gran manera de la idea que se tenga del derecho de suscripción preferente. Los ordenamientos que no le consideran derecho individual, o que permiten su eliminación o alteración por acuerdo mayoritario, con mayor razón deben permitir su condicionamiento. Así, en Derecho italiano, se entiende (70) que cabe que la Junta tome un acuerdo de este tipo siempre que lo exija un interés social, con la correspondiente posibilidad de censura por el Juez, por lo que la Junta deberá reflejar las razones que le han inducido a tomar la decisión; y se exigen estos mismos requisitos porque en realidad las acciones ya no son ofrecidas a todos los socios por ostentar ese derecho de suscripción preferente, sino sólo

---

(70) ASCARELLI, ROSSI, NOBILI.

aquellos que cumplan las condiciones especiales impuestas. Y en Derecho francés se sigue el mismo criterio expuesto para la exclusión (71).

En Derecho español, dado el carácter del derecho de suscripción preferente y la limitación de poderes de la Junta, no parece posible tomar un acuerdo por mayoría en el que se condicione el ejercicio del derecho de suscripción preferente; v. gr.: la suscripción de obligaciones u otros títulos de la misma Sociedad o de otra distinta.

Tal decisión supone una alteración de los derechos del accionista que los transforma completamente y sería, además, un medio indudable de eliminar el derecho de suscripción preferente, pues bastaría con imponer una carga o gravamen superior a la diferencia entre el valor nominal y efectivo de las acciones para que ningún socio pudiera usar de él.

7. COORDINACIÓN DE LA EMISIÓN CON PRIMA Y EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE.—Estrechamente relacionado con el tema anterior está el de si cabe emitir con prima las acciones respecto de las que existe el derecho de suscripción preferente de los antiguos socios.

Dijimos al principio que una de las formas posibles de sustituir el derecho de suscripción preferente es emitir las acciones con prima, con lo que se evitaba al viejo socio el perjuicio que le sobrevendría si esas acciones las suscribieran terceros, por la diferencia entre capital y patrimonio. Sin embargo, el derecho de suscripción preferente presenta mayores ventajas que la emisión con prima, porque respeta mejor la posición del viejo accionista, en todas sus dimensiones, y porque calcular la prima con exactitud es tarea muy ardua.

Sin embargo, el que una y otra sean soluciones aplicables a una misma cuestión no quiere decir que sean necesariamente disyuntivas ni que tengan fines idénticos. Se trata de dos situaciones con fines coincidentes sólo en parte. El derecho de preferencia es un método de garantía más completo para los antiguos accionistas, mientras que la emisión con prima es más favorable desde el punto de vista de la empresa, ya que el derecho de suscripción preferente dejaría a salvo los derechos de los antiguos socios, pero disminuiría la relación del patrimonio con el capital.

La mayoría de las legislaciones regulan ambas instituciones, así la ley alemana (art. 149) admite la emisión con prima; el Código italiano (arts. 2.346 y 2.430), lo mismo; e idéntica solución adoptan las leyes suiza y francesa. La ley española (art. 36), como la italiana, permite la emisión de acciones por encima de la par, aun *ab initio*, y no, en cambio, por debajo, por razones obvias de seguridad de terceros.

Ahora bien, admitida la emisión con prima, ¿es compatible con el derecho de suscripción preferente?, o, lo que es lo mismo, se pue-

---

(71) MOREAU, *ob. cit.*, tomo I, p. 631.

den emitir las acciones reservando la suscripción a los antiguos socios, pero a un tipo superior al valor nominal.

Tal compatibilidad tiene, ante sí algunas dificultades:

1.<sup>a</sup> Se repiten dos instituciones que tienden a lograr el mismo fin y que se pueden considerar sustituibles recíprocamente.

2.<sup>a</sup> La *ratio legis* del derecho de suscripción preferente es evitar a los viejos socios la pérdida de su parte en las reservas. Y tal pérdida no se produce si la emisión se hace con prima.

3.<sup>a</sup> Esta prima puede significar un condicionamiento, en el sentido que estudiábamos antes, al derecho de suscripción preferente, ya que puede hacer perder a los antiguos accionistas el interés por la suscripción.

4.<sup>a</sup> Tal compatibilidad va contra el fin de la prima, que es “ade-cuar la aportación de los nuevos socios al valor efectivo de las cuotas sociales que asumen” (72).

5.<sup>a</sup> No se cumple el fin del derecho de suscripción preferente, ya que éste no sólo tiende a mantener la igualdad económica, sino a permitir al socio conservar la misma posición en la Sociedad manteniendo la misma cuota en el capital y en la formación de la voluntad social, y con la prima se hace menos fácil la suscripción y, en consecuencia, el mantenimiento de esta situación en relación con los demás socios.

Y tampoco se puede considerar que el accionista que no suscribe puede vender su derecho y con ello no pierde nada, pues: a) es más difícil encontrar compradores, y si la prima hace igual el valor de suscripción al valor real, se puede asegurar que no se encontrarán; b) pierde en todo caso al ser disminuída su participación proporcional en la Sociedad.

Por todo ello ROTONDI, de quien es este argumento (73), concluye que la emisión con prima frustra el derecho de suscripción preferente y se atenta a los fundamentales fines que éste salvaguarda.

6.<sup>a</sup> No es bastante el argumento a contrario de que al prohibirse la emisión de acciones por debajo del nominal, se permite en todo caso que se haga por encima. Lo rechazan ROTONDI (74) y MESSINEO que, interpretando la norma italiana, semejante en este punto a la española, cree que la libertad que concede la ley ha de ser usada por la Junta en relación con el interés de la Sociedad, sin que signifique un permiso absoluto para exigir primas que vengán a eliminar los derechos del socio.

7.<sup>a</sup> Se impone un sacrificio a los viejos socios precisamente como consecuencia de otro que ya han hecho; por haber prescindido de repartir beneficios y haber formado reservas para consolidar la So-

(72) FRE, *Società per azioni in Commentario al Codice civile de Scialoja y Branca*, 2.<sup>a</sup> ed., 1956, p. 554 y ss., 1.<sup>a</sup> ed. 1954, p. 583 y ss.

(73) Riv. dir. commerciale. Parte prima, 1960. *E compatibile col diritto d'opzione la emissione di azioni con sovrappeso?*, p. 81.

(74) Obra citada, p. 85.

ciudad, se ven obligados a desembolsar una suma superior que no viene representada por el valor de las acciones, sino por la participación en algo que ya era suyo.

Sin embargo, a pesar de todas estas razones, el Derecho español admite la compatibilidad de las dos instituciones, no tanto por la L. S. A. que no dice nada en pro ni en contra, sino por la legislación citada de origen fiscal que comienza en 1945, y que prevé la coexistencia de ambas.

Prescindiendo del carácter episódico de esta legislación y de la dudosa pureza jurídica de los fines de estas leyes fiscales, creemos que la compatibilidad tiene a su favor más razones que la postura contraria recién expuesta.

En efecto:

1.º Desde un punto de vista de interpretación de la L. S. A., la ley no prohíbe tal emisión (art. 36) ni impone un tipo al que se deban suscribir las acciones emitidas con ocasión de un aumento de capital, sino que deja al libre arbitrio de la asamblea la fijación del tipo; y el artículo 92 determina la clase de emisión a que se refiere el derecho de suscripción preferente, quiénes pueden usar de él y la proporción de acciones a suscribir, pero en absoluto habla del tipo de emisión.

2.º La práctica española ha sido siempre que se podrán emitir las acciones a cualquier tipo sin que a ello obstara el que existiera o no un derecho de suscripción preferente, y después de la ley en la que el derecho de suscripción preferente se impone de forma obligatoria, se siguen haciendo aumentos de capital con prima.

3.º La emisión con prima no puede considerarse un condicionamiento al derecho de suscripción preferente, porque tal prima está dentro de la misma naturaleza del acuerdo de aumento, y la prima no significa una obligación distinta, sino sólo un precio más oneroso, y salvaguarda al mismo tiempo uno de los derechos o facetas, el más importante quizá, para cuya defensa nació el derecho de suscripción preferente, el de evitar el perjuicio que se produciría para el socio por la entrada de nuevos miembros en la parte de patrimonio que excede del capital, pues la prima, además de robustecer a la Sociedad, mantiene incólume el derecho del socio antiguo sobre su cuota real en el patrimonio, siempre que esté bien calculada.

4.º La afirmación de que el derecho de suscripción preferente es un instrumento de conservación de la posición del socio, no excluye que el interés de la Sociedad exija esa prima, y que sea lícita coordinándola con aquél, siempre que no sea un procedimiento tortuoso para eliminar éste; ni su formulación impone que el derecho de suscripción preferente sea un derecho a suscribir a la par.

5.º La afirmación de que con la prima se hace pagar al socio algo que ya es suyo olvida la distinción entre Sociedad y socio y que las reservas no son de éstos, sino de aquélla.

6.º No siempre la emisión al valor nominal con derecho de suscripción preferente es medio idóneo para proteger a los socios; al contrario, cuando se prevé un mercado restringido para el derecho de suscripción preferente, puede beneficiar más a los socios, suscriban o no las nuevas acciones (75). E incluso en caso de acciones no cotizadas, que es más difícil vender el cupón, la prima beneficia especialmente al socio antiguo que no ejerce su derecho.

7.º La Sociedad puede estar interesada legítimamente en no disminuir la proporción entre capital y patrimonio, o que esta disminución no sea muy grande; en este caso, la emisión con prima permite conciliar su interés con el del socio. Por otra parte, el derecho del socio a las reservas depende de los acuerdos de la Junta, y lo mismo que ésta puede no aumentar capital y aquéllas seguir sin revertir a los socios, puede aumentarlo sin repartir ocultamente las reservas, que es lo que supone una emisión a la par con negociabilidad del derecho de suscripción preferente para el que no quiere suscribir.

8.º No existe incompatibilidad sustancial con el derecho de suscripción preferente porque se emitan las acciones con prima.

a) La prima puede ser inferior a la diferencia entre capital y patrimonio y necesitarse, por tanto, el derecho de suscripción preferente.

b) La existencia de éste no debe impedir a las Sociedades la emisión con prima, y en un sistema como el de nuestro Derecho, donde no se puede excluir por acuerdo de Junta el derecho de suscripción preferente, ése sería el resultado, contrariando así a todos los preceptos que consideran posible la emisión con prima.

c) A pesar de emitir con prima puede interesar el derecho de suscripción preferente para defender los otros aspectos de la posición del viejo socio.

d) No existe ningún derecho individual a que el socio suscriba a la par, sino a que no se altere su posición en la Sociedad, y en todo lo demás debe prevalecer la regla general que es la eficacia de los acuerdos de la Junta.

La solución favorable a la compatibilidad es la más extendida. La mantienen ASCARELLI (76) en Italia, HOUPIN y BOSVIEUX (77) en Francia, HEINICHEN (78) en Alemania, STEIGER (79) en Suiza y GIRÓN TENA (80) en España. En Estados Unidos parece dividida la jurisprudencia, mientras en unos estados como el de Nueva York se admite la compatibilidad, en otros se rechaza, como Michigan y Pensilvania (81)

(75) NOBILI, *ob. cit.*, p. 179.

(76) *Diritto d'opzione nell'aumento di capitale ed emissione delle nuove azioni con aggio*, en Foro pad., 1954, III, p. 49 y ss.

(77) *Traité général des Sociétés commerciales*, París, 1924; p. 127.

(78) Citado por ROTONDI, *ob. cit.*, p. 82, n. 2.

(79) Obra citada, p. 300.

(80) Obra citada, p. 492.

(81) COOK, *The principles of Corporation Law*, Michigan, 1925, p. 159.

Después de expuestas las razones de una y otra postura, no cabe sino elogiar la solución de nuestro derecho, no en la forma de las leyes fiscales que parece ser la de imponer en todo caso la prima, sino en la que se desprende de la L. S. A. de permitir que a pesar de la existencia del derecho de suscripción preferente, la Junta decida la emisión con prima.

Tal decisión nos parece la más útil, mas si tenemos en cuenta la posibilidad de impugnar ese acuerdo conforme al art. 67 L. S. A. cuando sea contrario a la ley, a los estatutos o al interés general en beneficio de un grupo aunque sea mayoritario. Pues en efecto, el que sea la prima admisible no puede hacer de ella un medio indirecto de exclusión del derecho de suscripción preferente: la Asamblea es libre de fijar la prima, pero si el acuerdo tiende a excluir sustancialmente el derecho del socio, será impugnable (como también se admite en la doctrina alemana), esa decisión, siempre que se pruebe que existe un abuso de la mayoría que pretende así hacer imposible el ejercicio de un derecho individual como el de suscripción preferente, protegido por la ley.

#### 8. EXISTENCIA DE DIVERSAS CLASES DE ACCIONES

La ley española permite la creación de acciones de diferente valor nominal o diferente contenido de derechos (art. 37). Lo único preciso es que las acciones que tengan distintas características pertenezcan a series diferentes.

Por otra parte el art. 92 no da ninguna norma sobre este punto en relación con el derecho de suscripción preferente ya que dice que "en toda elevación de capital con emisión de nuevas acciones, los antiguos accionistas... podrán ejercitar el derecho a suscribir en la nueva emisión un número de acciones proporcional..."

Inmediatamente se plantean los problemas de la aplicación del derecho de suscripción preferente a las diversas clases de acciones. A saber:

Caso de acciones de distinto valor nominal.

Caso de que sólo existan acciones ordinarias y se emitan ordinarias y privilegiadas.

Caso de que existan acciones ordinarias y privilegiadas y se emitan sólo ordinarias o privilegiadas.

Caso de que existan acciones ordinarias y privilegiadas y se emitan de esos dos tipos.

1.º El primer problema, sobre el que no existe ninguna indicación en la doctrina (82) ni en la jurisprudencia patria, y en el que apenas si nos puede ayudar el Derecho comparado pues la mayoría de las legislaciones imponen la norma —que viene del C. de comercio

---

(82) Únicamente GIRÓN TENA alude, en su obra repetidamente citada en la página 493, al caso, afirmando que ese derecho se tiene "en proporción al valor de las acciones".

napoleónico de 1807— de que todas las acciones sean de igual valor (83), no creemos que sea excesivamente difícil.

El derecho de suscripción preferente está en función de la acción y es como dijimos parte integrante de ellas: De las tres subcuotas en que patrimonial e idealmente puede dividirse la acción corresponde a la subcuota contravalor de reservas. Las acciones de distinto valor nominal de la misma clase tienen unos derechos proporcionales a su cuantía.

Es decir que no habiendo privilegios, una acción de 500 tendrá la mitad de beneficios que una acción de 1.000. Aparte de los principios generales sobre Sociedades (art. 1.689 C. c.), tal es la solución que se deduce para el derecho de participar en las ganancias, del art. 107, 2.º, que dice que “la distribución de dividendos a los accionistas ordinarios se realizará en proporción al capital que hayan desembolsado”.

Para el derecho a la cuota de liquidación, el artículo 162 dispone que el activo resultante después de pagar las deudas, si los Estatutos no disponen otra cosa, se distribuirá en proporción al importe nominal de las acciones, y si éstas no estuvieran liberadas en la misma proporción, se pagará primero la diferencia y después se seguirá la regla anterior.

Para el derecho de voto, el artículo 38 dice que “en ningún caso será lícita la creación de acciones de voto plural”, y toda la doctrina reconoce que esta prohibición se extiende tanto a los casos de voto plural directo o expreso o indirecto, y que, por tanto, no se podrá burlar esa norma acudiendo al sencillísimo método de emitir diversas series de acciones con distinto valor nominal y el mismo voto, y que, por tanto, el voto es proporcional al valor nominal de las acciones, por lo que también se permite la agrupación de acciones para votar.

Del derecho de suscripción preferente no dice nada la ley en este caso, pero si el principio general es la proporcionalidad del derecho al valor nominal en los otros tres derechos individuales reconocidos en el artículo 39, la solución ha de ser la misma para el derecho de suscripción preferente, más cuanto que la misma esencia y fundamento de él, como acabamos de decir, exige la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción, que determina la cuota sobre el patrimonio, y el derecho a la parte proporcional de reservas a través del ejercicio del derecho de suscripción preferente.

Esto desde el punto de vista económico, que, si consideramos su carácter mixto, desde el punto de vista político, la solución es forzosamente ésa, porque si no se podría romper la proporcionalidad del voto, y atentar al principio de eliminación del voto plural por otra vía indirecta, ya que dando a acciones de menor valor nominal el mismo derecho de suscripción preferente, se podría con menor des-

---

(83) MOREAU, en su citada obra, afirma que ha de ser proporcional al montante o nominal de las acciones, y que se aplica a todas cualesquiera que sea su clase (ordinarias o privilegiadas, amortizadas o sin amortizar).

embolso inicial llegar a adquirir una mayoría de votos a través de las sucesivas ampliaciones de capital.

2.º El segundo problema, vista la solución que dimos sobre la posible exclusión del derecho de suscripción preferente por acuerdo de la Junta, hay que resolverlo en el sentido de que subsista ese derecho aunque se trate de emitir acciones privilegiadas.

Por tanto, no se podrán poner las nuevas acciones a disposición de otros grupos para atraerlos así a la Compañía, sino con renuncia de todos los accionistas, o con el sacrificio de la mayoría que ceda sus acciones o derecho de suscripción preferente al grupo que pretende entrar en la Sociedad. Admitir otra cosa, cualquiera que sea la opinión que merezca esta solución, excede ya de la labor del intérprete y pertenece al legislador.

URÍA (84) cree que las razones a favor de la tesis contraria no tiene fuerza ante un precepto imperativo como es el español, que no admite más excepciones que aquellas en que claramente sea incompatible con la operación de aumento de capital, y que si se admitiera en este caso la exclusión del derecho de suscripción preferente se abriría la puerta precisamente más peligrosa para la ruptura del *statu quo* del accionista.

No cabe duda que la justificación de la norma italiana que se expone en la "Relazione" es buena: los privilegios se conceden para atraer a la Sociedad nuevos capitales con este aliciente; esos aumentos de capital van precedidos de acuerdos con los grupos que se intenta que los suscriban, lo cual no podría hacerse sin la exclusión del derecho de opción.

Pero tampoco se puede dudar que la admisión de esta excepción significaría la eliminación del carácter que nuestro legislador ha querido dar al derecho de suscripción preferente, y la desaparición práctica de éste como tal, poniéndolo en manos ya no de cada socio, sino de la mayoría, más o menos reforzada, que se exigiera para la emisión de acciones privilegiadas.

3.º El tercer caso tiene dos variantes:

a) Que se emitan sólo acciones ordinarias. Los que eran titulares de acciones de la misma clase pueden sin duda alguna concurrir a la suscripción; y los titulares de acciones privilegiadas, como tienen igualmente la consideración de accionistas, tienen también ese derecho conforme al artículo 92 L. S. A.

Dada la razón de ser económica y jurídica del derecho de suscripción preferente, es indudable que no puede privarse a los titulares de acciones privilegiadas de él, aunque se emitan acciones de otra clase, pues se rompería la proporcionalidad de derechos y se disminuiría su parte en la Sociedad.

Incluso sería una forma de disminuir el peso específico de las acciones privilegiadas en las votaciones, pues emitiendo nuevas acciones, que se les podrían sustraer, se iría disminuyendo su cuota real.

(84) Obra citada, tomo I, p. 410.



Tal es la solución propugnada por toda la doctrina: ASCARELLI y NOBILI en Italia, MOREAU en Francia, RITTER en Alemania, URÍA, GIRÓN TENA en España.

b) Si se emiten sólo acciones privilegiadas se plantea en Derecho español si estas acciones pueden ser suscritas por todos los socios o sólo por los titulares de acciones de la misma clase.

En los países que, como Italia, no juega el derecho de suscripción preferente para las acciones privilegiadas no existe este problema. Pero sí, en cambio, en las legislaciones como la española o la francesa que no distinguen entre unas y otras cuando del derecho de suscripción preferente se trata.

A favor de las acciones ordinarias militan las mismas razones expuestas antes para el derecho de suscripción preferente de las acciones privilegiadas cuando se emitan ordinarias: la generalidad del artículo 92, la necesidad de respetar el derecho a las reservas de las acciones ordinarias, y de mantener el equilibrio en cuanto al gobierno de la Sociedad, respetando las proporciones para la formación de mayoría y ejercicio de derechos.

A favor de las acciones privilegiadas se puede decir que se trata de acciones del mismo tipo, que si los accionistas ordinarios pueden suscribirlas, se puede disminuir el privilegio al tener que repartirlo con ellos, y que la misma esencia del privilegio implica la desigualdad de trato.

A pesar de estas razones, entiende URÍA (85) que, dada la disposición del artículo 92, el derecho de suscripción preferente se extiende tanto a las acciones privilegiadas como a las ordinarias y tal es la solución más segura en Derecho español.

La forma de resolver el problema creemos que puede encontrarse en el acuerdo de la Junta. Cabe que al emitir las acciones privilegiadas, como veremos, se extienda el privilegio a la suscripción exclusiva de las acciones nuevas de ese tipo, o que se emitan acciones ordinarias y privilegiadas, y estas últimas se reserven a los poseedores de este tipo de acciones.

Si no se ha hecho esto, los titulares de las acciones privilegiadas no podrán excluir a las acciones ordinarias, pero sí podrán impedir la emisión de acciones de la misma clase cuando perjudique el ejercicio del derecho de suscripción preferente sus beneficios, ya que el artículo 85, 2.º, dispone que "cuando la modificación afecte directa o indirectamente a los derechos de una clase especial de acciones, será preciso, además, el acuerdo de estas acciones con la mayoría especial del artículo 58", con lo cual se evita el perjuicio tanto a las acciones privilegiadas como a las acciones ordinarias, ya que tampoco se reservan esas acciones a los privilegiados, sino que no se emiten.

4.º El cuarto caso, por último, en realidad, viene resuelto ya

---

(85) Obra citada, tomo I, página 411.

con lo anteriormente dicho. La solución más sencilla aparentemente de que cada tipo de acciones tenga derecho de suscripción preferente sobre las de la misma clase, se debe rechazar dados los términos del artículo 92 y por la posibilidad que representaría de abusos y ruptura del equilibrio anterior. Bastaría con emitir un número mayor de unas u otras o no proporcional al de las existentes de su tipo para que se viniera abajo la defensa de los derechos que el derecho de suscripción preferente intenta proteger.

Si al emitir, por tanto, las acciones privilegiadas no se estipuló, como parte de ese privilegio, el derecho a la suscripción de las nuevas que se evitan del mismo tipo, las acciones ordinarias extenderán a ellas su derecho de suscripción preferente y naturalmente no se puede excluir a las acciones privilegiadas de la suscripción de las ordinarias, como hemos visto.

Los únicos dos sistemas posibles si se quiere conseguir aquel resultado serán:

a) acordar al emitir las acciones privilegiadas que éstas tendrán derecho de suscripción preferente en las nuevas del mismo tipo y no en las ordinarias, pacto que, por las razones expuestas, creemos plenamente lícito;

b) acordar la emisión de acciones ordinarias y privilegiadas y con acuerdo de la mayoría precisa para el aumento de capital, y de la misma mayoría de las acciones privilegiadas, decidir emitir acciones ordinarias y privilegiadas en un número múltiplo de la misma cuantía de las acciones respectivamente existentes, con lo cual se respeta el derecho individual de suscripción preferente y, por tanto, como en lo demás, se trata de una decisión que compete a la Junta, basta con las simples mayorías precisas para el aumento de capital y la modificación de Estatutos.

### III

#### TITULARIDAD DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

I. NORMA GENERAL.—El artículo 39 L. S. A. considera que la acción atribuye a su titular la condición de socio y le confiere como mínimo unos derechos entre los que se halla el derecho de suscripción preferente. El artículo 92 L. S. A., cuando regula el derecho de suscripción preferente, habla expresamente de los accionistas. Después de todo lo que llevamos dicho sobre este derecho no es preciso ya añadir nada más para demostrar que por naturaleza corresponde a los socios, a los titulares de las acciones, porque formando parte integrante de éstas, sólo el legítimo dueño de éstas puede ostentarlo (86).

---

(86) De acuerdo sobre este punto URÍA, *ob. cit.*, tomo I, p. 415.

Cabe plantear una serie de cuestiones en torno a personas que por ostentar una semititularidad o un derecho sobre las acciones, puede dudarse si tendrán ese derecho o no. Todos esos casos los vamos a ver a continuación, pero todos ellos no son sino excepciones de esta norma general.

Dentro de ella únicamente cabe plantearse el problema de si ya que son los socios los legítimos titulares del derecho de suscripción preferente, lo deben ser todos en igual proporción o, en otras palabras, si cabe establecer preferencias entre los accionistas en lo que se refiere al derecho de suscripción preferente.

El artículo 37 L. S. A. dice: "podrán existir distintas clases o series de acciones. La diferencia puede consistir en el valor nominal, en el contenido de derechos o en ambas cosas a la vez". Y el artículo 38 L. S. A.: "para la creación de acciones que confieran algún privilegio frente a las ordinarias, habrán de observarse las formalidades prescritas para la modificación de los Estatutos sociales. En ningún caso será lícita la creación de acciones de voto plural"

En base a estos preceptos, URÍA (87) cree que existe una libertad amplísima para la creación de privilegios de naturaleza patrimonial y que pueden recaer sobre el derecho a suscribir las acciones nuevas.

A este sistema sólo le pone los límites que el autor citado cree que nacen del sistema de derechos también legalmente reconocidos; que forma el contenido mínimo e inexcusable de la condición de socio, de forma que aquellos privilegios que por sus términos de extraordinaria y anormal amplitud hagan prácticamente ilusorios los derechos económicos de los accionistas ordinarios habrán de reputarse inadmisibles e ilegítimos.

De la forma de expresarse esos dos artículos, creemos que cabe deducir que dentro del sistema de privilegios posibles de las acciones en la ley española caben las acciones preferentes cuya ventaja consista en un mayor derecho a la suscripción de nuevos títulos en caso de aumento de capital, con tal que eso no signifique la eliminación de tal derecho de las acciones ordinarias.

Tal es la solución del Derecho americano (88), donde se admite que las acciones con voto tengan derecho de suscripción preferente, mientras se le niega a las acciones desprovistas de él para evitar que por su ejercicio llegaran sus tenedores a adquirir derecho de voto; y del Derecho japonés, que en el artículo 222 de su Código (89) permite que en los Estatutos o en las Juntas se pacten privilegios para las diversas clases de acciones, incluso sobre el derecho de suscripción.

Para el Derecho italiano, GASPERONI (90) distingue sólo entre las

(87) Obra citada, tomo I, p. 387.

(88) LEPARGNEUR, *ob. cit.*, p. 216.

(89) *Code de commerce du Japon révisé en 1951*, Librairie générale de droit et de jurisprudence, París 1954.

(90) *Las acciones de las sociedades mercantiles*, Madrid 1950.

acciones preferentes patrimoniales, las que atribuyen un privilegio en la distribución de beneficios o en la división del patrimonio, pero desconoce u olvida las que recaen sobre el derecho de suscripción preferente.

Este privilegio podrá crearse al tiempo de constitución de la Sociedad, emitiendo, por ejemplo, dos series de acciones, una ordinarias y otra privilegiadas, de manera que los títulos de éstas tengan en el futuro un derecho mayor en proporción a la suscripción de las acciones nuevas que se emitan, sistema con el que será posible, atribuyendo esas acciones a fundadores o promotores o a ciertos socios, que éstos mantengan en sus manos el control futuro, aunque de momento no lo puedan ostentar por necesitar la aportación de capital extraño en proporción superior al que de momento ellos pueden poner en la Sociedad.

O podrá nacer en el momento de aumentar el capital de la Sociedad, creando acciones privilegiadas cuya preferencia consista en un superior derecho de suscripción preferente. Es decir, que sobre esas acciones recaerá el derecho de suscripción preferente de los socios viejos, pero que cabe que las nuevas en todo o en parte tengan esa ventaja para el futuro.

En ese caso se habrán de cumplir los requisitos de la modificación de Estatutos (art. 58 L. S. A.) y especialmente se habrá de tener en cuenta el párrafo segundo del artículo 85 L. S. A.; es decir que si el acuerdo afecta a los derechos de una clase especial de acciones, será preciso, además, el acuerdo de la mayoría de esas acciones

El hecho de que existan acciones privilegiadas con otro tipo de ventaja, por ejemplo, en cuanto al dividendo, no significa que se requiera el acuerdo de ellas, pues pueden existir una pluralidad de series de acciones con privilegio distinto. Tampoco el hecho de que las nuevas acciones preferentes modifiquen el derecho de todas las acciones ya existentes implica la aplicación del artículo 85, ya que éste lo que quiere defender es el derecho de las clases especiales de acciones", es decir, de las acciones preferentes. Únicamente cuando la preferencia de esas acciones especiales ya existentes recaiga sobre el derecho de suscripción preferente o cuando indirectamente la creación de las nuevas afecte directa o indirectamente a los derechos especiales de las antiguas habrá que recabar el acuerdo especial de ellas.

Esta admisión del privilegio sobre el derecho de suscripción preferente puede parecer un poco sorprendente dada su naturaleza de derecho mínimo e individual del accionista, pero es la consecuencia de la admisión de las acciones privilegiadas con la amplitud que lo hace nuestra ley.

Además hay que tener en cuenta:

1.º Que tiene su propio límite en el artículo 39, que impide la exclusión de ese derecho de la acción; y en el artículo 67 y siguientes, que permite impugnar los acuerdos de la Junta cuando sean con-

trarios a la ley, a los Estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas los intereses de la Sociedad.

2.º Que no es una situación tan extraña porque, por ejemplo, en el Derecho español no funciona el derecho de suscripción preferente en diversos casos de aumentos de capital: conversión de obligaciones en acciones, aportaciones *in natura*, fusión o absorción, y en Derecho comparado, además de esos casos, en el más grave de emisión de acciones privilegiadas o en el examinado de acuerdo de la Junta que decide su exclusión porque el interés de la Sociedad lo exija.

3.º Que también son derechos mínimos e individuales el de reparto de las ganancias o el de la cuota de liquidación y aún de impacto más directo que el de suscripción preferente y caben acciones privilegiadas que sustraigan a los timbres de las que no lo son una parte superior de los beneficios o de la cuota de liquidación, porque las Sociedades no significan ni exigen una igualdad absoluta de las acciones aunque tengan el mismo valor nominal y hayan costado lo mismo.

4.º Que en el único caso que el legislador no admite privilegios lo dice expresamente y prohíbe las acciones de voto plural. Y aunque dijimos que el derecho de suscripción preferente es un derecho mixto político-patrimonial, el privilegio de que una serie de acciones tenga un derecho de suscripción preferente más extenso no supone ni siquiera en forma indirecta una atribución de un futuro voto plural porque para que estos votos se actualicen es preciso que se suscriban acciones y se desembolse su importe, con lo que una vez creadas se seguirá manteniendo la ecuación una acción = un voto.

5.º Por último, que la posibilidad que hemos defendido no viene alterada por el artículo 92 de la ley española cuando dice que “los accionistas podrán ejercitar... el derecho a suscribir en la nueva emisión un número de acciones proporcional al de las que posean”.

En este caso el precepto no hace sino establecer la norma ordinaria de proporcionalidad para señalar la forma en que los antiguos accionistas pueden ejercitar su derecho de suscripción preferente, norma que es precisamente la alterada por la existencia de las acciones privilegiadas, lo mismo que el artículo 162 de la ley dice la forma de liquidar o el 107 la forma de repartir las ganancias, y, sin embargo, cabe el privilegio que determine un reparto distinto, pues la preferencia es precisamente la excepción a la regla general que reflejan esos preceptos.

Examinada la norma general, podemos afirmar que el derecho de suscripción preferente pertenece a los socios, pero esta norma no resuelve una pluralidad de situaciones especiales que es preciso examinar. A ello van dedicadas las reflexiones que siguen, en las que para poner un orden distinguimos las posibles excepciones, por razón de las personas y por razón de las especiales situaciones de titularidad dudosa o cotitularidad en que se puede encontrar la acción.

2. PERSONAS DISTINTAS DE LOS SOCIOS.—A) *Personas extrañas a la Sociedad.*—Hemos visto que los socios son los titulares normales del derecho de suscripción preferente. Ahora bien, ¿puede la Junta conceder un derecho de suscripción preferente a personas que no sean socios, o mejor aún, independientemente de su condición de tales o de su posible interés en la Sociedad?

Por naturaleza, el derecho de suscripción preferente es una parte integrante de la acción y, por tanto, no puede funcionar separadamente de ella. Lo único que sucede es que al nacer el derecho de suscripción preferente con ocasión de un aumento de capital, cobra una entidad, una enjundia y un valor económico que le hace negociable y le desgaja de la acción, pero se desgaja como producto, rendimiento o ejercicio de una facultad que reporta un beneficio, no como si se vendiera una parte de la acción. Es decir, la fuerza creadora de esos nuevos posibles valores con ocasión de futuros aumentos de capital, queda en la acción; se transmite el derecho a suscribir aquellas acciones, pero no la parte de la acción que determina ese derecho.

Esta diferencia, que es reflejo de la de derecho de suscripción en abstracto y en concreto, la volveremos a tratar al hablar de la negociabilidad del derecho de suscripción preferente y ver cuáles son las características y límites de esa independencia.

La posibilidad de conceder el derecho de suscripción preferente a un extraño a la Sociedad no está, desde luego, prevista en nuestra legislación. El derecho de suscripción preferente se configura como un derecho mínimo del socio (art. 39) y en ningún lugar se prevé que pueda pertenecer a quien no sea socio.

El único caso que se puede considerar excepcional es la atribución al usufructuario por disposición expresa de los Estatutos, permitida por el artículo 41; y esto es probablemente por la especial situación de cotitularidad de nudo propietario y usufructuario que si dicho artículo resolvió a favor del primero, atribuyéndole la condición de socio, fue más por resolver un problema—postura que corresponde al legislador—que porque la misma naturaleza de las cosas exigiere que se reconozca la condición de socio al nudo propietario con exclusión del usufructuario. Por ello, y como único caso, por disposición y autorización expresa de la ley cabe que el derecho de suscripción preferente se atribuya a alguien que no tiene la condición de socio, pero que al menos tiene una especie de titularidad sobre la acción.

En cambio en el derecho extranjero nos encontramos con soluciones diversas.

El derecho alemán (art. 174 de la Ley de 1937) permite la emisión de obligaciones que confieran un derecho de suscripción preferente a acciones, siempre que se tome por acuerdo de la Asamblea con una mayoría de 3/4 partes de las acciones presentes, y se obtenga autorización de los Ministros de Economía, de Justicia y de Hacienda.

El derecho suizo (91) permite que los Estatutos reconozcan este derecho a otras personas que no sean accionistas, por ejemplo a los tenedores de bonos de disfrute y a los obligacionistas.

El derecho italiano admite, a pesar de que se ha discutido mucho su verdadero carácter de acción (92), que las acciones de goce ostentan y llevan consigo el derecho de opción (93).

El derecho francés excluye de ese derecho a los no accionistas, puesto que el artículo 12 del repetido Decreto de 1935 permite, con carácter transitorio, que se mantengan los derechos de suscripción preferente que tuvieran los titulares de bonos de disfrute o los portadores de títulos que representen especialmente al derecho de suscripción preferente.

En todos estos derechos el derecho de suscripción preferente no es propiamente un derecho individual o mínimo, y aún se puede decir que la posibilidad de atribuirlo a terceros dependen del mayor o menor carácter de derecho típico del socio. Así en derecho suizo basta que los Estatutos lo establezcan, en derecho alemán se exigen unos requisitos muy rigurosos, y en derecho italiano se reconoce a las acciones de goce que son como una especial clase de acciones.

Parece fuera de duda que el legislador español no ha previsto el caso, y que por lo tanto no lo ha admitido ni excluido; la solución habrá de obtenerse, pues, de un estudio de los principios que inspiran nuestra ley en general y el derecho de suscripción preferente en particular.

a) La naturaleza del derecho de suscripción preferente como parte integrante de la acción hace imposible que funcione aquél separadamente de éstas. No constituye excepción el que el adquirente del derecho de suscripción preferente por compra al socio lo ostente sin ser socio. Esto situación no significa ninguna alteración de la norma, ya que en este caso se desprende —del haz de derechos que forman la acción— la posibilidad concreta de ejercitarlo, perfectamente regulada, que en el momento de aumento de capital, adquiere un valor independiente y negociable.

Además no se trata de que se atribuya el derecho de suscripción preferente a un socio, sino que lo ejercite como consecuencia de una adquisición a título derivativo, y en todo caso no se trata de que nadie ostente el derecho de suscripción preferente desmembrado de la acción, sino el derecho de ejercicio del derecho de suscripción preferente referido a un aumento de capital concreto, o sea, no del derecho en abstracto, sino en concreto.

b) El fundamento o razón de ser del derecho de suscripción preferente excluye igualmente que se cree éste en favor de terceras personas no socios. Si como hemos visto tiende a defender la parte de reservas no distribuidas, o mejor de exceso del patrimonio sobre el

---

(91) STEIGER, *ob. cit.*, p. 299.

(92) GRAZIANI, *Diritto delle Società*, 5.<sup>a</sup> ed., Nápoli, 1962; p. 313.

(93) NOBILI, *ob. cit.*, p. 141.

capital, y a mantener la relación de proporcionalidad y control del socio, no cabe duda que carece de fundamento atribuido a personas que no tengan la condición de socio, y aun perturbaría los derechos individuales patrimoniales y políticos de los socios el que se atribuyera a personas distintas.

c) El derecho de suscripción preferente es uno de los derechos mínimos que el artículo 49 L. S. A. concede al accionista. Es por ello al accionador ver el trato que merecen los otros derechos.

El derecho de voto pertenece exclusivamente al titular de acciones, y nadie que no sea titular de ellas, aunque tenga, por ejemplo, bonos de disfrute (art. 39, cuarto L. S. A.) puede votar. Sin embargo, la ley permite que los ostenten los directores y técnicos de la empresa si los Estatutos lo imponen (art. 59 L.S. A.).

Los dividendos se reparten sólo a los accionistas, pero cuando se trata de la participación en los beneficios, se permite, con la reserva del artículo 74 L. S. A., participar al Consejo en esos beneficios.

El derecho a participar en el patrimonio resultante de la liquidación pertenece, asimismo, a los socios (art. 162), si bien se deja a salvo lo que se haya previsto en los Estatutos.

Por tanto, si bien estos derechos son inherentes a la condición de socio, cabe que personas que no tengan tal cualidad disfruten o participen de ellos en casos excepcionales, si los Estatutos lo disponen o la Junta lo acuerda así. Y habida cuenta que los Estatutos pueden modificarse por la Junta con las mayorías del artículo 58, bastará por tanto esta mayoría para establecer ese tipo de derechos a favor de no socios.

La naturaleza y el fundamento del derecho de suscripción preferente inclinan el ánimo a que tal derecho pertenezca exclusivamente a los socios; los argumentos de analogía pueden servir para tratar de aplicar en casos excepcionales y referido a personas íntimamente ligadas con la Sociedad, de las que nos ocupamos a continuación, una solución semejante, pero no para extenderla a cualquier persona extraña a la Sociedad.

El derecho de suscripción preferente tal como lo configuran nuestras leyes, no parece que pueda funcionar separadamente de las acciones.

La Junta general no tiene poder para disminuir uno de los derechos mínimos del accionista como hemos visto antes, ya que no existe posibilidad de excluir ni condicionar al derecho, y concedérselo a terceras personas será tanto como condicionarlo o reducirlo proporcionalmente. Sólo en los casos de excepción reseñados cesa ese derecho de los socios, como consecuencia de la inadaptabilidad del derecho de suscripción preferente a las situaciones citadas; aportaciones in natura, emisión de obligaciones, etc., etc.

Ahora bien, ¿puede admitirse sin el carácter de derecho de suscripción preferente inherente a las acciones, que se concede un derecho de participar en los aumentos de capital a personas extrañas? En mi



opinión, este giro no altera las circunstancias, y no cabe tomar tal acuerdo por la Junta, ya que no se puede excluir ni disminuir el derecho de los accionistas. Queda únicamente la duda de la validez del pacto cuando haya unanimidad de los accionistas, bien el momento de creación de la Sociedad y redacción de los Estatutos, bien en un momento posterior.

Es evidente que con ocasión de un aumento de capital pueden los accionistas renunciar a ese derecho y atribuirlo a terceras personas, tanto para que suscriban éstas las acciones como para que incluso negocien este derecho; pero ¿podrá hacerse eso con el derecho de suscripción preferente en abstracto o sea referido a todos los posibles futuros aumentos de capital, sin que ello signifique renuncia del propio derecho de suscripción preferente, sino, por así decirlo, creación de nuevos derechos de acceso a la Sociedad, al lado de los que corresponde a los accionistas?

El derecho de suscripción preferente pertenece a los socios, es un derecho mínimo, pero privado, no de orden público, que defiende la posición del socio frente a los abusos de la mayoría en su doble aspecto patrimonial y político. Si el socio lo renuncia, no parece que haya norma que expresamente lo impida, y lo mismo puede, sin renunciarlo, reconocer que otras personas también lo disfruten.

Parece pues que, tomando el acuerdo por unanimidad, la idea de conceder ese derecho de acceso a extraños no repugna a la Sociedad ni a la posición del socio, y que incluso cabe establecer dos tipos de suscripción distintos: uno más bajo para los socios, y otro con prima para los extraños titulares de esos derechos de acceso, con lo que se salvaría el aspecto patrimonial ya que así no entrarían a participar en ese supervalor del patrimonio de la Sociedad gratuitamente, puesto que no tenía ese derecho a la subcuota contravalor de reservas que defiende el derecho de suscripción preferente.

Con ello, ese derecho de acceso distinto del de derecho de suscripción preferente tendría una razón de ser y una justificación perfectamente clara; serviría para interesar a personas extrañas en los aumentos de capital, recompensar el trabajo de Administradores, excitar el interés por la suscripción de obligaciones, obtener dinero por la enajenación de los títulos que incorporen ese derecho, etc.

Como ya dijimos, el legislador español no ha previsto el caso y no se ha pronunciado ni a favor ni en contra; y la doctrina tampoco, aunque en el problema de la negociabilidad o venta del derecho en abstracto, como luego veremos, tanto la española como la extranjera se han inclinado a la prohibición.

Pero el caso es distinto; el derecho de suscripción preferente con los rasgos que la ley le configura no puede pertenecer sino a los socios, pero estructurado como un privilegio especial, no como derecho de suscripción preferente de accionistas, no parece que sea imposible encaje en nuestro régimen de S. A.

Es cierto que es una figura extraña a nuestra práctica, pero eso no es razón bastante, sin duda, no sería fácil atacar la validez de un acuerdo unánime por el que, por ejemplo, se crearan obligaciones con derecho a participar en la suscripción de los aumentos de capital futuro, o se pusieran a la venta títulos que incorporen un derecho a participar en esos futuros aumentos.

B. *Personas interesadas en la Sociedad.*—Dentro de este grupo, incluimos a todos aquellos que independientemente de que sean socios o no tienen un especial interés en la Sociedad y colaboran en su marcha o desarrollo; unos por razón de constitución de la Sociedad: fundadores y promotores; otros por razón de formar parte de su cuadro directivo: Consejeros, Administradores, Gerentes, Directores; otros por razón de prestar un trabajo a la Sociedad y colaborar en la producción: trabajadores o empleados; otros por aportar su dinero y estar interesados en la buena marcha de la Sociedad: obligacionistas.

Naturalmente son aplicables a todas estas personas las conclusiones del apartado anterior, pero lo que nos interesa ver es si por su especial situación la ley les atribuye algún derecho o alguna posibilidad más o menos expresa de que disfruten de un derecho de suscripción preferente.

a) Respecto a los fundadores o promotores, el artículo 12 de la L. S. A. dice que "los fundadores podrán reservarse remuneraciones o ventajas, cuyo valor en conjunto no exceda del 10 por 100 de los beneficios netos según balance, y por un período máximo de quince años. Estos derechos podrán incorporarse a títulos nominativos distintos de las acciones".

La ley permite, pues, un especial trato para los fundadores como premio o recompensa a su iniciativa, pero preocupada por antiguas prácticas que quitaban a las Sociedades su carácter igualitario, y sobre todo el interés para los socios que entraban simultáneamente o más tarde, pero sin el carácter de fundadores, tasa cuáles pueden ser esos beneficios o derechos especiales.

Parte de la doctrina italiana, sobre un precepto semejante, el 2.340 de su Código (94), ha entendido que podía consistir la ventaja en reservarse ese derecho con tal que cumpla esos dos requisitos de cantidad de tiempo (95). En cambio NOBILI (96) rechaza esa posibilidad tanto por razones exegéticas como sobre todo por razones sustanciales, ya que es muy difícil calcular el beneficio que entraña el disponer de un especial derecho de suscripción preferente. En efecto, la diferencia —dice— entre valor de mercado y valor de suscripción de las nuevas

(94) "Los promotores pueden reservarse en el acto constitutivo, independientemente de su cualidad de socios, una participación no superior en conjunto a un décimo de los beneficios netos resultantes del balance y por un período máximo de cinco años. No pueden estipular a su valor ningún otro beneficio".

(95) FRE, *Società per azioni*, Bologna-Roma, 1956; p. 113.

(96) Obra citada, p. 156.

acciones no es exactamente igual al beneficio disfrutado o percibido con la tribución de ese especial derecho de suscripción preferente.

GARRIGUES (97), comentando el art. 12, afirma que “no pueden constituir ventaja particular, por ser contrarios a la ley... ni la concesión de un derecho preferente para la suscripción de acciones en las elevaciones de capital, que violaría el derecho reconocido solamente a los accionistas por el art. 39, quienes se sentirían defraudados si habiendo adquirido las acciones a un valor muy superior al nominal, tuviesen que ceder a los fundadores una parte de las plus-valías, que acaso excediera del límite cuantitativo establecido en el art. 12 y que en todo caso deben corresponder íntegramente al accionista”.

Esta argumentación explica más bien que el precepto, la especial justificación que se necesitaría para admitir a ejercitar el derecho de suscripción preferente a personas que no sean socios o por otro carácter que el de ser socio, es decir, ilustra más bien el motivo que al legislador induce a excluir este beneficio de los que los fundadores se pueden reservar. Pero el principal argumento deducido del mismo artículo 12 es la casi imposibilidad de valorar para el futuro el derecho de suscripción preferente y, por lo tanto, decidir si encaja o no en los límites del artículo 12. Lo que esos límites y la misma forma de expresarse el precepto dejan claro es que el legislador no se refería ni pensaba en este tipo de ventajas, sino en las puramente patrimoniales, lo cual es aún evidente en el Código italiano, en el que propiamente se excluyen todas aquellas ventajas que no sean una participación en los beneficios.

En el Derecho español, aunque no se diga tan explícitamente, es evidente que, dada la norma del artículo 39 y la falta de una excepción comprensiva a favor de los fundadores, no pueden éstos, en cuanto tales, reservarse en el acto constitutivo un derecho de suscripción preferente, puesto que en ningún caso ese derecho es valorable con seguridad *a priori*, y menos para todos los posibles aumentos de capital durante un período de tiempo, ya que el valor de ese derecho de suscripción preferente dependerá absolutamente no sólo de la marcha de la Sociedad, sino del número de veces que se aumente ese capital y hasta de las imprevisibles coyunturas del mercado.

GARRIGUES entiende que la limitación de ventajas que establece el artículo 12 sólo se refiere al momento constitucional de la Sociedad, y que durante la vida de ésta la Junta General puede conceder a los fundadores cualquier ventaja con tal que el acuerdo de Junta sea adoptado con los requisitos legales y estatutarios.

Afirmación esta última que hace pensar que el referido autor no excluye la posibilidad de atribución de beneficios por acuerdo de la Junta, con lo que desaparece el peligro de que se reserven esos derechos los fundadores en el acto constitutivo, con el perjuicio consiguiente de los socios que vayan entrando después en la Sociedad.

b) A los obligacionistas se les reconoce este derecho en la ley

---

(97) Obra citada, tomo I, p. 237.

alemana, y aunque en caso de emisión de estas obligaciones se establece un derecho de suscripción preferente de ellas a favor de los accionistas antiguos, si acuerdan su emisión y renuncian por unanimidad a ese derecho, pueden suscribirlas terceros: en la ley suiza y en Francia se ha defendido que la emisión de estas obligaciones puede salvar este tipo de títulos en las épocas de inflación, en que el estímulo es menor para la suscripción de obligaciones.

En Derecho español, no hay ninguna norma que impida unir a las obligaciones diversos tipos de derechos, ya que los requisitos de la escritura y de las obligaciones que impone el artículo 116 L. S. A. son los mínimos.

El artículo 95 permite la emisión de obligaciones convertible o el acuerdo de conversión tomado *a posteriori*. En el primer caso la obligación lleva un derecho preferente, y en el segundo aparece en un momento determinado. Lo que falta en la ley es la posibilidad de unir un D. S. P. propiamente dicho a las obligaciones; pero es sin duda el caso más próximo en nuestro Derecho, ya que, permitiéndose la suscripción de acciones de valor superior al de las obligaciones pagando la diferencia, si se emiten series de obligaciones de pequeño valor nominal convertibles en acciones, en realidad se están poniendo a la venta títulos que incorporen un derecho de suscripción preferente, y eso se puede hacer simplemente por acuerdo de la Junta. Es decir, que, de una parte, se protege mucho el derecho de suscripción preferente, pero de otra parte se deja abierto un portillo que el Derecho alemán, donde, como sabemos, la Junta puede excluir simplemente el derecho de suscripción preferente con mayorías especiales, no ha dejado.

c) En cuanto a los directores y administradores, no contiene nuestra ley más excepción que la posibilidad de que tengan derecho de voto aun sin ser socios. Es sin duda esto un reconocimiento a su especial situación en la Sociedad, pero nada decisivo a favor de una equiparación con los socios. Creemos, pues, que sólo a través de los argumentos esgrimidos antes se puede crear un derecho de acceso a las nuevas acciones que se emitan, y que, por tanto, en ningún caso nuestra ley da base para unir un propio derecho de suscripción preferente al ejercicio del cargo, pudiéndose solamente si ese derecho de acceso se admite hacerle inherente al desempeño de uno de esos puestos.

d) A los tenedores de bonos de disfrute, posible en nuestro ordenamiento (art. 39 L. S. A.), se les reconoce este derecho por la doctrina italiana (98), por la francesa (99) y por la suiza y alemana. En Derecho español, sin entrar en la discusión de si son verdaderas acciones o no, el titular de los bonos de disfrute conserva su derecho a participar en las utilidades y en la cuota de liquidación (100), y

(98) NOBILI, *ob. cit.*, p. 141.

(99) MOREAU, *La société anonyme*, vol. I, París, 1955; p. 618.

(100) URÍA, *ob. cit.*, tomo I, p. 423.

aún puede, por disposición expresa de los Estatutos, conservar el derecho de voto. De acuerdo con todo ello, parece lógico entender que si conserva ese derecho a los beneficios, a las reservas y a la eventual cuota de liquidación, deba retener asimismo el derecho de suscripción preferente. No hay duda ninguna cuando los Estatutos así lo dispongan; pero incluso creemos que, salvo que éstos dispongan lo contrario o que el acuerdo de entrega de los bonos excluya el derecho de suscripción preferente, les pertenecerá este derecho a sus titulares.

c) A los trabajadores o empleados de la empresa se les podría atribuir ese derecho y puede ser este un medio hábil para hacer posible la combinación de los derechos del capital con los del trabajo, para llamar a éste a interesarse directamente en la marcha de la Sociedad, para activar la socialización de la empresa y para coordinar las dos partes del proceso productivo. En Derecho italiano se atribuye el derecho de suscripción preferente a los tenedores conforme al artículo 2.349 de su Código (101), y se permite, por otra parte, exceptuar el derecho de opción atribuyéndolo en cuanto a un cuarto de las nuevas acciones a los dependientes de la Sociedad por acuerdo de la Junta con las mayorías normales.

En Derecho español no existe, en cambio, ninguna norma y, por tanto, salvo el caso de que los Estatutos lo permitan o los socios por unanimidad acuerden este derecho, no podrán los trabajadores ejercerlo, ya que no existen acciones semejantes a las del 2.349 italiano, y se prohíbe la creación de acciones que no respondan a una efectiva aportación patrimonial a la Sociedad, pudiendo únicamente atribuirles ese derecho de acceso que hemos sugerido, que en este caso tendrá aún mayor justificación que cuando se trate de personas extrañas.

3. SOCIEDAD TITULAR DE SUS PROPIAS ACCIONES.—La Sociedad puede, excepcionalmente, adquirir sus propias acciones (art. 47 L.S.A.) y, como consecuencia, puede darse el caso de que se realice un aumento de capital estando en poder de la Sociedad acciones que lleven consigo un derecho de suscripción preferente.

El Derecho alemán prohíbe en este caso (art. 65, VII, de la ley de 1937) que la Sociedad disponga de ninguno de los derechos que corresponden a las acciones. El único interés de esta adquisición es poderlas revender o reducir su capital anulándolas (102).

En Derecho americano las acciones llamadas de tesorería pueden ser de nuevo cedidas por ella, y pueden no tener limitación en cuanto al ejercicio de los derechos de ellas (103).

En Derecho suizo, se prohíbe a la Sociedad adquirir sus propias acciones (arts. 628 y 639 CO) a título oneroso, salvo en casos excepcionales. En el tiempo en que la Sociedad posee sus propias accio-

(101) NOBILI, *ob. cit.*, p. 141.

(102) DURONDIER-KUHLEWEIN, *ob. cit.*, p. 71.

(103) LEPARGNEUR, *ob. cit.*, p. 218.

nes, los derechos de ella están en suspenso y reviven en caso de venta, y no pueden ejercitar, por tanto, el derecho de suscripción preferente (104).

El Derecho italiano permite en su artículo 2.357 la adquisición por la Sociedad de sus propias acciones en determinadas circunstancias. Se ha discutido mucho sobre el ejercicio de los derechos de esas acciones por la Sociedad. La mayoría de la doctrina considera que están suspendidos esos derechos [FRE (105), GRAZIANI (106)]. Otros autores entienden que no puede suscribir acciones, pero sí ceder el derecho de suscripción preferente. NOBILI (107), aunque con dudas, se inclina a negar aún esta posibilidad.

La función del aumento de capital por medio de nuevas aportaciones es la de traer medios económicos nuevos a la Sociedad. Si la Sociedad suscribe esas acciones, con cargo a las reservas o beneficios libres, que es con lo único que lo puede hacer (art. 47 L. S. A.), es decir, con cargo al patrimonio, no se logra esa función.

En Derecho español, el último párrafo del artículo 47 dice que "las acciones que no hayan de amortizarse deberán ser vendidas en el más breve plazo posible y entretanto quedará en suspenso el ejercicio de los derechos incorporados a las acciones que posea la Sociedad". URÍA (108), sin plantearse ninguna distinción, afirma que no confieren el derecho de opción para suscribir acciones nuevas.

En cuanto a la posible cesión de esos derechos de suscripción preferente, parece preferible también negar ese derecho a la Sociedad. El derecho de suscripción preferente está establecido para tutelar el derecho de los accionistas, que son preferibles a los terceros, en el reparto oculto de reservas que implica la suscripción, y protegidos para que mantengan su proporción en la administración y en el voto. La venta de los derechos de suscripción preferente de las acciones detentadas por la Sociedad nunca deparará a salvo este segundo aspecto, y tampoco perfectamente el primero, ya que no siempre el valor del cupón equivale a la diferencia por acción entre el patrimonio y el capital.

El posible interés de la Sociedad por incrementar su patrimonio frente al de los socios en particular, tampoco debe prevalecer dada la forma en que está redactado el artículo 47. La cesión del derecho de suscripción preferente es una de las formas de ejercitar éste y, como consecuencia, hay que considerarle suspendido mientras las acciones están en poder de la Sociedad, en beneficio por acrecimiento de los derechos de las demás acciones en circulación.

#### 4. NO EJERCICIO PARCIAL DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE A LAS ACCIONES EMITIDAS.—Todas las legislaciones tienen un

(104) STEIGER, *ob. cit.*, p. 158.

(105) *Società per azioni*, Bologna-Roma, 1956, p. 228.

(106) Obra citada, p. 300 y ss.

(107) Obra citada, p. 147.

(108) Obra citada, tomo I, p. 486.

plazo necesario, y generalmente corto, durante el cual se ha de ejercitar el derecho de suscripción preferente. En Derecho italiano son quince días (art. 2.441 C. c.), dos semanas en derecho alemán (art. 153 de la ley de 1937), quince días en Derecho francés (art. 1.º de la ley de 1935). El artículo 92 marca el de treinta días y es uno de los más largos de la legislación comparada.

Las razones de esta brevedad son claras. Entre el momento en que la Junta acuerda el aumento de capital y aquel en que tal aumento se consolida, que es el de la suscripción y desembolso de las acciones, debe mediar poco tiempo, ya que se trata de un período imperfecto y provisional en el que uno de los datos más importantes de la Sociedad: el capital, está en trance de modificación. Los problemas que pueden suscitarse en ese período para la Sociedad, para los acreedores para los titulares del derecho de suscripción preferente, etcétera, son muy complicados y debe, por interés general, abreviarse ese plazo. Por ello, a los socios viejos se les debe dar la oportunidad de suscribir, pero han de decidirse rápidamente.

Sucede, con mucha frecuencia, que durante ese tiempo no todos los socios ejercitan el derecho de suscripción preferente ni lo venden. Por olvido, por desinterés, por falta de dinero, por encontrarse en herencias yacentes, sujetas a litigios judiciales o sencillamente perdidas, hay acciones que no ponen en juego, que no actúan su derecho de suscripción preferente. Al cabo del plazo quedan así una serie de acciones nuevas que no han sido suscritas. ¿A quién corresponde el derecho a suscribir esas acciones?

El decreto francés de 1935 dispone que las acciones disponibles serán atribuidas a los accionistas que hayan solicitado un número de acciones superior al que por su derecho preferente podrían suscribir, proporcionalmente a su parte en el capital y al límite de sus demandas.

En Derecho italiano no existe ninguna norma semejante. NOBILI (109) cree que las acciones no suscritas pueden ser ofrecidas libremente por la Sociedad.

En Derecho español. URÍA (110) estima que cuando el accionista haya suscrito el número de acciones nuevas proporcional al de las que posea, su derecho se habrá agotado.

En favor de esta solución creemos que existen una serie de razones. La norma francesa defiende a los accionistas quizá más allá de lo que sus derechos exijan.

Especialmente en las legislaciones que, como la española, establecen un derecho de suscripción preferente rígido, del que apenas el socio puede ser privado, esa libertad de la Sociedad sobre las acciones sobrantes le permite facilitar la entrada de nuevos socios.

Desde el punto de vista de la esencia y justificación del derecho de suscripción preferente esa libertad tampoco se opone a éste. Desde

---

(109) Obra citada, p. 169.

(110) Obra citada, tomo I, p. 414.

el punto de vista de los socios que no lo han ejercitado, porque se pueden considerar decaídos de su derecho, que ellos mismos han dejado de ejercitar, y, por tanto, no se les produce ningún perjuicio, sino que la Sociedad toma por razones de bien social y para lograr que se haga efectiva o se suscriba íntegramente el aumento de capital, lo que ellos habían abandonado. Desde el punto de vista de los otros socios, su derecho de suscripción preferente ha quedado a salvo al suscribir la parte proporcional de las acciones nuevas, manteniendo así su posición política y económica de la Sociedad, y tal derecho no les atribuye la facultad de exigir una parte superior, ya que eso significaría un derecho nuevo distinto del de S. P. RODRÍGUEZ (111) se basa en un pretendido derecho de acrecer conatural a todas las comunidades; pero creemos que, aparte de lo discutible de esa inherencia entre comunidad y acrecimiento, más propia de la comunidad germánica que de la romana, la Sociedad no se puede resolver en una comunidad, ni olvidar que entre socio y socio no existe relación directa, sino a través de la Sociedad, ni que el patrimonio es de la Sociedad y no de los socios (ni que la acción es independiente y sustantiva, nunca igual a una cuota extensible).

Prácticamente la extensión de ese derecho de los socios haría mucho más larga y laboriosa la suscripción de los aumentos de capital. Cerrado el plazo del derecho de suscripción preferente, habría que abrir uno nuevo para los accionistas que ejercitaron el suyo, o adjudicar automáticamente las sobrantes a los suscriptores en proporción a sus derechos.

El artículo 92 presupone que el derecho de suscripción es proporcional al número de acciones que se tienen, y, por lo tanto, ejercitado así el derecho, queda satisfecho. La letra del precepto así ha sido entendida siempre y prácticamente las acciones sobrantes las coloca la Sociedad.

Una inteligencia contraria del precepto privaría absolutamente a la Sociedad de la posibilidad de admitir nuevos socios, pues aunque renunciaran algunos a su derecho de suscripción preferente, ese acrecimiento haría que un solo socio podría exigir la suscripción de todas las acciones, impidiendo entrar a terceros.

Sin embargo, el artículo citado no excluye esta postura y cabrá, por tanto, la norma estatutaria que establezca (o amplíe) el derecho de los socios, ya no al número proporcional de acciones nuevas respecto a las viejas que se posean, sino al número de acciones nuevas proporcional a las que se posean y a las que soliciten suscribir los demás socios.

En cuanto al órgano que puede decidir sobre la colocación de esas acciones, no cabe duda que es, en primer lugar, la Junta General.

La Junta es la única autorizada para decidir el aumento de capi-

---

(111) Citado por URÍA, p. 414.



tal y la forma de realizarlo. Fija los plazos de ejercicio del derecho de suscripción preferente (los treinta días son un mínimo), y puede prever ya el destino que se ha de dar a las acciones no suscritas: puede reducir el capital por suscripción parcial, o decidir que se coloquen en el mercado.

Cuando el Consejo de Administración acuerda el aumento de capital, lo hace siempre por vía de delegación (art. 96 L. S. A.) o de ejecución (arts. 115 y 116 RRM). Su libertad de actuación dependerá de los términos en que se le haya autorizado por la Junta. Pero cabe perfectamente que la delegación comprenda la facultad de decidir sobre la colocación de las acciones sobrantes.

En el caso de acuerdo de Junta lo que sí será aconsejable es que ésta, si decide colocar las acciones sobrantes, faculte al Consejo, aunque éste no haya intervenido en el aumento propiamente dicho para realizar los actos precisos para ofrecer esas acciones, sin necesidad de una nueva reunión de la Asamblea, pues con ello se logrará una mayor facilidad y rapidez en la resolución de todos los problemas que el aumento de capital trae consigo, y una más pronta suscripción total, requisito para que se pueda considerar completamente terminada la operación.

5. EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE Y LA PARTICIPACIÓN DE CAPITAL EXTRANJERO EN LA SOCIEDAD.—Como es sabido, la legislación española contiene una serie de normas que señalan el límite en que pueden participar los extranjeros en el capital de las Sociedades.

La Ley de Protección a la Industria Nacional de 1939 señaló una serie de industrias en las que no se admitía capital extranjero, y en las demás sólo podía llegar hasta el 25 por 100. A partir del año 1959 se inicia una tendencia liberalizadora; se admite el 50 por 100 de capital extranjero, y con autorización de la Presidencia del Gobierno un porcentaje superior. Y por fin, esta tendencia desemboca en el Decreto de 18 de abril de 1963, en el que se autoriza para una serie de industrias productivas de diversos sectores la inversión de capital extranjero sin límite de cuantía

El derecho de suscripción preferente actúa, como es natural, igual tratándose de acciones en poder de extranjeros que de españoles: únicamente en dos casos presenta particular interés su estudio:

1.º En el caso de que en un aumento de capital se pretenda la aportación de capital extranjero, el derecho de suscripción preferente de las antiguas acciones puede dificultar extraordinariamente la inversión extranjera, que es uno de los fines pretendidos por toda la legislación dictada sobre esta materia desde el año 1959. Nos encontramos con dos leyes que aunque en su letra son perfectamente compatible, su espíritu choca abiertamente.

De un lado, los artículos 92 y 39 de la L. S. A., que reconocen el derecho individual del socio y tienden a defender a éste; de otro toda la legislación citada que tiende a facilitar el interés so-

cial y general del país permitiendo la entrada de capital extranjero. A pesar de que esta legislación es posterior, no creemos que pueda defenderse la derogación de las normas anteriores, porque en realidad no son contradictorias, sino más bien se excluyen recíprocamente en cuanto a sus fines. No cabe duda, vg.: que en Derecho italiano, al amparo del 2.441, constituiría un caso justificado de exclusión del derecho de opción la suscripción por capital extranjero que no podría ser sustituido por capital nacional. En Derecho español ya vimos que no existe una norma semejante y, por tanto, el pretendido suscriptor extranjero habrá de recibir el mismo trato que el español. Sólo tratándose de aportaciones no dinerarias no habrá dificultad de admisión de los partícipes extranjeros dado que en este caso no rige el derecho de suscripción preferente.

2.º El segundo caso es un típico problema de derecho transitorio. Antes del año 1939 existió una libertad casi absoluta para la participación de los extranjeros en Sociedades españolas, y al amparo de ellas se constituyeron Sociedades en las que el capital extranjero participaba en porcentajes superiores a veces al 25 y al 50 por 100, o en que incluso con nacionalidad española (pues el sistema español es el de atribuir la nacionalidad por el domicilio o sede social y no ha llegado nunca a introducirse el sistema de control o de la nacionalidad de los socios (112), el capital era totalmente extranjero.

Es más, aun después del año 1939, y puesto que la ley se refería a industrias, se siguió entendiendo que esas limitaciones se referían a sociedades industriales, pero que en las sociedades puramente comerciales la aportación de capital extranjero no tenía límites. La práctica española fué ésta hasta que, paradójicamente, a partir de 1959, y como consecuencia de que las modernas disposiciones no distinguían entre sociedades industriales y comerciales, se empezó a mantener por los organismos oficiales, fundamentalmente la Presidencia del Gobierno, que es quien, a través de la O.C.Y.P.E., concede las autorizaciones precisas, que las sociedades comerciales están sujetas a las mismas limitaciones; sobre todo a partir de la Orden de 15 de marzo de 1962, que limita la compra de valores mobiliarios de Empresas españolas, sin distinguir si se trata de comerciales o industriales, al cincuenta por ciento.

En ambos casos nos encontramos con sociedades que tienen lícitamente un capital extranjero superior a los límites permitidos por la legislación posterior. En el caso de un aumento de capital con aportaciones dinerarias, se plantea el dilema de qué disposición debe prevalecer si la de respeto del derecho de suscripción preferente y como consecuencia que los socios extranjeros tengan en el aumento de capital la misma participación que en éste, con violación de las normas que prohíben las participaciones extranjeras superiores a los mínimos establecidos, o la de respetar estas normas que se pueden incluso con-

(112) Sobre este tema Vid. H. BATIFFOL, *Droit international privé*, 3.ª edición, París, 1959; p. 235.

siderar de orden público y limitar ese derecho de suscripción preferente a la cuota que según las nuevas leyes pueden suscribir los extranjeros, concediendo respecto al exceso la posibilidad de vender ese derecho y resarcirse así del perjuicio sufrido.

GARCÉS BRUSES, en un libro reciente (113) sobre el régimen jurídico de las inversiones extranjeras en España, en base al artículo 3.º del C. c., que dispone que “las leyes no tendrán efecto retroactivo si no dispusieren lo contrario”, cree que los titulares extranjeros tienen asegurada la continuidad de su actual porcentaje en el capital por consecuencia de la perfecta vigencia del artículo 92 de la L. S. A.

La Presidencia del Gobierno, como es normal en todos los organismos administrativos, que no pueden reprimir una tendencia a intervenir en todo lo que les conviene no sólo por razones públicas, sino aun puramente de aumento de la importancia propia, ha entendido, en respuesta a diversas consultas, que es precisa la autorización suya para que los extranjeros suscriban en el aumento más de la cuota que legalmente se fija, aunque tuvieran antes más participación y, por tanto, un derecho de suscripción preferente proporcional, aunque hay que decir que concede casi siempre esas autorizaciones cuando se le solicitan.

Desde un punto de vista técnico no creemos que la solución sea tan simple como pretende el autor citado al aplicar el artículo 3.º del C. c.

No vamos a exponer ahora toda la teoría española de la retroactividad de las leyes; pero aunque el principio general es el expresado, no se trata aquí de una retroactividad absoluta, sino de un caso que se produce una vez entrada en vigor la nueva ley y por un acto posterior a ella: el aumento de capital. Se trata de una colisión con un derecho anterior, el derecho de suscripción preferente, pero para un ejercicio posterior a la ley.

El profesor DE CASTRO (114) distingue tres tipos de retroactividad:

De grado máximo. Cuando la nueva ley se aplica a la relación jurídica y a sus efectos, aunque aquélla fuera creada o éstos ejecutados bajo el imperio de la ley anterior.

De grado medio. La nueva ley se aplica a efectos nacidos durante la vigencia de la ley derogada, pero que hayan de ejecutarse después de la nueva ley.

De grado mínimo. La nueva ley se aplica, de los efectos de una relación jurídica regulada por la ley anterior, sólo a los que nazcan después de la entrada en vigor de la ley nueva.

El caso que nos planteamos está dentro de los dos últimos tipos, pudiéndose discutir su encuadramiento en ellos según se entienda

---

(113) *Régimen jurídico de las inversiones extranjeras en España*, Madrid, 1962; p. 159.

(114) DE CASTRO, *Derecho civil de España. Parte General, I*, Madrid, 1955; página 723.

que el derecho de suscripción preferente nace en el momento del aumento del capital o que nace en el momento de la suscripción de la acción y se ejecuta cuando se aumenta.

Como se ve, aplicar la nueva legislación no supone una retroactividad absoluta. El art. 3.º deja un gran margen de interpretación con la frase "si no dispusieren lo contrario". Como dice el profesor citado, habrá que considerar el valor de las dos leyes, en el momento de su aplicación dentro del ordenamiento jurídico, y tener en cuenta sobre todo el fin propuesto por la ley nueva, desechando los sistemas dogmáticos y poco prácticos que ha construido la doctrina, que es el criterio seguido por la jurisprudencia española.

Se entiende en derecho español que puede darse cierto tipo de retroactividad aunque la ley no lo diga expresamente, cuando así lo requiera el sentido, carácter y fin de la ley. Y con este criterio DE CASTRO señala entre las leyes que por su propia naturaleza lo exigen: las disposiciones que condenen como incompatibles a sus fines sociales las situaciones anteriormente constituidas, y las disposiciones que tengan por objeto establecer un régimen general y uniforme.

La legislación de inversiones extranjeras no cabe duda que reúne esas dos condiciones, que tiene cierto carácter de orden público y que aunque no deroga los preceptos de la ley de S. A. es complementaria y aclaratoria de ella como se ha visto siempre en las normas de formación de Consejos, distribución del capital, distribución de dividendos, etc., etc.

Para terminar de resolver esta situación, se pueden tener en cuenta tres criterios más:

a) Las normas transitorias del C. civil, que conforme a la norma 13.ª son de aplicación general extrayendo los principios que le sirven de fundamento. La norma 1.ª dice que se regirán por la legislación anterior los derechos nacidos según ella de hechos realizados bajo su régimen, y la 4.ª que los derechos nacidos y no ejercitados antes de la ley nueva subsistirán con la extensión y en los términos que les reconozca la legislación precedente, pero sujetándose en cuanto a su ejercicio, duración y procedimientos a lo dispuesto en la Ley nueva.

Es decir, que se respeta el derecho nacido antes, en este caso el derecho de suscripción preferente —siempre entendiendo que no surge al decidir aumentar el capital, pues en este caso la solución sería obvia—, pero se debe ejercitar de acuerdo con la nueva ley. Y por tanto debe procurarse armonizar la forma de ejercicio con la nueva ley, lo cual puede lograrse ejercitando hasta el límite legal el derecho de suscripción preferente y negociando el exceso.

b) Las normas transitorias de la L. S. A. Aparte de las normas especiales, esta ley como criterio general en materia de S. A. establece en su onrma 1.ª que la ley se aplica a las S. A. cualquiera que sea el momento en que fueron creadas y el contenido de sus Estatutos cuando se trate de regular actos o contratos que se produzcan a partir de su publicación, o que originados con anterioridad no se hubiesen

totalmente ejecutado bajo el imperio de la legislación anterior. El criterio pues, es de retroactividad no sólo de grado mínimo, sino aún comprendiendo el grado medio, ya que aunque los derechos se hubieran originado antes (caso del derecho de suscripción preferente) se aplicará la nueva ley sino se hubieren ejecutado bajo el imperio de esa ley (que es lo que sucede con el aumento de capital).

c) Que tal solución de retroactividad no absoluta no produce perjuicio de derechos adquiridos, pues al socio antiguo extranjero se le respeta todo el derecho de suscripción preferente, que, primero es un derecho que en la mayoría de los casos la ley ha reconocido con posterioridad a su suscripción inicial, y que por tanto aunque cuando se constituyó la Sociedad estuviera reconocido en los Estatutos no tenía el carácter de derecho mínimo e individual inmodificable por la Junta, y segundo lo único que se llevaría es la forma de su ejercicio y sólo parcialmente, ya que podrá suscribir las acciones hasta el límite legal. y respecto al resto pedir autorización de la Presidencia del Gobierno o ceder sus derechos por precio. En el caso de que se le conceda no hay problema, pero es que en caso contrario que sin pedir autorización decida vender, se respeta su derecho patrimonial íntegramente, y únicamente se podría decir que se atenta al aspecto político del derecho de suscripción preferente al disminuir su cuota en el control de la Sociedad, que es, no lo olvidemos, precisamente al fin perseguido por la legislación especial a que nos hemos referido y que debe entenderse que la ley ha querido que se obtenga. Limitación mínima y muchísimo más respetuosa con el derecho de los extranjeros que las tomadas por países aparentemente tan liberales como Inglaterra y Francia que por el camino de la teoría del control perjudicaron derechos adquiridos importantísimos al amparo de los criterios de determinación de la nacionalidad por la sede social o el lugar de explotación, como por ejemplo la ley francesa de 28 de octubre de 1946 que consideró a los efectos de reparaciones de guerra como extranjeras a las Sociedades a las que había concedido antes la nacionalidad francesa cuando la mitad del capital era extranjero o la mitad de los cargos de dirección eran ostentados por extranjeros.

6. ACCIONES EN USUFRUCTO.—Antes de la ley de 1951 se había discutido mucho en España sobre quién podía ejercitar el derecho de suscripción preferente. Sobre la base de que este derecho venía a compensar los beneficios no distribuidos, se había defendido que el usufructuario a quien se había sustraído esa ventaja era, en el momento del aumento de capital quien debía ser compensado, adquiriendo las acciones a su valor nominal, puesto que el valor superior que tales acciones en realidad tenían era fruto de sus anteriores sacrificios.

La doctrina se había dividido. LARRAZ (115) creía que el derecho

---

(115) *El usufructo y la sustitución fideicomisaria sobre títulos valores*, RDM., enero-febrero 1947, p. 24.

pertenecía a ambos. MARTÍNEZ DE LA FUENTE (116) y BORRELL (117) lo atribuían al usufructuario. SÁNCHEZ TORRES (118) en el trabajo más extenso consagrado a este asunto, antes de publicarse la ley de 1951, atribuía el derecho al nudo propietario.

El Tribunal Supremo en S. de 23 de enero de 1947, después de rechazar el carácter de fruto del derecho de suscripción preferente que tantas dificultades había originado en el problema que tratamos, afirmó que si bien el derecho de suscripción preferente pertenecía al nudo propietario, el derecho del usufructuario se extiende a los frutos de las acciones nuevas y por tanto el usufructuario debe pagar el interés legal de las sumas desembolsadas por el nudo propietario.

La ley de 1951 en su artículo 41, afirma que "la cualidad de socio reside en el nudo propietario; el usufructuario tendrá derecho a participar en las ganancias sociales obtenidas durante el período de usufructo y que se repartan dentro del mismo. El ejercicio de los demás derechos de socio corresponden, salvo disposición contraria de los Estatutos al nudo propietario de las acciones".

Con ello el problema principal queda claramente resuelto. El derecho de suscripción preferente pertenece al nudo propietario. Se admite, sin embargo, cualquier otra solución con tal que sea recogida en los Estatutos, y esto, al no distinguirse, tanto por vía de creación como de modificación de éstos.

Pero a pesar de la utilidad del art. 41 L. S. A., hay todavía una serie de problemas que la norma no resuelve.

1. En la emisión de acciones por traspaso de reservas o plusvalías a la cuenta de capital, no juega el derecho de suscripción preferente, y por eso no vamos a tratar de esta situación. VILLAVICENCIO (119) opina que al usufructuario corresponde el derecho a disfrutar de las nuevas acciones, o de su aumento de valor nominal, tanto por el principio de acepción del C. c., cuanto porque el aumento de capital no hace sino reflejar el verdadero valor de la acción como cuota del patrimonio y sobre esa acción íntegra recaía el usufructo.

2. Caso de que el nudo propietario no ejercite el derecho de suscripción preferente.

En la posición de la ley española el nudo propietario es libre de ejercitar o no el derecho de suscripción preferente. Pero en este caso cabe plantearse si el usufructuario se ve perjudicado en sus derechos, y si por ello o simplemente como cotitular tiene un derecho subsidiario a ejercitar el derecho de suscripción preferente.

El segundo punto de si al no ejercitarse el derecho de suscripción

---

(116) *El derecho de usufructo de acciones de Sociedades sobre las reservas sociales y sobre la preferencia para suscribir nuevas acciones*, RDM, número 1.º, página 121.

(117) *Algunas consideraciones sobre la conservación de la sustancia en el usufructo*, RDP, 1949, p. 1061 y ss.

(118) Obra citada, p. 77 y ss.

(119) *Usufructo de acciones de Sociedad Anónima*, ADC V-N, p. 1200.

pasará al cotitular (usufructuario), a los otros socios o se pierde plenamente, ya encaja plenamente en el tema tratado.

La disyuntiva que interesa es si el usufructuario puede ejercitar o no el derecho de suscripción preferente.

La solución más tajante es entender que el usufructuario no puede ejercitar el derecho de suscripción preferente. Tal solución es extremadamente sencilla, pero tiene el inconveniente de olvidar que la acción no es exclusivamente del nudo propietario. En nuestra ley lo que se le reconoce es la cualidad de socio y, por tanto, el ejercicio de los derechos, pero la acción no es plenamente suya y el derecho de suscripción es parte de la acción, como vimos al principio.

Coordinar ese derecho del usufructuario a la acción con la posición del nudo propietario como socio, es una faceta del constante problema que plantea la concurrencia de nuda propiedad y usufructo sobre acciones, y arrastra todo el lastre de la discusión de si el usufructuario tiene derecho a las ganancias acumuladas que se reflejan en el ejercicio del derecho de suscripción preferente y la suscripción a precio más bajo que el real de las acciones nuevas, derecho que se perdería para el usufructuario si no se le permite usar subsidiariamente el derecho de suscripción preferente.

Para resolver esta colisión de derechos se han propuesto varias soluciones:

a) Entender que subsidiariamente el usufructuario puede ejercitar el derecho de suscripción preferente como siguiente interesado. Es la posición que sostiene MOREAU (120) en derecho francés; usufructuario puede ejercitarlo suscribiendo o aún vendiéndolo, con la obligación de rendir cuentas al fin del usufructo por el beneficio obtenido.

La idea es justa y lógica, pero choca con la norma contenida en el artículo 41, y con la interpretación que de él da URÍA en el lugar últimamente citado. El usufructuario en principio no ostenta la cualidad de socio ni le corresponde el ejercicio de los derechos de tal. Esta es la solución legal.

Sin embargo a favor del derecho subsidiario del usufructuario se pueden aportar bastantes razones: su carácter de cointeresado y cotitular; su interés presente y futuro en las nuevas acciones, presente porque su menor valor representa las ganancias no repartidas y las reservas acumuladas, la diferencia creada con el sacrificio de los accionistas entre capital y patrimonio, y futuro porque entrarán a participar en los beneficios que se repartan en lo sucesivo, aunque existieran ya antes, con la consiguiente influencia y probable disminución de los derechos del usufructuario; la falta de perjuicio a la Sociedad o a los demás socios ya que nadie acredita derecho a ese derecho de suscripción preferente no ejercitado por el nudo propietario, etc.

Todas estas razones podían haber inclinado el ánimo del legislador a adoptar esa solución, pero ya que no lo han hecho lo que sí es posible es que dentro de la libertad que el art. 41 concede a los Estatu-

(120) Obra citada, tomo III, p. 244.

tos podrán éstos prever que en caso de no ejercicio del derecho de suscripción preferente por el nudo propietario se abra un plazo, más corto si se quiere, para no retrasar la marcha de los aumentos de capital, para el usufructuario.

b) Entender que hay que convertir en valor el derecho de suscripción preferente y repartirlo en la proporción que ambos interesados son titulares de la acción, puesto que ese derecho es una parte de ella. Es la tesis que defendió MONTESORI y que ha aceptado el artículo 2.352 del Código italiano, tal como lo interpreta su doctrina (121).

Esta es la solución que propugna para el derecho español GARCÍA CANTERO (122). Con ella cree que se evita que una actitud descuidada o francamente dolosa del nudo propietario origine quebrantos al usufructuario.

Desde un punto de vista nomotésico, la solución nos parece bien, pero no creemos que con nuestra legislación vigente se pueda defender que la Sociedad esté autorizada para vender el derecho de suscripción preferente y distribuir su precio. Primero porque no hay ninguna norma semejante a la del Código italiano, y luego porque la distribución del precio obtenido es difícilísima o casi imposible. Desechado cualquier sistema de reparto, incluso naturalmente el de aplicación analógica de las normas fiscales, no cabría sino conceder al usufructuario el usufructo del precio obtenido, extendiendo así esa relación de continuidad a bienes distintos ya propiamente de las acciones.

c) A nuestro entender, si no se ha previsto en los Estatutos el ejercicio del derecho de suscripción preferente por el usufructuario, en caso de no ejercicio por el nudo propietario, se pierde aquel derecho, quedando la Sociedad en libertad para ofrecer esas acciones a terceros. No creemos que sea posible ninguna solución de subsidiariedad; el que el artículo 41, al final, admita una situación de este tipo para el pago de los dividendos pasivos cuando no los satisfaga el usufructuario no puede ser argumento bastante, pues se trata de dos hipótesis distintas; en un caso el ejercicio de un derecho, en otro el cumplimiento de una obligación.

En este caso, lo que podría admitirse es que el usufructuario tenga derecho a ejercitar una acción de indemnización contra el nudo propietario por el montante de los perjuicios causados. Tal es la tesis de VILLAVICENCIO (123), como consecuencia de entender que al ser un derecho el de suscripción preferente integrante de la acción, si bien su ejercicio pertenece al nudo propietario, su disfrute le corresponde también al usufructuario. URÍA no toca este punto, pero al negar este último el derecho a disfrutar de las acciones nuevas, deberá llegar lógicamente a que tampoco tiene el disfrute del derecho y, por tanto, que no puede haber daño para él al no ejercitarse el derecho por el nudo propietario.

(121) GRAZIANI, *ob. cit.*, p. 271.

(122) *Notas sobre el usufructo de acciones*, ADC V-III, p. 1002.

(123) *Obra citada*, p. 1201.



En nuestra opinión el derecho de suscripción preferente es parte integrante de la acción y como tal no debía estar excluido el usufructuario de él, por lo que teniendo en cuenta los artículos 470 y 489 del Código civil, podría éste, siempre que pruebe la existencia de daños, exigir la correspondiente indemnización; pero la forma en que ha regulado el artículo 41 el usufructo de acciones, concediendo a su titular exclusivamente el derecho "a participar en las ganancias sociales obtenidas durante el período de usufructo y que se repartan dentro del mismo", nos hace dudar mucho del éxito de esa posible acción de indemnización, si los Estatutos no han cumplido o aclarado el derecho del usufructuario.

### 3. Caso de que el nudo propietario ejercite el derecho de suscripción preferente.

Es la situación más frecuente. Sobre todo cuando las acciones nuevas se emiten por debajo de su valor real, el nudo propietario ejercita su derecho suscribiendo o vendiendo el cupón; en ambos casos, para el aspecto que a nosotros nos interesa, la situación es idéntica, ya que se trata de unas acciones suscritas con su desembolso nuevo, pero a un precio más barato por la existencia de un derecho de suscripción preferente que es parte de una acción sometida a usufructo, por lo que el valor real de la acción nueva se puede descomponer en desembolso + valor del derecho de suscripción preferente.

En Derecho francés, MOREAU (124) afirma que el nudo propietario es dueño de las acciones nuevas, pero debe abonar al usufructuario el valor del derecho de suscripción preferente; si lo vende, es el dinero obtenido el que quedará sometido a impuesto.

FERRI, MESSINEO y BIGIAMI han defendido en la doctrina italiana la no extensión del usufructo a las acciones nuevas, aunque los dos primeros han cambiado luego de postura.

BIGIAMI (125) afirma que el socio que ejercita su derecho de opción adquiere a título oneroso, y que es irrelevante el hecho de que se entremezcle una cierta ventaja previa, pues el elemento de onerosidad en un título de adquisición nuevo es bastante para excluir la participación del usufructuario en las acciones viejas. Y rechaza los argumentos de que se perjudica el derecho del usufructuario, y con ello se ofende a una distribución justa, ya que en el campo de las Sociedades existen unas normas especiales, por razón de la personalidad jurídica de la Sociedad y de los mismos intereses en juego, distintas de las del derecho civil.

ASQUINI (126) ha defendido, en cambio, la posición contraria. Para él si el derecho de opción es un elemento patrimonial de la acción, dirigido a asegurar al accionista la integridad de la cuota en el patrimonio, en el caso de aumento de capital no puede dudarse que el

(124) Obra citada, tomo III, p. 244.

(125) Riv. trimestrale di Diritto e Procedura 1947, p. 584.

(126) Obra citada, p. 12 y ss.

usufructo sobre la acción se extiende también a ese elemento patrimonial.

En la doctrina española, S. TORRES (127), antes de la ley, y ahora URÍA (128) han negado esta opinión. En cambio, BORRELL, LARRAZ y la S. T. S. de 1947, todo ello ya citado antes, defendieron la extensión del usufructo con la obligación de abonar al nudo propietario intereses legales del dinero invertido en la suscripción mientras dure el usufructo.

Después de la ley, GIRÓN TENA, GARCÍA CANTERO y VILLAVICENCIO creen que el derecho del usufructuario se extiende a las nuevas acciones. Su posición es muy parecida.

GIRÓN TENA (129) se limita a afirmar la extensión del usufructo a las nuevas acciones, sin tratar del tema más.

VILLAVICENCIO (130) cree que el usufructo recae sobre una cuota de cada acción de las adquiridas, equivalente al valor que corresponde al derecho de suscripción.

G. CANTERO (131) cree que quedan sometidas al usufructo en la parte que corresponde al derecho de preferencia, y que la solución preferible es sujetar una parte de las acciones, que corresponda al valor de ese derecho de suscripción preferente, a usufructo, y dejar las demás en plena propiedad al suscriptor.

URÍA se basa para defender su tesis en la letra del artículo 41, y cree que el usufructuario "no puede pretender hacer suyos los beneficios correspondientes a las acciones nuevas que en ejercicio de un derecho privativo suscriba el nudo propietario". El argumento de que se perjudica al usufructuario porque la diferencia entre el valor real y el de suscripción se nutre de los dividendos futuros en los que tendría derecho el usufructuario, lo rechaza porque el usufructuario no tiene derecho a las ganancias, sino a las ganancias que se repartan, y la Junta es dueña de repartirlas o no, y porque la prima de las acciones debe incorporarse a la reserva legal hasta que ésta alcance el límite legal (art. 106 L. S. A.), sin que antes pueda ser repartida a los accionistas.

G. CANTERO, en cambio, cree que no es que el derecho de suscripción preferente sea un fruto de las acciones, sino que se da también para salvaguardar la integridad del derecho de usufructo.

El problema, a nuestro juicio, tiene dos vertientes, una legal y otra teórica. Desde este último punto de vista para nosotros, dado que entendemos que el derecho de suscripción preferente es parte integrante de la acción, es obvio que, puesto que el usufructo recae sobre ésta, se ha de entender a aquél igualmente. Así se deduce de la función del derecho de suscripción preferente y de la natu-

(127) Obra citada, p. 103 y ss.

(128) Obra citada, tomo I, p. 433.

(129) Obra citada, p. 258.

(130) Obra citada, p. 120.

(131) Obra citada, ps. 1006 y 1007.

raleza del usufructo (art. 479 del Código civil) No es que se trate de un fruto o un beneficio, sino de que cuando el usufructo recae sobre una cosa se extiende a ésta enteramente y a todas sus manifestaciones. No se trata tampoco de que los beneficios acumulados y no repartidos se repartan ahora por esta vía indirecta, sino de una consecuencia natural del carácter del derecho de suscripción preferente, que es indudablemente una ventaja, pero más, y antes que eso, parte de la acción misma o una de sus manifestaciones.

Desde el punto de vista legal, todo depende de la interpretación que se dé a la frase del artículo 41: "El ejercicio de los demás derechos de socio corresponde, salvo disposición contraria de los Estatutos, al nudo propietario de las acciones." No cabe duda que en cuanto a las ganancias que percibe el usufructuario son sólo las obtenidas durante el usufructo y que se repartan dentro del mismo. Pero ¿y en cuanto a los otros derechos? El derecho de voto por su propia naturaleza se consume en su ejercicio y, por tanto, es exclusivo del nudo propietario. Pero el derecho a la cuota de liquidación y el de suscripción preferente permiten distinguir entre el ejercicio y el resultado de ese ejercicio.

Existen dos tipos de relaciones en el usufructo de acciones: las de los cotitulares con la Sociedad y de los cotitulares entre sí. A la ley de S. A. compete regular aquéllas, pues lo que le interesa es que no enturbien la buena marcha de la Sociedad los posibles conflictos de intereses entre cotitulares (es el mismo criterio que se sigue para la comunidad); por eso determina quién ejercita los derechos, o lo que es lo mismo, quién está legitimado frente a la Sociedad y quién ostenta la cualidad de socio. Tan obvio es que lo único que le interesa es la claridad frente a ella, que permite que los Estatutos lo regulen de forma distinta; que sea uno u otro el socio le da igual; pero que ella sepa quién es, que haya alguien legitimado frente a ella. La relación de los cotitulares entre sí ni le afecta ni lógicamente la quiere ni debe regular, sino que esto corresponde a las normas generales sobre el usufructo.

Por ello la ley determina a quién corresponde el ejercicio de los derechos: aspecto frente a la Sociedad; pero no pasa de ahí para decir cómo deben distribuirse el contenido del derecho entre usufructuario y nudo propietario: aspecto interno entre los titulares.

En la cuota de liquidación el nudo propietario actúa frente a la Sociedad, él tiene derecho a intervenir en la división, a él se adjudica esa cuota; pero luego ni la Sociedad ni la ley disponen nada sobre el usufructo de esa cuota pagada por la acción. Pero URÍA mismo (132) reconoce que "el usufructo continúa sobre la cuota total de liquidación correspondiente a cada una de las acciones usufructuadas, sea mayor o menor que el nominal de la acción. Juegan en este punto los preceptos civiles reguladores del usufructo".

En el derecho de suscripción preferente no hay razón para que

(132) Obra citada, tomo I, p. 436.

se actúe de manera diferente. El ejercicio le corresponde al nudo propietario, es a él al único que la Sociedad reconoce como socio: es él el que decide si se suscribe, se vende el cupón, o no se hace nada. Pero la ley ya no dice qué es lo que se debe hacer respecto a las acciones nuevas en cuanto al usufructo: a la Sociedad no le interesa. Esto es una cuestión interna, de actuación del usufructo, que no regula el artículo 41 y que, por tanto, no se puede resolver exclusivamente con este precepto.

Y con las normas generales del usufructo la solución parece que debe ser la de extensión del usufructo al resultado de ese derecho que formaba parte de la acción, y sobre el que, por lo tanto, recaía dicho disfrute. Nada se opone a ello en la L. S. A., y lo único será determinar a qué parte se debe extender el usufructo, dado el desembolso hecho por el nudo propietario al suscribir.

Es decir, determinar en las nuevas acciones qué parte representa el ahorro por el uso del derecho de suscripción preferente, que es sobre lo que debería extenderse el usufructo.

Como ya hemos dicho, hallar el valor del derecho de suscripción preferente es muy difícil, sobre todo cuando las acciones no se cotizan en Bolsa, y entonces, determinar en la tesis de VILLAVICENCIO, a qué parte de la acción se extiende el usufructo lo es también, pues se sabe lo que se pagó al suscribir, pero no lo que se dejó de pagar por el uso del derecho de suscripción preferente, que necesariamente no tiene que ser ni igual a la prima, si la hay, ni igual al valor del cupón en el mercado. La tesis de G. CANTERO, que parece seducir por su sencillez, es también difícil, porque significa valorar el derecho de suscripción preferente y acumularlo en unas pocas acciones, lo cual requerirá, como él mismo reconoce, o común acuerdo o intervención judicial.

Probablemente por eso la tesis del T. S. de que el derecho del usufructuario se extienda sobre toda la acción pagando un interés al nudo propietario por el dinero invertido, que sin duda no es la más justa idealmente, es la más equitativa, conveniente y pacífica en la práctica, ya que, al cambiar los términos, opera no con un valor variable—el del derecho de suscripción preferente—, sino con un valor fijo—el del precio de suscripción—, con lo que incluso, aunque no se hubieran suscrito a la par, sino con alguna prima, inferior, por ejemplo, al valor del derecho de suscripción preferente, la solución seguiría siendo igualmente válida. Lo único que choca en este caso es que el nudo propietario cobre sólo el interés legal, notablemente inferior al normal del dinero, con lo que sufre éste un perjuicio práctico, cuya solución podría estar en una norma estatutaria que diera una solución más justa, al amparo de la libertad que el artículo 41 L. S. A. concede en este punto.

7. ACCIONES DE LOS CÓNYUGES EN RÉGIMEN DE GANANCIALES.— Hemos tratado el problema del derecho de suscripción preferente

de las acciones de los cónyuges más extensamente en otro lugar (133) y por ello nos limitamos aquí a referirnos someramente al ejercicio de este derecho (134).

En todo caso, ha de corresponder a quien ostente la cualidad de socio. Si las acciones son de la Sociedad de gananciales, será el representante de ella, normalmente el marido, el legitimado para el ejercicio del derecho de suscripción preferente, y caso de no uso por su parte no creemos que la mujer pueda suplirle salvo en los casos previstos por la ley en el artículo 1.441 C. c., y mucho menos decidir sobre el ejercicio de ese derecho cuando él haya optado por la solución contraria, ya que encaja dentro de los actos de administración que a él corresponde (art. 1.412).

Si las acciones son del marido o de la mujer, aunque los frutos adquieran la condición de gananciales (art. 1.401), las acciones no se pueden considerar usufructuadas por ésta, sino que pertenecen a su titular en plena propiedad, y a él le corresponde la decisión sobre el ejercicio del derecho, y sobre la forma de usarlo: suscripción o venta (135).

Si son del marido, podrá libremente actuar; si son de la mujer, necesitará la licencia de su esposo (art. 60 C. c.), y si éste se la niega, no tendrá otro remedio sino acudir a la habilitación judicial, lo cual no cabe duda que es inconveniente dada la cortedad del plazo de suscripción, por lo que nos inclináramos a aconsejar la suscripción condicional por la mujer para evitar la caducidad de su derecho. Entender concedida la autorización tácita para ejercer el comercio, o al menos ejercitar los derechos que nacen de las acciones por el hecho de ser titular de éstas al amparo de los artículos 7 y siguientes del Código de Comercio, nos parece muy atrevido.

El ejercicio del derecho lo podrá hacer la mujer con licencia de su esposo, o éste en representación de ella al amparo de la amplia interpretación doctrinal y jurisprudencial (136) de la administración tácita de los bienes parafernales por el marido.

8. ACCIONES EN SUSTITUCIÓN FIDEICOMISARIA.—Si las acciones han sido sometidas a sustitución fideicomisaria, entretanto no pasen a los fideicomisarios, el titular de ellas es el fiduciario, si bien con la obligación general del artículo 781 C. c. de conservarlas y transmitir las a aquéllos.

La posición del fiduciario en orden al derecho de suscripción preferente dependerá de la idea que se tenga de sus derechos. Es

(133) Anales de la Academia Matritense del Notariado, tomo XIII, p. 230.

(134) Es muy interesante la jurisprudencia y comentarios recogidos sobre el Derecho francés por MOUREAU, *ob. cit.*, tomo I, p. 613 y ss.

(135) Dejamos aparte también el problema de si en este caso el precio obtenido por la venta del cupón es privativo o ganancial, lo que dependerá del concepto que se tenga del derecho de suscripción preferente.

(136) Ss. T. S. de 24 de febrero 1926, 9 de junio de 1933, 15 de febrero de 1941, 16 de marzo de 1954 y 10 de abril de 1956.

opinión superada la de equipararle al usufructuario, y por lo tanto, no podemos encontrar la solución del problema en el artículo 41 L. S. A.; el fiduciario se considera como heredero en la doctrina más reciente (137).

Como tal tiene la condición de titular de los bienes sustituidos, con las más amplias facultades, limitadas únicamente por el encargo de conservar y transmitir que normalmente se cristaliza en la prohibición de disponer de los mismos bienes.

Por lo tanto, el fiduciario, descomponiendo sus facultades, se puede decir que es administrador, usufructuario y propietario temporal, y desde luego titular. Referido a las acciones, no cabe duda que el fiduciario tiene la condición de socio, y que su única limitación clara es la prohibición de disponer de ellas.

Y aun esto, referido a una masa de acciones ha de entenderse con cierta parsimonia, pues si administrar es conservar, la conservación puede imponer en ciertos casos la sustitución de acciones. FIGA FAURA (138) define la administración como actividad que permitiendo la conservación de lo administrado, persigue la obtención de su máximo rendimiento económico y considera como administraciones especiales, en las que la facultad de sustituir unos bienes por otros no es propiamente disposición, sino administración, la de las cosas que admiten la sustitución de sus partes integrantes por otras de la misma especie y calidad, o la que se refiera a la totalidad de los bienes del administrado o a un patrimonio en conjunto.

Ahora bien, admitiendo esta amplia manera de entender al fiduciario, podrá éste, desde luego, ejercitar el derecho de suscripción preferente, sin que la sociedad pueda oponerse a ello.

Los problemas comienzan aquí; una vez ejercitado el derecho de suscripción preferente, ¿a quién pertenecerán las nuevas acciones?

1.º Si las acciones se suscriben como consecuencia de la venta o amortización de otros valores igualmente fideicomitidos, nos encontraremos con que en realidad el fiduciario en función de su encargo de conservar ha sustituido unos bienes por otros, por lo que en principio se deben considerar esas nuevas acciones sujetas a la sustitución, y el único problema es el de si el fiduciario acredita algún derecho por el uso del derecho de suscripción preferente en beneficio de los fideicomisarios.

2.º Más corriente será que el fiduciario ejercite el derecho de suscripción preferente y suscriba con dinero, o bien propio, o bien producto de los bienes fideicomitidos. En este caso, puesto que el dinero empleado es propio e igualmente el derecho de suscripción preferente pertenece durante ese tiempo al fiduciario, parece lógico que esas acciones le pertenezcan a él exento de la obligación de restituir, ya que ésta debe referirse a los mismos bienes o a los que

(137) OSSORIO MORALES, *Manual de sucesión testada*, Madrid, 1957; p. 289.

(138) *Administración de la Sociedad Anónima*. Conferencias del Colegio Notarial de Barcelona. Cursillo de 1952, p. 65 y ss.

los hayan sustituido, pero en ningún caso a los beneficios obtenidos por la tenencia y disfrute de ellos, que no aminoren su sustancia, y no se puede considerar que se produzca este efecto por el ejercicio en beneficio propio del derecho a suscribir que nace y muere durante el tiempo de titularidad del fiduciario.

3.º Es evidente que el fiduciario tiene el ejercicio del derecho de suscripción preferente; pero este mismo derecho, en cuanto a su sustancia y valor, ¿le pertenece a él o a los fideicomisarios?

El fiduciario es absolutamente libre de suscribir o de vender el cupón, y en el primer caso de suscribir con dinero propio, o con dinero de la masa fideicomitida. Dejando a un lado este último caso, que, como hemos dicho, se resuelve por la misma actuación del fiduciario y por el juego de principios como el de subrogación, en los otros dos casos el problema es si el dinero obtenido por la venta es del fiduciario, o si las nuevas acciones le pertenecen en pleno dominio y sin limitación.

LARRAZ en un estudio anterior a la ley (139) se preocupó más bien de las relaciones entre el Banco depositante de los títulos y el fiduciario tratando de fijar cuál debe ser la actitud de aquél y por tanto, sobre todo del problema del ejercicio del derecho; pero aunque no trata del asunto que nos ocupa sienta unos criterios que corresponden a la idea que hemos dado del fiduciario.

Para él (140), *a*) todos los derechos y obligaciones atribuidos al usufructuario corresponden al fiduciario, mas el derecho al abono de mejoras y menos la prestación de fianza y *b*) todos los derechos y obligaciones inherentes a la nuda propiedad, corresponden al fiduciario mientras lo sea, pero con la carga de la restitución.

De acuerdo con nuestro punto de vista de que el fiduciario es titular de los bienes con la única obligación de conservar y transmitir, todo lo que no se comprenda en estas limitaciones puede hacerlo en beneficio propio. El derecho de suscripción preferente ya lo hemos visto, no es un fruto, sino parte integrante de la acción, pero el fiduciario tampoco es un usufructuario sólo. El derecho de suscripción preferente es un elemento de acción que produce un beneficio en momentos determinados—con ocasión de cada aumento de capital—, sin que ese beneficio agote la fuente. Es decir, distinguiendo, el derecho de suscripción en abstracto es algo inherente a la acción, y no negociable ni perceptible separadamente, mientras que el derecho de suscripción preferente en concreto es negociable, de vida limitada en el tiempo, que nace y muere aunque la acción perdure.

Como consecuencia, la acción despojada de su derecho de suscripción preferente en abstracto no sería la misma y habría incumplido el fiduciario su obligación de restituir; pero el hecho de que durante la vida del fiduciario haya éste ejercitado y consumido

---

(139) Obra citada, p. 47.

(140) Obra citada, p. 32.

en su propio beneficio ese derecho de suscripción preferente, cada vez que ha surgido, para suscribir acciones con desembolso efectivo, no es sino una ventaja más, que lógicamente pertenece al fiduciario, cuya situación excede mucho de la del usufructuario, y a quien no cabe pensar en aplicarle el art. 41 L. S. A.

Lo mismo que el fiduciario se beneficia, vg.: de la producción maderera de un monte aunque exceda del concepto de frutos, siempre que no exista daño, a la sustancia de éste; del descubrimiento de un procedimiento o patente que sea consecuencia de una empresa que esté dentro de los bienes fideicomitidos; del derecho de retracto que corresponde respecto de una finca colindante, porque todo ello no estorba la obligación de restituir, se beneficia del derecho de suscripción preferente.

Como conclusión, sólo en el caso de suscribirlas con dinero de la masa fideicomitida se puede considerar que las acciones nuevas están a la vez sujetas a la sustitución por merecer el mismo trato que los bienes que se emplean para adquirirlas, y en este caso no creemos, incluso, que el fiduciario tenga derecho a reclamar nada por el menor coste de las acciones al usar el derecho de suscripción preferente, puesto que lo que sucede es que no ha querido ejercitar para sí el derecho de suscripción preferente y, por renuncia implícita, lo ejercita en beneficio de los fideicomisarios.

La solución contraria parece deducirse de la codificación si se trata de una sustitución fideicomisaria catalana. Su art. 182 dice que además de hacer suyas las rentas y frutos, el fiduciario goza de los demás derechos que la ley atribuye al propietario, incluso respecto de tesoros, minas, bosques y acciones o participaciones sociales, pero lo que adquiera que no sea frutos o rentas quedará incorporado al fideicomiso, y el art. 208, 3.º dice que el fiduciario o sus herederos tienen, deferido del fideicomiso, derecho a exigir del fideicomisario "el reintegro de las cantidades que el fiduciario haya satisfecho a sus expensas por razón de ampliaciones de capital social y otros conceptos análogos".

Estos dos preceptos conceden, pues, al fiduciario, el derecho de ejercitar el derecho de suscripción preferente, pero las acciones nuevas se integran en el fideicomiso, teniendo únicamente el fiduciario o sus herederos derecho a reclamar lo pagado por esas acciones. Solución bastante clara, pero que atribuye el derecho de suscripción preferente a los fideicomisarios, tratando al fiduciario como un nuevo usufructuario que ejercita el derecho de suscripción preferente para el fideicomisario, por su carácter de titular interino, y que únicamente disfruta de los frutos de esos bienes, a pesar de haberse suscrito con cargo a fondos propios.

9. ACCIONES EN PRENDA, COMUNIDAD, O SUJETAS A RESERVA. TRANSMITIDAS CONDICIONALMENTE O SUJETAS A RESERVA.—Todos estos casos se resuelven de acuerdo con la norma principal que rige la titu-



laridad del derecho de suscripción preferente; éste pertenece al socio, a aquel a quien pertenc la acción; la constitución de derechos sobre ésta no traspasa a otra persona la condición de socio.

Si las acciones están dadas en prenda, el art. 42 L. S. A. dispone expresamente que corresponde al propietario el ejercicio de los derechos de accionista. Aquél podrá, por tanto, usar o no el derecho de suscripción preferente, sin que el acreedor pignoraticio tenga ni derecho a reclamar al accionista por el no uso, ni a sustituirle en el uso. Los frutos de la cosa pignorada no pertenecen al acreedor (arts. 1.867, 1.868 y 1.870 C. c.) ni menos la administración. Lo que se pignora es el valor de la acción, nunca el ejercicio de sus derechos aunque repercutan en éste. Cabrán los pactos particulares entre acreedor y deudor, pero frente a la Sociedad siempre será éste el legitimado para el ejercicio del derecho de suscripción preferente; salvo el caso de que los Estatutos hayan establecido otro régimen, lo cual está permitido y previsto por el art. 42.

Si las acciones están en comunidad, tal posición es irrelevante para la Sociedad. El art. 40 L. S. A. impone que los copropietarios designen una sola persona para el ejercicio de los derechos de socio. Ni aún en el caso de que una acción atribuya derecho a la suscripción de varias, se podrá dividir este derecho y ejercitar por los diversos copropietarios.

Serán lícitos los pactos entre ellos, la cesión de la parte de derecho de suscripción preferente para que uno sólo suscriba las nuevas acciones para sí. La decisión de ejercitar o no el derecho de suscripción preferente es un acto de administración, y se deberá decidir como consecuencia por mayoría, y esto, tanto se refiere a suscribir, como a ceder el derecho de suscripción preferente. Como consecuencia de la suscripción de más acciones podrá disolverse la comunidad por adjudicación de unas a unos y otras a otros, por medio de cesiones, pero todo ello es extraño al ejercicio del derecho de suscripción preferente que ha de ser siempre frente a la Sociedad hecho por un representante de la acción.

Si se trata de comunidades especiales, las normas son las mismas. El caso más interesante y frecuente será el de comunidad hereditaria. Si existe un administrador, albacea o contador con facultades de administración de la herencia, a él le corresponderá la decisión y el ejercicio del derecho; si no existe, mientras esté indivisa, el acuerdo habrá de tomarse por mayoría.

En caso de que las acciones estuvieran en la masa del quebrado, corresponderá igualmente a los síndicos administradores decidir sobre el ejercicio del derecho; y si la accionista es una Sociedad en liquidación, creemos que podrán los liquidadores si lo consideran beneficioso suscribir las nuevas acciones—que serán luego vendidas o adjudicadas—conforme a las facultades que el art. 160 L. S. A. les atribuye.

Si las acciones han sido transmitidas condicionalmente, el ejercicio

del derecho de suscripción preferente corresponderá tratándose de condición resolutoria al adquirente. El único problema es, en el caso de cumplimiento de la condición, y consiguiente retroactividad, a quién pertenecerán las nuevas acciones. Estimamos que la solución más ortodoxa será reconocer la eficacia de la retroactividad, incluso respecto a las acciones nuevas, previo abono del desembolso hecho para la suscripción al titular interino que no lo ha llegado a ser definitivamente.

Si las acciones están sujetas a reserva, bien sea la viudal de los artículos 968 y ss., bien sea la reserva lineal del art. 811, no cabe duda que el reservista es el pleno propietario de dichas acciones (141). Únicamente el reservista tiene las limitaciones que en garantía de los reservatarios establece la ley.

Tratándose de acciones que son bienes muebles, es indudable que el reservista, si bien tendrá que garantizar la restitución, en su caso, del valor de dichos bienes (art. 978), puede incluso disponer de ellas a título oneroso (art. 976), y como consecuencia ejercitar todos los derechos incorporados a ellos.

Es él quien en caso de actuación del derecho de suscripción preferente debe decidir si lo ejercita o no y la forma de hacerlo; es decir, si suscribe las nuevas acciones, vende el cupón o adopta una actitud inactiva.

El único problema es el de si esas acciones nuevas caso de optar por la suscripción se encontrarán afectadas por la reserva.

No cabe duda que si vende el cupón dada su obligación de restituir los bienes o su valor, ese beneficio quedará en su favor, y que si no ejercita el derecho de suscripción preferente tampoco se podrá exigir responsabilidad por esa omisión. Pero si las nuevas acciones han sido suscritas, son unos bienes que tienen su origen en otros reservables y en el ejercicio de una facultad inherente a ellos, y cabe pensar entonces que el reservatario tenga algún derecho sobre ellos.

VALLET DE GOYTISOLO (142), aunque refiriéndose sólo a la reserva lineal, entiende: a) Que esas nuevas acciones no deben tener carácter reservable por el carácter restrictivo con que debe interpretarse la limitación que impone el 811 C. C. y porque si el riesgo de la suscripción es del reservista, de él debe ser también el beneficio; b) que si el reservista efectúa la adquisición con bienes reservables atribu-

---

(141) Sobre la vida viudal u ordinaria vid. MARÍN MONROY, *La reserva llamada tradicional u ordinaria. Su evolución*, RCDI 1931, p. 9 y ss. SÁNCHEZ ROMÁN y DE DIEGO, en *R. G. de Ley y Jurisprudencia* 1926, junio, p. 681, y AZURZA, *Sobre la naturaleza y disponibilidad de la posición del reservatario*. R. G. de Leg. y Jurisprudencia, julio y agosto 1946; CAPÓ BONNAFOUS, RCDI 1942, p. 446. CASTÁN, *Derecho civil español común y foral*, sexta edición, tomo IV, p. 187; ROCA SASTRE, *Estudios de Derecho Privado*, tomo II, p. 303.

Sobre la reserva lineal vid. por todos: VALLET DE GOYTISOLO, *La jurisprudencia del Tribunal Supremo y el art. 811 del Código civil*, ADC, tomo XI-3, página 649; tomo XII-3, p. 753, y tomo XIII-3, p. 679.

(142) Obra citada, p. 795 del tomo XII-3.

yendo a la adquisición efectos subrogatorios entonces tendrán carácter reservable las acciones nuevas, y c) que en el caso de que la suscripción se haga a un valor inferior del real de la acción nueva por virtud de ese derecho de suscripción preferente, existe una transfusión de valor de la acción que ha determinado el ejercicio del derecho de suscripción preferente a la acción nueva, y que ese valor transfundido, concretado en el número de acciones o participaciones que lo representen con relación al total adquirido, debe tener carácter reservable.

Nuestro punto de vista sobre el carácter de las acciones nuevas se deduce ya de lo dicho para otras situaciones similares.

El reservista es dueño de los bienes reservables, con la limitación de que estos bienes tienen destinatario forzoso al fallecimiento del reservista y de que la ley procura que se les asegure a los reservatarios los bienes o su valor. Por tanto, con estas únicas limitaciones, el reservista es propietario y puede beneficiarse de todos los frutos, productos y ventajas de esos bienes.

Por tanto, salvo que se trate de una suscripción que implique una subrogación con otros bienes, aquí, metálico, sujeto a reserva, en cuyo caso, lo mismo que vimos en la sustitución fideicomisaria. La misma intervención del reservista hace evidente la aplicación de la reserva a esas acciones (pero no porque estuviera afecto el ejercicio del derecho de suscripción preferente, sino el dinero invertido, que ha hecho que se produzca una *subrogatio* de la cosa en lugar del precio), en todos los demás las acciones suscritas pertenecen al reservista sin carácter reservable.

Estamos, pues, de acuerdo con VALLET en el carácter de las acciones. Únicamente, y sin perjuicio de reconocer las indudables razones que pueden abonar la solución por él apuntada, creemos que en este caso los reservatarios no tienen derecho a ese valor con el que se ha enriquecido el reservista al ejercitar el derecho de suscripción preferente, valor transfundido, con mucha exactitud y eficacia descriptiva lo llama él, por las mismas razones que se lo negábamos a los fideicomisarios en la sustitución.

El reservista tiene una posición mucho más fuerte que el usufructuario; no es un puro receptor de los frutos, sino que es un titular, sometido si se quiere a condición resolutoria (143), pero verdadero dueño, por lo menos temporal, dotado de todas las facultades, limitado únicamente a restituir el valor de dichos bienes. Y aunque ese valor se vea realmente afectado por el aumento de capital es éste, creemos, un perjuicio que no ataca a la esencia de la cosa, que se provoca como consecuencia de un derecho que pertenece al reservista y que se puede considerar compensado por la detracción que de los beneficios o dividendos ha supuesto esa acumulación de reservas que supone el valor patrimonial del derecho de suscripción preferente.

---

(143) CASTÁN, *ob. cit.*, p. 188.

## IV

## NEGOCIABILIDAD DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE

El derecho de suscripción preferente, hemos repetido a lo largo de este trabajo, es una parte de la acción que, con ocasión del aumento de capital, se desmembra y adquiere independencia, que representa la subcuota contravalor de reservas y que persigue evitar al socio la pérdida de ese valor.

La prima protege más a la Sociedad, procurando su fortalecimiento, que al socio; el derecho de suscripción preferente protege más al socio que a la Sociedad, a quien en principio le es indiferente que lo ejercite una u otra persona, pues no existe interés ni perjuicio en que la acción vaya a parar a uno u a otro, lo mismo que no existe normal intervención de la Sociedad en la transferencia de las acciones que puede hacerse libremente y pasar de unas personas a otras.

Dada la naturaleza del derecho de suscripción preferente, su valor patrimonial y su fundamento, no cabe duda que la consecuencia lógica es admitir su negociabilidad.

La diaphanidad de esta solución es tal que la práctica y la doctrina de todos los países han admitido la negociabilidad de este derecho. Algunas legislaciones la han reconocido expresamente, como la francesa (art. 1.º del Decreto-Ley de 1935), la italiana (art. 2.352 C. c.), la brasileña (art. III de la Ley de Sociedades por acciones); pero aun en las que no se formula expresamente, se reconoce también tal posibilidad.

En España, aun antes de que la Ley de 1951 reconociese la existencia legal del derecho de suscripción preferente, tal era la manera normal de proceder; el T. S. reconoció en la S. de 23 de enero de 1947 tal negociabilidad, y la doctrina ha mantenido que “es transmisible como la acción misma” (144); que “tiene contenido económico patrimonial, no es personalísimo y puede cederse a tercera persona, accionista o no, porque es un derecho esencialmente negociable” (145); y que se puede recurrir a su enajenación para compensarse su titular del quebranto económico que el aumento de capital le proporciona.

Reconocida, pues, como pacífica su negociabilidad, no interesa detenerse en la forma de hacerlo—normalmente mediante la transmisión del cupón al que se incorpora y del que la doctrina ha discutido si es título-valor o título de legitimación (146)—, ni en la posibilidad de transmisión a título gratuito u oneroso, ni en otros aspectos suficientemente conocidos, sino que nos vamos a referir sólo a algunos puntos oscuros o menos estudiados de esta negociabilidad.

(144) GIRÓN TENA, *ob. cit.*, p. 491.

(145) URÍA, *ob. cit.*, tomo I, p. 415 y 416.

(146) NOBILI, *ob. cit.*, p. 104. SENA, *Le cedole di azioni di società*. Riv. trim. diritto e procedura civile, 1957, p. 792 y ss.

I. Privación de tal posibilidad al derecho de suscripción preferente.

Ya hemos visto que la solución normal es que el derecho de suscripción preferente sea transmisible. ¿Este principio es inalterable, o depende de la naturaleza de las acciones, de las normas estatutarias o de los acuerdos de la Junta?

Casi todas las legislaciones admiten con mayor o menor amplitud las limitaciones a la transmisibilidad de las acciones. El Código italiano permite la limitación en las acciones nominativas en su artículo 2.355. El artículo 46 de la ley española parece admitir las limitaciones a toda clase de acciones, y únicamente la doctrina no está de acuerdo en que se puedan imponer estos límites a las acciones al portador por modificación de estatutos, dados los términos del artículo 85, párrafo tercero (147). La ley francesa de 1937 afirma incluso que el derecho es negociable en las mismas condiciones que la acción.

a) Si los Estatutos no disponen nada sobre el derecho de opción, lo normal es entender que éste sigue el mismo régimen que la acción. Si aquél es parte de ésta, nos parece indudable que la parte debe seguir el régimen del todo y que, por tanto, las limitaciones de transmisibilidad o los requisitos (de preaviso, fijación de precio, etc.) que haya que cumplir para la venta de las acciones son igualmente aplicables a los cupones. Tal es también la opinión de URÍA (148) para el derecho español y de DALMARTELLO (149) para el italiano.

Además existe para nosotros una razón fundamental para mantener esa idea, que es que normalmente esas limitaciones a la venta de acciones se ponen en las pequeñas sociedades, familiares o no, para evitar que entren personas extrañas en la sociedad. Para ello se concede un derecho de preferente adquisición a los socios antiguos, de forma que, sin detrimento del que quiere vender, no se obligue a los otros accionistas haciéndoles co-socios de personas totalmente extrañas. Tal fin no se conseguiría si en el aumento de capital cualquiera de los socios pudiera negociar sus cupones, acudiendo así extraños a la suscripción. E incluso de acuerdo con la accesoriedad del derecho de suscripción preferente respecto a la acción no se puede admitir que aquél atribuya mayores derechos que ésta, de la cual deriva.

Por ello, entendemos que las limitaciones a la transmisibilidad de las acciones son directamente aplicables al derecho de suscripción preferente, sin necesidad de que los Estatutos ni la Junta se pronuncien sobre ello. Únicamente en el momento del aumento de capital la Junta habrá de tener presente la armonización de los plazos fijados para la suscripción con los del ejercicio de ese derecho de preferente adquisición, de manera que los socios usen de este derecho de forma que

---

(147) Sobre este punto véase la reciente obra de BROSETTA PONS, *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*, Madrid, 1963, en especial sobre las acciones al portador y nominativas, ps. 80 y ss. y 94 y ss.

(148) Obra citada, tomo I, p. 416.

(149) *Limitazioni statutarie alla circolazione delle azioni e regime di circolazione dei "diritti d'opzione"*, en *Temi*, 1949, p. 90 y ss.

no hagan imposible o más difícil, por falta de tiempo, la venta de los cupones, del socio que no quiere ejercitar su derecho de suscripción, a extraños.

b) Si las acciones no son transmisibles o lo son con limitaciones, puede darse el caso de que los Estatutos, en vez de callar sobre el tema de la transmisibilidad del derecho de suscripción preferente, contengan alguna norma sobre ese punto.

a') Pueden disponer que el derecho de suscripción preferente sea negociable en los mismos términos y con idénticas limitaciones que las acciones. Es ésta la solución más lógica y la más de acuerdo con la naturaleza del repetido derecho; será una previsión estatutaria acertada y que viene a eliminar las posibles dudas que sobre el tema pudieran suscitarse en la Sociedad. En cuanto a su licitud es clara en nuestro Derecho, porque si se puede imponer limitaciones a la transmisibilidad de las acciones, con mayor razón se podrán imponer a una de sus partes.

b') Pueden asimismo establecer mayores o menores limitaciones para la venta del cupón que para la de las acciones. Ambas normas las creemos igualmente posibles si vienen establecidas en los Estatutos como parte del sistema libremente establecido en cuanto a la transmisión de acciones, ya que dentro de los amplios términos de nuestra legislación cabe elegir el sistema que se quiera en cuanto a la transmisibilidad de las acciones en el momento inicial de regular el régimen de la Sociedad.

c) El tercer supuesto interesante es si cabe con ocasión del aumento de capital normalmente, o en otro acuerdo de Junta por vía de modificación de Estatutos, excluir expresamente la negociabilidad del derecho de suscripción preferente de acciones que son transmisibles, o imponer mayores limitaciones a esa transmisibilidad que la que las acciones tenían.

En los países en que los Estatutos o la Junta pueden excluir libremente el derecho de suscripción preferente, el problema ni se plantea; si pueden hacer lo más, que es eliminarlo, indudablemente pueden hacer lo menos, que es condicionarlo. Sin embargo, en los países, como Italia, en que la exclusión tiene que venir expresamente justificada, o como España, en que la exclusión por la Junta no resulta posible, la solución no es tan clara.

En Italia la doctrina se ha inclinado a reconocer la posibilidad de prohibir la transmisión; pero se ha planteado, en cambio, el problema de si tal prohibición constituye un caso de limitación del derecho de opción, que necesita, por tanto, los requisitos mismos que para la exclusión de éste impone el 2.441.

NOBILI (150), aunque cree que el caso es dudoso, parece preferir la idea de que cuando el derecho de opción no puede ser cedido, se está ante una limitación del derecho de opción, y se debe aplicar el artículo 2.441, porque, además de excepcionar una norma práctica de todas las principales sociedades, la transmisibilidad asegura una más

---

(150) Obra citada, p. 114.

amplia protección de los socios que, con la venta, pueden evitar el empobrecimiento posible derivado del aumento de capital.

En España, por nuestra legislación, el problema es más tajante. Puesto que la Junta no puede excluir el derecho de suscripción preferente, que es un derecho individual del accionista, si consideramos la prohibición de ceder como una limitación sustancial, habrá que concluir que no puede imponerla.

El derecho de suscripción preferente es parte de la acción y tiene dos posibilidades de ejercicio: o suscribir, o no suscribir y vender. Con las dos se deja a salvo el interés económico del socio, aunque suscribiendo se salvaguardan, además, los derechos políticos y de participación en el control de la Sociedad.

La exclusión de la primera posibilidad, es decir, la obligación, como único ejercicio posible, de vender, en mi opinión, ataca a la naturaleza del derecho de suscripción preferente, porque obliga a disminuir la proporción en la Sociedad, encierra el riesgo de no encontrar compradores al precio adecuado, y perjudica los derechos políticos del socio. Es por eso que en ninguna legislación se permite la exclusión de la suscripción, y cuando el interés social exige ésta, entonces o se elimina radicalmente, o se sustituye por la emisión con prima sin derecho de suscripción preferente, lo que evita el perjuicio económico del socio y el debilitamiento de la Sociedad.

La exclusión de la segunda posibilidad deja, a mi juicio, intocado el derecho individual de suscripción preferente. El socio antiguo puede suscribir y, por tanto, conservar todos sus derechos; el que no lo haga depende de él. Es cierto que es preferible para él tener la posibilidad de vender, porque se le permite así percibir, sin esperar a la disolución de la Sociedad, que quizá no llegue nunca para él, parte de su cuota en las reservas, y porque, sobre todo, si su situación económica no le permite hacer el desembolso preciso para la nueva suscripción, no sufre perjuicio ninguno.

Son éstas razones que abonan la negociabilidad, pero que no excluyen la posibilidad de una cláusula estatutaria o un acuerdo de la Junta contrario. Los límites de los Estatutos o las Juntas están en el artículo 39 y deben ser interpretados si no restrictivamente, al menos con objetividad, o sin afán extensivo, ya que suponen excepción al principio general de máxima autoridad de la Junta (art. 48), que es una de las bases sobre las que se asienta todo el Derecho de Sociedades.

El artículo 39 reconoce "el derecho preferente de suscripción en la emisión de nuevas acciones", pero en absoluto habla de su transmisibilidad, ni tampoco el artículo 92. La transmisión es una consecuencia lógica de su naturaleza de derecho patrimonial y con un mercado posible; pero la privación de una de sus consecuencias no es eliminación del derecho, que es lo que puede considerarse derecho individual del accionista.

Estas limitaciones no se oponen, por tanto, al derecho de sus-

cripción preferente, aunque disminuyan o limiten sus formas de ejercicio; también las acciones son transmisibles por naturaleza y caben en nuestro ordenamiento, amplísimamente, las limitaciones a ella. En los mismos términos, al menos, ha de admitirse la limitación de transmitir el derecho de suscripción preferente, puesto que la razón debe ser la misma, y si la Junta puede acordar, incluso por vía de modificación de Estatutos, la limitación de la transmisión de lo más importante, la acción, igualmente podrá limitar la de lo menos.

La Junta podrá, por tanto, al aumentar el capital determinar si el derecho de suscripción preferente es o no transmisible, siempre que el acuerdo sobre este punto se tome también con la mayoría precisa para modificar los Estatutos. Tal acuerdo no se opone: ni a los preceptos legales, puesto que el derecho a suscribir se respeta, y únicamente su negociabilidad, que es más que parte de su esencia, una consecuencia, se limita; ni a la razón de ser del derecho de suscripción preferente; ni a los derechos individuales del accionista.

Sólo si se privara del derecho de vender el cupón a los socios, en beneficio de alguno de los socios con perjuicio de la Sociedad, o como consecuencia de una maniobra de los administradores o de la mayoría, cabría la impugnación del acuerdo conforme a las normas generales de los artículos 67 y siguientes de la ley.

Únicamente habrá que tener en cuenta lo que dispone el artículo 85, párrafo tercero de la ley, y si se admite la interpretación de que no cabe imponer limitaciones a la transmisibilidad de las acciones al portador por acuerdo de modificación de Estatutos, será posible pensar en que tampoco se pueda imponer esa limitación a su derecho de suscripción preferente.

Sin embargo, no queremos dejar de advertir: *a)* que tal norma sobre las acciones al portador no es una opinión unánimemente aceptada por la doctrina; y *b)* que, aun en caso afirmativo, el derecho de suscripción preferente no plantea los problemas que las acciones; que éstos tienen un derecho adquirido y el derecho de suscripción preferente se actualiza o nace con ocasión del aumento de capital y, por tanto, puede regularse simultáneamente; y que la transmisibilidad es mucho más consustancial a las acciones, forma parte de su concepto, mucho más que del derecho de suscripción preferente.

2. Dependencia del negocio de venta de la eficacia del aumento de capital.

El derecho de suscripción preferente es una parte de la acción que está en estado potencial y que de potencia se convierte en acto como consecuencia del aumento de capital. Mientras no existe éste, no se puede ejercitar, y ya veremos que tampoco vender, ya que sin nuevas acciones no hay posible suscripción.

Una vez que el aumento de capital se acuerda, el derecho de suscripción se actualiza y llega a cobrar esa independencia que le hace negociable, pero que no le agota, pues permanece como derecho abs-



tracto en las viejas acciones, y también en las nuevas suscritas por el viejo accionista o por el adquirente del cupón, ya que se va multiplicando progresivamente.

Pero el acuerdo de aumento de capital puede sufrir diversas vicisitudes. Puede ser un aumento condicionado de capital, admitido, por ejemplo, en el Derecho alemán. Puede ser que no se suscriba todo y que como consecuencia, a falta de este requisito, no llegue a realizarse, como sucede en el Derecho francés. Puede ser que el que el aumento de capital sea o no definitivo, si no ha sido totalmente suscrito, dependa del mismo acuerdo de Junta que decidió el aumento, como ordena el artículo 2.439, 2.º, del Código italiano.

En todos estos casos, si el aumento de capital no llega a ser definitivo, el derecho de suscripción preferente ha tenido una eficacia relativa, ya que al fin al que iba dirigido: la suscripción de una parte de las nuevas acciones, no se ha podido cumplir.

En Derecho español no existe ninguna norma que imponga la necesaria suscripción de la totalidad del capital; cabe que el acuerdo de aumento condicione su eficacia total a la suscripción completa, y entonces nos encontramos con una situación semejante a la del Derecho italiano. Pero cabe que no se haya estipulado nada sobre este punto, y entonces quedará emitida únicamente la parte de capital suscrito, previo el correspondiente acuerdo de Junta de reducir el capital a esa cifra, caso que no es una verdadera reducción del capital porque no existe éste hasta que se suscribe y desembolsa; se trata más bien de una rectificación del acuerdo de aumento de capital que de una modificación del aumento mismo. Esta rectificación se puede reflejar en el Registro y acompañar o no de una facultad al Consejo para completar la cifra prevista por vía de ejecución del acuerdo de la Junta conforme al artículo 116. R. R. M. (151).

En el caso de que el aumento de capital no llegue a la cifra prevista por falta de suscripción, pero no se revoque, lo cual, como hemos visto, es una posibilidad admitida en Derecho español, no hay dificultad. Las acciones solicitadas en ejercicio del derecho de suscripción preferente se convierten en acciones de la Sociedad dentro de la parte aumentada y las acciones no suscritas lo son como consecuencia de un no uso del derecho de suscripción preferente, y, por tanto, aunque éste se haya perdido, es debido al no ejercicio por las personas que lo podían haber utilizado lo mismo que sucede en cualquier caso. El que después esas acciones no sean suscritas ni por terceros y la cifra no llegue a la prevista en el aumento no altera en nada los derechos de suscripción preferente concedidos y ejercitados.

En el caso de que el alcance de la cifra prevista sea requisito indispensable para la efectividad del aumento, bien por disposición legal bien por acuerdo estatutario o de la Asamblea, el problema que se suscita es éste: ¿qué sucede con los derechos de suscripción pre-

---

(151) Sobre este problema, muy interesante, véase GARRIGUES, *ob. cit.*, tomo II, p. 231.

ferente ejercitados, que después de haber suscrito las acciones, incluso desembolsado, se reintegra este importe y se extingue aquel derecho de suscripción preferente concreto? ¿Qué sucede, sobre todo, con los cupones negociados que ha adquirido un tercero que después de haber pagado un precio se encuentra con que no le han atribuido derecho a nada?

Respecto a los socios viejos, el problema no tiene demasiada gravedad. Su derecho de suscripción preferente abstracto se mantiene insito en su acción. Su derecho de suscripción preferente concreto no se ha llegado a actualizar porque en realidad pendía de una condición: que se suscribiera la totalidad del capital, y las molestias que se les han ocasionado no repercuten de manera directa sobre su patrimonio. Su única posibilidad sería ejercitar una acción de responsabilidad contra los órganos de la Sociedad que con su mala previsión han dado lugar a unos gastos y a unas actuaciones que se han demostrado inútiles al prever un capital excesivo. En la práctica, al menos española, esta acción no sabemos que se haya ejercitado nunca; contra la Junta que es quien normalmente toma el acuerdo sería muy dudosa, ya que ha de haber decidido por mayoría cualificada, y difícilmente se podría por un socio disidente pretender ejercitar una acción contra la Sociedad por una medida de ese tipo; contra los administradores en el caso de capital autorizado sería más factible a través del art. 79 demostrando que había actuado con malicia o negligencia grave; a pesar de ello es difícil que se pretenda esa acción, ya que actúan dentro de los límites señalados por la Junta y la prueba de tal malicia o negligencia habría de revestir especiales dificultades.

Los adquirentes de cupones que han pagado un precio por ellos en el mercado, que han suscrito, y desembolsado quizá, las acciones a que les daba derecho su derecho de suscripción preferente adquirió, y que después ven que el aumento de capital no se lleva a cabo y por tanto frustradas sus esperanzas, son los que salen peor parados en el caso que estamos examinando. Ellos no han adquirido en absoluto el derecho abstracto de suscripción preferente sino sólo el derecho concreto para esa emisión determinada y como consecuencia de no llevarse ésta a efecto se quedan absolutamente sin nada, pues pierden normalmente hasta la expectativa, pues si se produjera tiempo después un nuevo aumento de capital, ya carecerían ellos de derecho para suscribir.

El T. de Comercio del Sena en S. 19 Nov. 1954 (152), ante un caso como el expuesto, afirma que la venta del derecho de suscripción preferente sirve al accionista para resarcirse de la pérdida sufrida por sus títulos como consecuencia de la disminución de su parte de activo social al entrar a tener parte en estas acciones nuevas, y que si no se llega a verificar el aumento no se produce esa pérdida y estaríamos por tanto ante un enriquecimiento injusto del cedente a costa del cesionario.

---

(152) Revue trimestrelle de droit commercial, 1955, p. 101 y ss.

La Corte de Apelación de París (S. 19 marzo 1957) dio la misma solución, pero argumentó además que el contrato de cesión del derecho de suscripción preferente es accesorio respecto a la efectiva suscripción de las nuevas acciones e inseparable de ellas, y que el derecho de suscripción y su cesión está unido a la efectividad del aumento de capital sin el cual carecería de sentido.

La solución justa no cabe duda que es la de que la cesión pende de la efectividad del aumento.

El negocio de cesión del derecho de suscripción preferente no se formaliza como un negocio aleatorio, sino como un negocio oneroso en la voluntad de las partes. Cabe expresamente atribuir el riesgo al cesionario por acuerdo de las partes, pero en defecto de él la causa de la operación está directamente relacionada con la participación del adquirente en las nuevas acciones. El comprador debe asumir sus propios riesgos, pero si la inutilidad del derecho de suscripción preferente no se debe a él, sino a que no llegue a realizarse el aumento de capital, no es un riesgo suyo.

El contrato se podría anular por falta de causa (art. 1.275) por vicio o defecto oculto del objeto al amparo de los arts. 1.484, 1.485 y 1.486 del C. c., o por vicio del consentimiento por error sobre la sustancia de la cosa, o sobre aquellas circunstancias que principalmente hubieren dado motivo a celebrarlo (art. 1.266 C. c.).

Creemos que una argumentación adecuada de cualquiera de estos preceptos llevaría a la misma solución de resolución del contrato con restitución al cesionario del precio pagado por el derecho de suscripción preferente, con mayor tecnicismo que el argumento genérico y puramente equitativo del enriquecimiento injusto. En el fondo lo que sucede es que la base del negocio ha desaparecido (153) y como consecuencia surge el derecho de resolución a favor del cesionario. Las partes han configurado la cesión como una operación tendente a resarcirse de un daño (el cedente) y a participar en una Sociedad (el cesionario); y ambas partes conocen que es circunstancia básica para la conclusión del contrato el efectivo aumento del capital y si hubieran tenido en cuenta la inseguridad de las circunstancias, hubiesen accedido a dar el carácter de condición a su falta. Es decir se dan los requisitos precisos para que a pesar de la norma general de respeto a los contratos, se pueda éste resolver por la alteración de las circunstancias principales.

Toda esta argumentación es válida al menos en el caso de que no se haya previsto expresamente la posibilidad de que el aumento de capital no llegue a realizarse, en cuyo caso lo procedente sería condicionar en forma expresa el negocio de cesión a la efectividad del aumento. Puede entenderse también que el negocio de cesión no se perfecciona hasta que el adquirente no suscribe las nuevas acciones sino también el de obtenerlas como formando parte del capital efectivo.

---

(153) Sobre este tema vid. BADENES, *El riesgo imprevisible*, Barcelona, 1946.

Esta es la tesis de RAULT (154), pero creemos que aunque con el ánimo de obtener un resultado equitativo, resulta un poco forzada técnicamente.

El negocio de cesión se perfecciona como verdadera venta que es, sin perjuicio de su resolución por alguno de los defectos expresados, pero no es que esté pendiente hasta el aumento, lo mismo que el animal se compra y no está pendiente la compra hasta pasado el plazo en el que se puede ejercitar la acción resolutoria

En todo caso, para que esa resolución se efectúe, es preciso que el derecho de suscripción preferente llegue a ser inefectivo por causas que no dependan del adquirente y concretamente en el caso que examinamos por falta de aumento de capital.

En el derecho francés se ha argumentando ante los Tribunales, sin éxito, que dado que en el caso de que no se suscriban todas las acciones, los que han ejercitado su opción tienen derecho de nuevo a suscribir la parte dejada vacante, en todo caso el adquirente del derecho de suscripción preferente podrá haber suscrito esa parte y por lo tanto le es imputable la falta de suscripción y no puede reclamar nada al cedente. El Tribunal ha rechazado esta argumentación ingeniosa, pero que supondría que adquirir un solo cupón podía encerrar la obligación de suscribir todo el aumento para asegurar el dinero invertido en él.

En derecho español, dado que no existe un derecho semejante al que reconoce el art. 4.º de la ley francesa de 1935, no existe siquiera esa posibilidad y no se puede utilizar el argumento, que de todas formas, en nuestra opinión, sería insuficiente para mantener en pie el contrato de cesión.

Puede por último que el aumento de capital, aún habiéndose realizado, se invalide como consecuencia de un defecto en el acuerdo de aumento, de forma o de sustancia, o por cualquier otra razón. ¿Cuál es en este caso la suerte de ese derecho de suscripción preferente, nacido, ejercitado y que luego no llega, ya no él, sino las acciones suscritas, utilizándolo, a tener valor definitivo?

### 3. Límites de la negociabilidad.

Normalmente la negociabilidad del derecho de suscripción preferente sobreviene como consecuencia de un aumento de capital. La Sociedad decide el aumento y concede un plazo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente. En todas las legislaciones se suele establecer un plazo mínimo como garantía para los accionistas y se deja al criterio de la Junta el señalamiento de un plazo máximo. En España es un mes, y es de los países que fijan el plazo más largo; en Italia es de quince días; en Alemania de dos semanas, y en Francia de quince días. Naturalmente la cesión de los derechos de suscripción preferente se ha de hacer durante este término y no después, pues-

---

(154) En el comentario de la S. citada en *Revue Trimestrielle de droit commercial*, 1955, p. 101 y ss.

to que entonces ya carece de sentido esa cesión al haberse pasado el término para que el cesionario suscriba las acciones.

El problema es, si antes de acordarse el aumento de capital, se puede ceder el derecho de suscripción preferente.

Se puede pensar si será posible ceder el derecho de suscripción preferente para todos los posibles sucesivos aumentos de capital, o sea el derecho en abstracto.

En principio creemos que tal transferencia no es posible porque es una situación de división o desmembración de la acción no prevista por la ley. La acción puede tener una pluralidad de cotitulares en las formas clásicas de coparticipación en el dominio —comunidad (artículo 40), usufructo (art. 41), e incluso en el caso de prenda (art. 42) en el que se podría pensar que se desmembraba un cierto aspecto del derecho de disposición—, pero no cabe una cotitularidad a base de repartir los derechos individuales o mínimos, es decir lo mismo que no cabe ceder el derecho de voto, de forma que una persona tenga éste, y otro el resto de los derechos no debe admitirse que se ceda el derecho de suscripción preferente con carácter definitivo. Tal desmembración va contra la misma naturaleza de la acción que es un haz de derechos que confluyen en su legítimo titular que por eso tiene la condición de socio. La desmembración por negociación separada de esos derechos con carácter definitivo implicaría la destrucción de la figura del socio, que es indispensable para la vida de la Sociedad.

Ninguno de esos inconvenientes existen en la cesión del derecho de suscripción preferente concreto, porque entonces no se cede uno de los derechos individuales del accionista, sino la posibilidad, efectiva y reducida en el tiempo, de adquirir nuevas acciones, perfectamente determinadas, que a su vez llevan su haz de derechos para el futuro y que igualmente atribuyen a su titular la condición de socio.

Además la cesión del derecho en abstracto va contra la misma naturaleza del derecho de opción. Si el fin de éste es conservar la participación del socio en los beneficios sociales (aún no repartidos y reservas) y en el control y dirección de la Sociedad, una venta de carácter absoluto de tal derecho dejaría a éste desprovisto de sentido.

A favor de esta imposibilidad militan también las soluciones del Derecho comparado. En Alemania según la opinión de toda la doctrina (RITTER, GIERKE, BERNICKEN, etc.), el derecho abstracto de opción como tal, no es transferible separadamente de la acción, y en Italia, en base a que el art. 2.441 permite excluir el derecho de opción sólo con ocasión de la deliberación de aumento de capital, se considera que sólo desde entonces puede igualmente ser objeto de un negocio jurídico. MOREAU afirma igualmente que es nula la renuncia para todas las emisiones futuras, por el carácter de orden público del Decreto de 1935.

Tal solución la creemos general para cualquier tipo de cesión y por tanto no sólo para las que se hagan a título oneroso sino gratuito,

y no sólo por actos inter vivos, sino también mortis causa, de manera que será ineficaz respecto de la Sociedad el legado que el socio haga de su derecho de suscripción preferente para todos los aumentos posteriores a su muerte; la Sociedad no tiene obligación de reconocer ese derecho sino unido a la acción, sin perjuicio de que la disposición testamentaria deba ser interpretada ajustada lo más posible a la voluntad del causante (art. 675 C. c.). La testamentaria habrá de procurar coordinar la voluntad del causante, con los intereses de los llamados, la naturaleza de la acción, y la posición de la Sociedad.

En cambio creemos posible la cesión del derecho de suscripción preferente, además de una vez acordado el aumento de capital en la forma normal, respecto de un aumento determinado aunque no esté todavía tomado el acuerdo por la Junta, pero sí convocada ésta, o cuando esté tomado el acuerdo por la Junta y sometido su realización al cumplimiento de ciertas condiciones, o para un aumento de capital acordado por la Junta cuya ejecución se haya conferido al Consejo de Administración, que puede llevarlo a efecto en un plazo de cinco años (artículo 116 R. R. M.), o para un capital autorizado, pues aunque en este caso falta aún el mismo acuerdo de aumentar el capital que debe tomar el propio Consejo existen al menos unos límites: de cantidad (mitad del capital nominal en el momento de la autorización), de tiempo (cinco años) y de forma (por emisión de acciones ordinarias), que excluyen todos los peligros que tiene la cesión del derecho en abstracto.

Asimismo, en estos casos, cabe también la transmisión mortis causa del derecho de suscripción preferente por vía de herencia o legado, aunque lo normal será que se haga por una atribución de este tipo, ya que se trata de cosa específica y determinada (art. 768 C. c.), bien por atribución directa, bien por vía de sustracción, es decir, legando las acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente que se atribuye a otra persona.