

# *Exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista en los casos de emisión de nuevas acciones*

**Julio Salas Sánchez**

Abogado. Profesor de Derecho Mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú.

## **I. RÉGIMEN LEGAL VIGENTE SOBRE EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE Y SU POSIBLE EXCLUSIÓN.**

De acuerdo con la normatividad vigente en el país, el derecho de suscripción preferente (DSP, en adelante) de los socios en los casos de emisión de nuevas acciones, o en su caso de participaciones sociales, está regulado por las siguientes disposiciones:

1. El inciso 4 del artículo 109 de la Ley General de Sociedades -LGS, en adelante- otorga a los accionistas el derecho a «ser preferido para la suscripción de acciones en caso de aumento de capital social». La Ley No. 26356, sobre régimen de acciones privilegiadas sin derecho a voto, agregó a la versión original de ese inciso un párrafo según el cual tratándose de las acciones sin voto «...la preferencia radica en la suscripción de esta clase de acciones, en la proporción que posea en las mismas».

Este derecho -en el esquema de nuestra LGS- está considerado entre los derechos fundamentales del accionista y, en esta línea, el último párrafo del artículo

109 declara que «Los medios, los procedimientos o las acciones que la Ley confiere al accionista para asegurar sus derechos, no pueden ser negados ni desconocidos por el estatuto ni por acuerdo de Junta General».

El artículo 109 declara el derecho<sup>(1)</sup>; el contenido del mismo está en el artículo 216, uno de los siete que la LGS dedica a regular las modalidades del aumento de capital. Allí se dispone que «En todo caso los accionistas tendrán preferencia para suscribir a prorrata las nuevas acciones. Si quedaran acciones sin suscribir, aquellos accionistas que hubieran ejercido el derecho de preferencia podrán suscribir a prorrata las acciones restantes. El prorrateo se hará en proporción a las acciones que posea cada accionista. El estatuto o la Junta General en su defecto, fijará el plazo y procedimiento a seguir para el ejercicio del derecho de preferencia»<sup>(2)</sup>.

2. Referido a las sociedades comerciales de responsabilidad limitada, el artículo 284 de la misma LGS dispone que «Salvo disposición contraria de la escritura social, en el aumento de capital cada socio tendrá derecho a asumir una parte proporcional a su participación social. El capital no asumido por los socios podrá ser

---

(1) Véanse las críticas de Aníbal Sánchez a la existencia en el cuerpo de la Ley de 1989 de Sociedades Anónimas de España, de un artículo (el 48) que declara cuales son los derechos del accionista. Ese «...sistema de lista de los derechos de socio, por más que venga legalmente sancionado, es en realidad equívoco e incompleto (...) (pues) los derechos relacionados no son todos ni tampoco los únicos «mínimos» que puede disfrutar el accionista (...) (de allí que) la rotunda consideración como «mínimos» de los más importantes entre aquellos derechos resulta total o parcialmente inexacta en ciertos casos y en otros vendrá matizada por los estatutos o directamente por la regulación positiva». SANCHEZ ANDRÉS, Aníbal. Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles. La acción y los derechos del accionista. Tomo IV. Volumen 1. Editorial Civitas, Madrid, 1994, pág. 107.

(2) Otra referencia al DSP se encuentra en el inciso 3 del artículo 215 de la LGS, que obliga a que el programa de aumento de capital incluya el dato expreso al «derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas».

ofrecido a personas extrañas a la sociedad». Obsérvese cómo el legislador ha adoptado en la misma ley, posiciones contrarias. En las anónimas, no hay excepción alguna al DSP (véase el artículo 216 citado, «en todo caso»<sup>(3)</sup>), mientras que en las sociedades comerciales de responsabilidad limitada se permite que la escritura social, excluya la aplicación del DSP.

3. El artículo 6 del Decreto Legislativo No. 672, sobre sociedades anónimas de accionariado difundido, permite que este tipo de sociedades pueda «aprobar la emisión de una o más series especiales de acciones, sin derecho de preferencia de los socios<sup>(4)</sup>, siempre y cuando el acuerdo sea adoptado con el voto favorable de acciones representativas de más del veinte por ciento (20%) de capital social pagado. Sin perjuicio de lo expuesto en el párrafo anterior, la eficacia del acuerdo adoptado está sujeta a su aprobación por CONASEV, debiendo acreditar la Sociedad, para este efecto, de forma razonable, que la emisión no se destinará directa ni indirectamente a mejorar la posición accionaria de alguno de los socios de la Sociedad».

4. La Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo No. 755, establece en su artículo 270 que las sociedades anónimas abiertas que se propongan emitir valores<sup>(5)</sup> que han de ser objeto de oferta pública, deben contar en sus estatutos con disposiciones que reconozcan el derecho de preferencia de los accionistas para:

- a. Suscribir nuevas acciones, según lo contemplado en el artículo 216 de la Ley de Sociedades, accediendo a los Certificados de Suscripción Preferente.
- b. Suscribir, siempre a prorrata, obligaciones convertibles en acciones.

El artículo 272 agrega que el derecho de preferencia a la suscripción de nuevas acciones «está su-peditado al ejercicio por los obligacionistas del derecho a convertir sus obligaciones en acciones».

De acuerdo a las disposiciones glosadas, el DSP tiene las siguientes principales características:

1. Respecto de la existencia misma del DSP, la legislación nacional varía desde su pleno y absoluto reconocimiento en toda sociedad anónima, incluyendo las sociedades anónimas abiertas (el derecho está reconocido por la ley como un derecho mínimo y fundamental del accionista que no puede ser desconocido ni negado por el estatuto o por el acuerdo de la Junta), hasta su total inexistencia en los supuestos del artículo 6 del Decreto Legislativo No. 672 para las sociedades anónimas de accionariado difundido. Se reconoce la posición intermedia de las sociedades comerciales de responsabilidad limitada en las que el pacto social lo puede excluir.

2. En lo que se refiere al destinatario del DSP, en las sociedades anónimas, incluyendo a las sociedades anónimas abiertas, es el accionista. Salvo disposición en contrario del pacto social, en las sociedades comerciales de responsabilidad limitada el destinatario es el socio.

3. En cuanto al objeto del DSP, éste se dirige, únicamente, a las nuevas acciones que emitan las sociedades anónimas incluyendo las de accionariado difundido y a las nuevas participaciones de las sociedades comerciales de responsabilidad limitada.

Como excepción, en las sociedades anónimas abiertas, el objeto del DSP puede ser la suscripción, siempre a prorrata, de obligaciones convertibles en acciones, teniendo en cuenta lo dispuesto por el artículo 272 antes referido.

4. Es un derecho de contenido patrimonial; en tal virtud, es renunciable por su titular<sup>(6)</sup> y es transferible en las sociedades anónimas abiertas.

5. Su ejercicio se hace en doble ronda<sup>(7)</sup> y siempre a prorrata, es decir en proporción a las acciones -o participaciones, en su caso- que posea cada accionista o socio.

---

(3) Tal expresión podría también interpretarse en el sentido de referirse a las modalidades de aumento de capital. Sin embargo, por las razones que se exponen más adelante en este mismo trabajo, sería más congruente interpretarla en el sentido que pretende declarar que el DSP en la legislación nacional sobre sociedades anónimas no admite excepciones como la que se permite para las sociedades comerciales de responsabilidad limitada; en otras palabras, la expresión «en todo caso» significa la imposibilidad de establecer la inexistencia del DSP, sea por acuerdo de la Junta o por norma estatutaria.

(4) Se refiere al derecho de suscripción preferente de acciones.

(5) Concepto que comprende a las acciones.

(6) Obsérvese, sin embargo, que la renuncia del DSP no implica para su titular la obtención de una ventaja patrimonial o la disminución de los perjuicios que sufriría por su renuncia. En efecto, en las sociedades distintas a las abiertas, la renuncia tácita o expresa del ejercicio de DSP no permite a su titular obtener una contraprestación económica, pues el derecho se transfiere automáticamente y sin contraprestación alguna a los demás accionistas que participaron en la primera ronda. En las sociedades comerciales de responsabilidad limitada cabe la posibilidad de que la escritura social admita la cesión onerosa del DSP. En las sociedades anónimas abiertas, el DSP es transferible por el mecanismo de los certificados de suscripción preferente.

(7) La doble ronda resulta una exigencia legal que como mínimo debe cumplirse, salvo que la emisión se cubra totalmente en la primera. Nada impide que el estatuto o la Junta establezcan mayor número de rondas.

6. Sólo opera en los casos de aumento de capital por nuevos aportes y entre éstos sólo en los casos de aportes dinerarios.

No opera en los casos en que las nuevas acciones o participaciones correspondan por derecho a los demás socios (es decir, que tengan «destinatarios forzosos», como los supuestos de capitalizaciones de utilidades o reservas, incluyendo las de excedentes de revaluación voluntaria o legal, así como en las de capitalizaciones de las reexpresiones de capital conforme al Decreto Legislativo No. 627, capitalizaciones de créditos, o de obligaciones<sup>(8)</sup>, aumentos de capital por fusión o por absorción del patrimonio escindido de otra sociedad, así como los supuestos de una oferta pública de adquisición -OPA- en el que la contraprestación sean acciones de propia emisión de la sociedad ofertante que acordará el respectivo aumento de capital para entregar las nuevas acciones a los accionistas a quienes se dirige y aceptan la oferta, usando tales acciones como medio de cambio»).

## II. BREVE EXPOSICIÓN DE LOS FUNDAMENTOS DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE.

En apretada síntesis, la doctrina más generalizada y reconocida, considera que el DSP es «... la potestad que la Ley atribuye a los socios en los aumentos de capital para suscribir acciones nuevas en cuantía proporcional a las acciones antiguas poseídas»<sup>(9)</sup>.

El DSP nace como respuesta a la dilución de las participaciones accionarias que se podían producir en cada aumento de capital en el supuesto que no se permitiera al accionista, o no quisiera o pudiera, intervenir en él, suscribiendo las nuevas acciones que se emitían. El efecto era no sólo la disminución de su porcentaje participatorio sino también la pérdida de su influencia al interior de la sociedad. Había entonces una merma de la posición económica y de la posición política del accionista. El DSP también responde a la necesidad de evitar que ingresen a la sociedad socios cuya presencia pudiera resultar perturbadora para la marcha social o para los intereses de los socios.

Como siempre, o casi siempre, sucede, la realidad precede al Derecho. Frente al peligro de la dismi-

nución económica y política de la posición del accionista derivada de su no intervención en el aumento de capital, se ofrecieron medidas que trataban de paliar tales efectos negativos. Una de éstas es, precisamente, el derecho de suscripción preferente, primero como una práctica contractual manifestada en el estatuto y luego -desde comienzos de este siglo- con el reconocimiento generalizado que le asignó el derecho positivo. Otra de las medidas es la prima suplementaria de capital como una que se establece, no para impedir el ingreso de terceros, sino para que éstos se incorporen a la sociedad en condiciones económicas que supongan el reconocimiento a los antiguos accionistas del esfuerzo realizado para colocar a la sociedad en condiciones de solvencia presente y proyecciones sólidas hacia el futuro<sup>(10)</sup>. Otra medida es la transmisibilidad del DSP a quien el accionista juzgue conveniente a sus intereses, mediante el mecanismo de los certificados de suscripción preferente.

---

*“El DSP nace como respuesta a la dilución de las participaciones accionarias que se podían producir en cada aumento de capital en el supuesto que no se permitiera al accionista, o no quisiera o pudiera, intervenir en él, suscribiendo las nuevas acciones que se emitían”*

---

Sostiene Sánchez que el peligro de la dilución no era el único. También debía considerarse como tal, la posibilidad de que se crearan sociedades con capitales que no respondieran a las reales necesidades de la empresa y cuya finalidad última era diluir a determinados accionistas. Por eso, Sánchez se remonta a las normas legales que prohibieron recurrir a los aumentos de capital cuando se encontraban impagos los aumentos

(8) Excepto en los casos de las sociedades anónimas abiertas, conforme a los artículos 270 y 272 de la Ley del Mercado de Valores.

(9) SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. El derecho de suscripción preferente del accionista. Ed. Civitas, Madrid, 1990, pág. 21.

(10) No obstante que la prima no llegará, en ningún caso, a compensar la disminución que sufre el accionista, respecto de su influencia política al interior de la sociedad.

anteriores; es decir, a aquellos supuestos de aumentos cuando existían dividendos pasivos. Las legislaciones, unánimemente, recurrieron a esta prohibición la misma que está recogida en el artículo 213 de nuestra LGS. Señala<sup>(11)</sup> que «...la norma tiene una explicación muy clara que justificaría ese carácter: la de que no hay motivo de aumentar el capital para conseguir nuevos medios si la sociedad está condicionada de procurárselos usando el cauce normal de reclamación de dividendos pasivos; en otro caso sería muy difícil retribuir un capital que crece con cada nueva emisión. Se entiende así que la norma aspira en realidad a evitar el progresivo endeudamiento de la sociedad y a impedir la acumulación de promesas no obstante la disminución de sus posibilidades de cumplimiento. Tal sería la *ratio* de este precepto».

Según el mismo autor, ese razonamiento no ofrece una explicación suficiente porque ante la incongruencia de aumentar el capital en lugar de reclamar los dividendos pasivos, aparecen de nuevo el fraude y los abusos. «Por lo demás, el fenómeno<sup>(12)</sup> resulta explicable. La progresiva privatización que desde mediados del siglo XIX venía experimentando la sociedad anónima, había dado lugar a toda clase de combinaciones estatutarias en las que los fundadores y administradores buscaban garantizarse posiciones ventajosas y situaciones de privilegio a las que la práctica del derecho de suscripción tampoco pudo permanecer ajena. Las reservas anticipadas con respecto a esta prerrogativa y su reconocimiento exclusivo en favor de personas determinadas tuvieron como consecuencia que la ejecución de los aumentos de capital se orientara más por deseos de especulación que por sanos impulsos de fortalecimiento de las empresas (...) En realidad, éstos eran los auténticos peligros del aumento de capital; y la práctica del derecho de suscripción (...) probablemente contribuyó más a suscitarlos que a prevenirlos: las emisiones bajo la par sin previo desembolso de los títulos anteriores y el derecho estatutario de opción ofrecieron así un cómodo camino a la realización de rápidas ganancias a costa de transformar las acciones en simples instrumentos de especulación»<sup>(13)</sup>.

Básicamente entonces, el DSP responde -o pre-

tende hacerlo- a la necesidad de evitar, de un lado, la disminución del valor económico de las acciones antiguas y, del otro, la pérdida de la importancia del accionista antiguo al interior de la sociedad, pudiéndose llegar incluso a la pérdida definitiva de la posibilidad de ejercitar determinados derechos para los cuales la legislación o el estatuto requieran determinado porcentaje de acciones<sup>(14)</sup>.

Con tales consideraciones se entiende la resistencia de algunos sectores doctrinarios de considerar al DSP como uno de los derechos de «contenido económico», en la clasificación tradicional de derechos del accionista consistente en separarlos en derechos «económicos» de un lado y «políticos» de otro. Como se aprecia, el DSP tiene elementos que permite excluirlo de tal clasificación pues tiene, claramente, un doble contenido: económico y político.

### III. LA EXCLUSIÓN DEL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE.

Como se ha indicado anteriormente, existe consenso en considerar que el DSP no opera en determinados supuestos: aquéllos en los que las nuevas acciones tienen «destinatarios forzosos». No es intención de este trabajo analizar las razones que justifican esa exclusión.

El objeto es considerar la alternativa del no funcionamiento del derecho en los supuestos en que las nuevas acciones no tienen esos destinatarios. Vale decir, la posibilidad de que legalmente se sustraiga al DSP de la esfera de derechos de los antiguos accionistas, a fin de que las nuevas acciones que correspondan emitirse para cubrir un aumento de capital sean ofrecidas a terceros y suscritas y pagadas por éstos, sin tener que recurrir al paso previo y obligatorio de ofrecerlas a los accionistas antiguos; éstos, inevitablemente, verán disminuida su importancia económica y política al interior de la sociedad, lo que constituye, precisamente, la finalidad última del DSP.

Considerando el carácter absoluto del DSP para las sociedades anónimas regidas por la LGS, la posibilidad es inexistente. En todo aumento de capital por nuevos aportes dinerarios el DSP existirá por mandato

---

(11) SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. El derecho...Op. cit., pág. 24.

(12) Se refiere al recurso del aumento de capital, en lugar de reclamar los dividendos pasivos, ante la inexistencia de la norma prohibitiva bajo comentario.

(13) SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. El derecho...Op. cit., pág. 25.

(14) En nuestra LGS, por ejemplo, el derecho de las minorías a solicitar la convocatoria a Junta, su aplazamiento, información de carácter reservado, incorporación de representantes en el Directorio, auditorías e investigaciones especiales, etc.

legal, lo que excluye, entonces, el pacto en contrario o el acuerdo de la Junta, más aún si este derecho está considerado como uno de los derechos fundamentales del accionista<sup>(15)</sup>.

Sin embargo, la legislación comparada muestra una definida tendencia a admitir la exclusión:

a. El Derecho francés, desde 1935 pasando por las reformas de 1966, 1967 y posteriores, admitió tal posibilidad cuando así fuera decidido por la Junta, constituida con quórum reforzado y adoptada con mayoría calificada, previo informe sustentatorio de los administradores, verificado -en cuanto a la exactitud de los datos- por los comisarios de cuentas.

b. En Italia, la exclusión se permite desde el Código Civil de 1942 por acuerdo de la Junta, adoptado por mayoría calificada; ella debe sustentarse en razón del interés de la sociedad o cuando se ofrecieran las acciones a los trabajadores, limitándose en este último caso a la cuarta parte de las nuevas acciones.

c. En la legislación alemana se admite la supresión del derecho desde 1937, con el solo requerimiento de una mayoría reforzada<sup>(16)</sup>.

d. La Directiva No. 77/91/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas de 13 de diciembre de 1976, reconoce la competencia de la Junta para excluir el DSP, en los aumentos de capital. Por excepción permite a las legislaciones nacionales «prever que los estatutos, la escritura de constitución o la Junta General, que actuará de acuerdo con las normas de quorum, mayoría y publicidad previstas en el párrafo 4, puedan otorgar el poder de limitar o suprimir el derecho preferente al órgano de la sociedad habilitado para decidir la ampliación del capital suscrito dentro de los límites del capital autorizado...»<sup>(17)</sup>.

e. La vigente Ley de Sociedades Anónimas de España, reconoce como derecho mínimo del accionista al DSP en el apartado 2b del artículo 48 y admite, en el artículo 159, la exclusión, total o parcial, del DSP por la Junta «en los casos en que el interés de la sociedad así lo

exija». La exclusión se sujeta a que la Junta se reúna con los requisitos establecidos para la modificación estatutaria, siendo «imprescindible» además que en la convocatoria se haya hecho constar la propuesta de supresión del derecho y el tipo de emisión de las nuevas acciones; que se ponga a disposición de los accionistas una memoria justificativa elaborada por los administradores y un informe elaborado bajo su responsabilidad por el auditor de cuentas de la sociedad respecto al valor real de las acciones y la exactitud de los datos contenidos en la memoria; que el valor nominal de las acciones a emitir más, en su caso, el importe de la prima de emisión se corresponda con el valor real que resulte del informe de los auditores de cuentas.

Se agrega que «no habrá lugar al derecho de suscripción preferente cuando el aumento de capital se deba a la conversión de obligaciones en acciones o a la absorción de otra sociedad o de parte del patrimonio escindido de otra sociedad».

f. En los Derechos norteamericano e inglés hay un progresivo debilitamiento del derecho de suscripción preferente del accionista, el mismo que se ha refugiado en las normas estatutarias de cada sociedad<sup>(18)</sup>.

g. La legislación argentina, siguiendo a la italiana, permite que la Junta Extraordinaria pueda resolver en casos particulares y excepcionales la limitación o la supresión del DSP, si el interés de la sociedad lo exige; se requiere que el asunto haya sido incluido en el orden del día y se trate de «...acciones a integrarse con aportes en especie o que se den en pago de obligaciones preexistentes» (artículo 197 de la Ley de 25 de abril de 1972). Obsérvese que se establece también que «el accionista a quien la sociedad prive del derecho de suscripción preferente, puede exigir judicialmente que ésta cancele las suscripciones que le hubieran correspondido» así como que «...si por tratarse de acciones entregadas no puede procederse a la cancelación prevista, el accionista perjudicado tendrá derecho a que la sociedad y los directores solidariamente le indemnicen los daños

---

(15) Ello no obstante, véase el artículo 6 del Decreto Legislativo No. 672 sobre las sociedades anónimas de accionariado difundido.

(16) A pesar de lo cual, la doctrina y la jurisprudencia imponían límites al poder de la Junta, exigiendo que el acuerdo no lesionara las buenas costumbres, no podía ser violatorio del principio de la paridad de trato entre los accionistas ni, finalmente, podía adoptarse sino en interés de la sociedad con aplicación de los principios de «necesidad» y de «proporcionalidad». Véase al respecto la nota 18 del artículo de ALONSO LEDESMA, Carmen. «Algunas consideraciones sobre el juego de la cláusula del interés social en la supresión o limitación del derecho de suscripción preferente». En: Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en Homenaje a José Girón Tena. Editorial Civitas, Madrid, 1991, pág. 36.

(17) Se refiere a los supuestos de delegación al Directorio de la facultad de aumentar el capital con una doble posibilidad que es objeto de discusión doctrinaria: que la propia Junta, al delegar la facultad de aumentar el capital acuerde la exclusión del DSP o que, al usar la facultad de aumentarlo, el propio Directorio decida excluir el DSP.

(18) Véase al respecto las útiles y completas referencias que sobre ambos regímenes hace el profesor Sánchez en su obra citada (El derecho... Op. cit., págs. 31-41.).

causados. La indemnización en ningún caso será inferior al triple del valor nominal de las acciones que hubieran podido suscribir...» de haber ejercitado el DSP.

h. La ley brasileña sobre sociedades anónimas, No. 6404 de 15 de diciembre de 1976, permite en su artículo 168, inciso 1, párrafo d), que el estatuto puede conceder autorización para aumentar el capital social, autorización que deberá especificar «...los casos y las condiciones en que los accionistas tendrán derecho de preferencia para la suscripción, o la inexistencia de ese derecho». A su vez, el artículo 172 precisa que el estatuto de una compañía abierta que concediera autorización para aumentar el capital, puede prever la emisión sin derecho de preferencia para los antiguos accionistas, de acciones, *debentures* o partes beneficiarias convertibles en acciones y bonos de suscripción, cuya colocación se haga mediante venta en bolsa de valores o suscripción pública o permuta por acciones, en oferta pública de adquisición de control.



La idea básica que subyace en los regímenes legales que admiten la posibilidad de excluir el DSP, es admitir el ingreso de nuevos accionistas que permita a la sociedad contar con determinados recursos que los socios antiguos no están en condiciones de aportar. No sólo se trata de la cuantía de los recursos a aportar, sino también -en forma conjunta o separada- de la conveniencia del ingreso de determinadas personas como accionistas de la sociedad. Nadie duda de la conveniencia de facilitar el ingreso a una sociedad que opera en el ámbito local, de un tercero que opera en el mismo giro

pero con ramificaciones internacionales; o de una sociedad cuyo aporte tecnológico, además del necesario aporte económico, va a colocar a la sociedad receptora en condiciones de liderazgo; o de otra empresa que pueda poner a disposición de la receptora diferentes y más variados y amplios canales de distribución a aquellos con los que cuenta en el momento; o de otra sociedad que tiene un nombre comercial acreditado internacionalmente.

La consideración básica es, entonces, de carácter económico y gira en torno al concepto de interés social. Sin embargo, frente al interés social se opone el interés de los antiguos accionistas de mantener el valor de su participación y su influencia al interior de la sociedad derecho que, por las razones arriba mencionadas, resulta declarado como uno de los derechos mínimos e inderogables del accionista. José Carlos Sánchez González señala frente a estas posiciones que pueden llegar a resultar opuestas: «Sin embargo, el reconocimiento del carácter absoluto del derecho de suscripción preferente podría impedir que ingresaran en la sociedad determinadas personas cuya participación o aportación de ciertos bienes al patrimonio social sería beneficiosa para aquélla»<sup>(19)</sup>.

Las referencias que hemos realizado al inicio de este trabajo muestran que nuestra legislación adopta una rígida posición frente a la posibilidad de excluir el DSP, admitiéndola sólo a título de excepción. La explicación reside en que la LGS de 1966 adoptó el mismo régimen que el de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, de España, la misma que no reconocía posibilidad de excluirlo en los casos de aumentos de capital por aportes dinerarios.

Consideramos que es necesario adoptar una posición más flexible y admitir la exclusión del DSP con el previo cumplimiento de determinados requisitos y rodeándola de las garantías que impidan que la figura sea utilizada en perjuicio de unos accionistas y en beneficio de otros; la finalidad última de la exclusión debe ser el fortalecimiento del interés social (y con ello el beneficio de todos los accionistas) y no del interés individual de un determinado grupo de accionistas en detrimento de otros.

### 3.1 El órgano competente.

Para esta finalidad, un primer aspecto a considerar es el órgano social competente para decidir la

(19) SÁNCHEZ GONZÁLEZ, José Carlos. «En torno a la suspensión y a la transmisibilidad del derecho de suscripción preferente». En: GARRIDO DE PALMA, Victor Manuel (Director). Estudios sobre la sociedad anónima. Tomo II. Ed. Civitas, Madrid 1993, pág. 352.

exclusión del DSP. La legislación comparada es uniforme<sup>(20)</sup> al establecer que la competencia corresponde a la Junta General de Accionistas y no se requiere mayor explicación para justificar dicha exigencia y atribución. La duda se presenta, sin embargo, cuando se trata de establecer si esta facultad de la Junta es, a su vez, delegable en el órgano de administración.

Para centrar el tema en discusión, el análisis debe estar referido a si el acuerdo de la Junta de delegar en el Directorio la decisión de aumentar el capital lleva implícita la delegación de la facultad de decidir la exclusión del DSP; o si es necesario -y entonces resulta válido- que haya un acuerdo expreso para esa delegación.

En una primera aproximación al tema cabría sostener que si la Junta, por expresa facultad legal, puede delegar en los administradores la facultad de acordar el aumento de capital, tal delegación tendría que ser comprensiva de todo cuanto atañe al aumento de capital mismo, incluyendo la posibilidad de suprimir el DSP.

A este respecto, los autores españoles que analizan el artículo 159 de la nueva Ley de Sociedades Anónimas, se remiten a la Directiva No. 77/91/CEE del Consejo de las Comunidades Europeas de 13 de diciembre de 1976, que permite a las legislaciones nacionales incluir en los estatutos, la escritura de constitución o en el acuerdo de la Junta General la potestad de «...limitar o suprimir el derecho preferente al órgano de la sociedad **habilitado** para decidir la ampliación del capital...»; partiendo de la norma comunitaria señalan que como la ley española no ha previsto expresamente que el «órgano social habilitado» tenga la potestad de excluir el DSP, debe concluirse que dicho órgano (el Directorio en nuestro caso) no puede decidir la exclu-

sión del DSP<sup>(21)</sup>. Sobre el particular, Sánchez González señala que: «...esta norma, al prevenir una específica delegación de la facultad de supresión del «*ius optandi*»<sup>(22)</sup> distinta de la delegación de la facultad de acordar el aumento de capital (aunque estén conectadas de tal modo que no parece ser admitida la primera separadamente de la segunda) vendría a confirmar la autonomía de ambas materias; exige una doble delegación para transferir aquella competencia sobre el derecho de suscripción incluso en los ordenamientos que han acogido la posibilidad contemplada por el artículo 29.5 de la Segunda Directiva»<sup>(23)</sup>.

El mismo autor concluye que como quiera que la nueva ley española no ha incorporado expresamente esta facultad, debería rechazarse la posibilidad de que el órgano de administración a quien se ha delegado la potestad de decidir el aumento de capital, tenga también la facultad de suprimir total o parcialmente el DSP<sup>(24)</sup>.

En el mismo sentido se ha pronunciado la autora española Carmen Alonso Ledesma para quien: «...el hecho de que nuestro legislador no haya hecho uso de la facultad que el artículo 29.5 de la Segunda Directiva le confería (...) inclina a pensar que la voluntad legislativa fue la de considerar a la Junta como único órgano competente para decidir la exclusión»<sup>(25)</sup>.

Igualmente, Sánchez Andrés opina que: «...tampoco ha acogido nuestro Derecho la posibilidad de que esa exclusión de la preferencia, inicialmente reservada a la Junta General, pueda ser decidida por el órgano administrativo competente para acordar un aumento en la hipótesis de capital autorizado»<sup>(26)</sup>.

Al margen de si el artículo 159 de la ley española puede interpretarse en el sentido que la delegación de la facultad de aumentar el capital lleva implícita o no la

---

(20) Con la excepción de la ley brasileña antes citada que otorga tal facultad al estatuto, circunstancia que, en última instancia, reitera que la facultad es de la Junta General como órgano social competente para modificar el estatuto.

(21) No debe olvidarse que España forma parte de la Comunidad Económica Europea -CEE- ahora Unión Europea y por ello queda obligada a incorporar en su legislación interna las disposiciones de carácter comunitario, una de las cuales es la Directiva No.77/91 señalada. Precisamente por ello, España modificó su Ley de Sociedades Anónimas de 1951, mediante la Ley de Reforma y Adaptación y el Texto Refundido, ambos de 1989, que entraron en vigencia el 1 de enero de 1990.

(22) Se refiere al DSP del accionista.

(23) SÁNCHEZ GONZÁLEZ, José Carlos. Op. cit., pág. 354.

(24) Citando al italiano Labanca, se indica que «no es posible atribuir la facultad de suprimir o limitar el derecho de opción independientemente de la atribución de la potestad para aumentar el capital, aunque sí es posible lo contrario, es decir que a la delegación relativa al aumento no se acompañe la facultad de excluir o limitar el derecho de opción. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, José Carlos. Op. cit., pág. 354.

(25) ALONSO LEDESMA, Carmen Op. cit., pág. 33, nota 6.

(26) SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. Comentarios...Op. cit., pág. 238.

potestad de los administradores de excluir el DSP, es necesario analizar las razones que lleven a una u otra conclusión.

Como es admitido, el DSP contribuye a mantener la estructura accionaria y, por ello, las respectivas cuotas de poder al interior de la sociedad anónima, así como el valor económico de los paquetes accionarios de cada accionista; es decir, tanto su valor económico como su poder político.

En este sentido, no parece ser adecuado que sean terceros (los directores) quienes tengan la facultad de decidir el ingreso de nuevos accionistas, excluyendo la participación de los antiguos. El Directorio es el órgano de representación legal y de gestión de la sociedad, no de los accionistas, ni responden a mandato imperativo de éstos. En este orden de ideas, califican lo que corresponde al interés social que es o puede ser distinto al de los accionistas, aún al de la mayoría de éstos.

Puede entonces sostenerse que carecen de legitimidad para decidir respecto del interés de los accionistas de intervenir o no en un determinado aumento de capital. Y, derivado de lo anterior, son los propios accionistas quienes tienen la potestad de decidir la exclusión del DSP en un determinado aumento de capital. Consiguientemente, consideramos que ningún acuerdo de delegación de facultades al Directorio para elevar el capital social lleva implícita la facultad del Directorio de decidir la exclusión del DSP.

La siguiente cuestión que se suscita en este mismo tema es determinar si es válido que la propia Junta General, al delegar en los administradores la facultad de aumentar el capital social en los términos admitidos por la legislación, acuerde expresamente suprimir el DSP.

Al respecto, estimamos que debe considerarse válido un acuerdo en ese sentido ya que, si se rechazara, podría limitarse seriamente el ejercicio de la potestad de los administradores de aumentar el capital social, de acuerdo con las necesidades de la sociedad. Si desde ya se cuenta con el acuerdo de la Junta en el sentido de excluir el DSP, no cabe sostener que esta facultad se ha «delegado» a los administradores, pues es el órgano máximo de la sociedad el que, considerando el interés social, ha decidido que las acciones que emita la sociedad luego del acuerdo de los administradores expresamente autorizados puedan ser ofrecidas a terceros, excluyendo el ofrecimiento a los antiguos accionistas.

Naturalmente, el acuerdo debe estar referido a

un aumento de capital determinado, refiriéndonos a aquellos casos en que las previas negociaciones realizadas con terceros ya identificados (o susceptibles de serlo), permiten asumir a los accionistas antiguos que aquéllos resultarán siendo los suscriptores de las nuevas acciones. Asimismo, es el caso de la decisión de ofrecer las nuevas acciones mediante el sistema de oferta pública. Se trata entonces, de excluir la posibilidad de que sean los directores quienes, a su solo criterio y en definitiva, decidan colocar las acciones entre terceros, modificando la estructura accionaria de la sociedad.

### 3.2 El interés social.

Otro aspecto que merece la mayor atención es el requisito, recogido por las legislaciones italiana, argentina y española, en orden a que la supresión total o parcial del DSP responda a la exigencia del «interés social». El artículo 2441 del Código Civil italiano es comentado por Brunetti en el sentido que: «A falta de demostración de aquel interés especial, el acuerdo que excluye la opción sobre las acciones será impugnabile por violación del artículo 2441 (...) Si el derecho de opción sólo puede excluirse cuando el interés social lo exige, viola la ley el acuerdo no fundado sobre la constatación de tales exigencias»<sup>(27)</sup>.

No es materia de este trabajo analizar la controversia existente en la doctrina respecto a lo que debe considerarse como «interés social». Hoy parece inevitable tener que admitir que en la sociedad anónima, y alrededor de ella, sea que se trate de la sociedad cerrada o de la abierta, coexisten intereses que van más allá de la mera consideración del «interés en común de los socios» como elemento definidor del «interés social». Basta referirse para ello a los intereses de los trabajadores, consumidores, acreedores y, en última instancia, de la colectividad entera.

Sin embargo, para los efectos de este trabajo, el análisis debe hacerse respecto a si el concepto «interés social» constituye el presupuesto material para que proceda la exclusión del DSP. Al analizar el ordenamiento español que requiere como fundamento del acuerdo de exclusión del DSP que el interés social así lo «exija», se señala que: «...ante la contraposición de dos intereses legítimos, el de los antiguos socios y los titulares de obligaciones convertibles a recibir acciones de nueva emisión en proporción a las ya poseídas o a las que les corresponderían en el caso de ejercitar en ese

---

(27) BRUNETTI, Antonio. Tratado del Derecho de las Sociedades. Tomo II. Ed. UTEHA, Buenos Aires, 1960, pág. 649, nota 13.

momento la facultad de conversión, y el de la sociedad a realizar determinadas operaciones de aumento de capital ofreciendo las nuevas acciones a sujetos diversos de los anteriores, la Ley permite que pueda prevalecer este último sólo si efectivamente tal interés existe y en una determinada relación de causalidad con la supresión del derecho»<sup>(28)</sup>.

El concepto «interés social» entendido como el interés en común de los socios, ha dado origen a las más variadas posiciones doctrinarias, principalmente en Italia, que no es el caso analizar y respecto al cual no es posible establecer un concepto general aplicable a toda y cualquier sociedad anónima. Ni, tampoco, podrá entenderse como un concepto absoluto, único y permanente para una determinada sociedad pues las circunstancias internas y externas que se presenten pueden hacerlo variar. Es, como señala Carmen Alonso: «...un concepto abierto del cual es difícil precisar *a priori* y en absoluto un exacto significado y alcance y mucho menos sus posibles contenidos, que necesariamente tendrían que quedar modulados en función de los distintos factores o intereses que en un momento determinado resulten relevantes, los cuales, forzosamente, condicionan cualquier construcción jurídica»<sup>(29)</sup>.

Si el DSP es un derecho mínimo e inderogable del accionista, cualquier regulación legal que permita su supresión, sea total o parcialmente, debe ser elaborada con el mayor cuidado y su interpretación debe hacerse en el modo más restringido posible. De no hacerse así, pueden generarse las más variadas posibilidades de abuso de las mayorías accionarias en perjuicio de las minorías, a las que se privaría de su derecho a suscribir las nuevas acciones y mantener su importancia en el plano económico y político al interior de la sociedad.

En este sentido, el concepto «interés social» debe entenderse respecto de cada supuesto de aumento de capital. En este caso, se plantea la interrogante de si tal entendimiento debe sustentarse en un criterio de «necesidad» o de «conveniencia» y coyuntura para la sociedad.

Atendiendo a los fundamentos del DSP, su exclusión sólo puede fundamentarse en el criterio de necesidad, es decir aquél conforme al cual el aumento de capital que proviene de fuentes distintas a las de los socios se hace irrealizable o imposible si debe operar el

DSP. Por el contrario, no se atenderá al «interés social» si en igualdad de condiciones, los accionistas antiguos están en capacidad de suscribir las nuevas acciones que se emitan. Ello por cuanto, lo que debe calificarse es cuál de los dos intereses debe primar: el de la sociedad a recibir nuevos socios en una circunstancia determinada, excluyendo a los socios antiguos, o el de éstos a cubrir el aumento y mantener su cuota de poder e importancia, excluyendo el ingreso de terceros.

---

*“Si el DSP es un derecho mínimo e inderogable del accionista, cualquier regulación legal que permita su supresión (...) debe ser elaborada con el mayor cuidado y su interpretación debe hacerse en el modo más restringido posible”*

---

Frente a esta posición subjetivista (en la medida que la falta de un concepto preciso de «interés social» conllevará necesariamente una calificación subjetiva por la Junta, y en su momento por el Juez, que aprecie si en un determinado aumento se ha atendido o no el «interés social») existe una alternativa meramente procedimental que admite la exclusión del DSP cuando se hayan cumplido los requisitos formales que la ley establezca (quórum, mayorías, informaciones técnicas, etc.)<sup>(30)</sup>.

En la alternativa procedimental u objetivista: «...el contenido del interés social o del interés de la empresa no sería así una fórmula de la que se parte sino un resultado al que se llega» (no obstante lo cual tal alternativa) «no supone por sí sola la respuesta completa al problema; de un lado, porque de *lege lata* siguen previniendo en los ordenamientos apelaciones a la cláusula en su sentido material y de otro porque su entendimiento estrictamente «procedimental» no ga-

---

(28) ALONSO LEDESMA, Carmen. Op. cit., pág. 39.

(29) Ibidem, pág. 42.

(30) Véase al respecto ESTEBAN VELASCO, Gaudencio. El poder de decisión en las sociedades anónimas. Derecho Europeo y reforma del Derecho Español. Madrid, 1982, págs 591 y ss.

rantizaría plenamente, por sí solo, los derechos de la minoría (de ahí que incluso en supuestos en que el ordenamiento no expresaba la cláusula, la doctrina haya apreciado su existencia de manera implícita)<sup>(31)</sup>.

Estando a las consideraciones anteriores, nosotros nos inclinamos en el sentido que una modificación a nuestra LGS debe comprender ambas posiciones doctrinarias (que no resultan excluyentes entre sí). Así, la supresión del DSP debe estar fundamentada en el «interés social», apreciado en su sentido de «necesidad» para la sociedad como el medio más razonable (aunque no necesariamente «único») para procurarle tanto los recursos económicos como los beneficios o ventajas que el ingreso de terceros, puede conllevar; además, el acuerdo de exclusión debe adoptarse con los requisitos que la Ley establece para la modificación estatutaria en cuanto a quórum y mayorías, que la convocatoria contenga la propuesta expresa de excluir, sea total o parcialmente, el DSP, que los directores pongan a disposición de los accionistas toda la información y documentación que justifique la propuesta, que exista correspondencia entre el valor a recibir por la sociedad y el valor real de las acciones (o el valor bursátil si fuera el caso).

### 3.3 Los supuestos de obligaciones convertibles en acciones.

Las legislaciones más recientes extienden la gama de beneficiarios del DSP, considerando entre ellos no sólo a los accionistas, sino también a los titulares de obligaciones convertibles en acciones.

Se estima que tales obligacionistas (distintos a los obligacionistas ordinarios sin derecho a conversión) tienen una expectativa respecto de su posición al interior de la sociedad cuando opere la conversión y que tal expectativa no puede ser anulada o disminuída cuando se acuerde aumentar el capital social. En este sentido, el titular de obligaciones convertibles tendrá derecho a suscribir las nuevas acciones<sup>(32)</sup>.

Ahora bien, si tanto a los accionistas como a los titulares de obligaciones convertibles se les otorga el DSP, ¿cuál es la situación de estos últimos en los casos en que la Junta atendiendo al interés social y con los requisitos formales respectivos, decide la supresión total o parcial del DSP? ¿Puede la Junta adoptar ese

acuerdo o debe recabarse la aprobación de la Asamblea de Obligacionistas, en forma previa, simultánea o posteriormente?

Aun a pesar de que pudieran buscarse y encontrarse puntos de aproximación entre la posición jurídica del accionista y el titular de obligaciones convertibles, resulta que uno y otro están sujetos a regímenes legales distintos en sus relaciones frente a la sociedad. El accionista deberá actuar en el marco de la ley societaria, incluso pudiendo por cierto impugnar el acuerdo de la Junta; en cambio, el titular de obligaciones convertibles sólo podrá aplicar las normas correspondientes al derecho de obligaciones y contratos sin que pueda ser admisible una acción impugnatoria, pues carece de la legitimidad activa necesaria, que corresponde a los accionistas actuales y no a los accionistas potenciales.

En este sentido, los titulares de obligaciones convertibles podrán ejercer las acciones correspondientes al incumplimiento del contrato de emisión en que pudiera haber incurrido la sociedad.

Por tal razón, el marco tutelar de la exclusión del DSP no resulta aplicable a los tenedores de obligaciones convertibles ni, por ello, será necesario que la Asamblea de Obligacionistas tenga que pronunciarse respecto del acuerdo de la Junta en el sentido de excluir el DSP en un aumento de capital determinado.

De consagrarse en nuestro país la posibilidad de excluir el DSP, como esperamos, existen las siguientes alternativas: que la norma señale expresamente que la exclusión alcanza también a los titulares de obligaciones convertibles o que la norma no se refiera al supuesto de estos titulares (como por ejemplo, la ley española).

En el primer caso, no debe existir problema alguno en el ámbito societario si el acuerdo de la Junta se adopta con los requisitos materiales y formales del caso, quedando a salvo las acciones por incumplimiento contractual que correspondan.

No parece ser prudente en cambio, seguir el ejemplo de la ley española que ya está generando posiciones doctrinales opuestas que deberán resolverse en la vía judicial.

No se ha pretendido en este trabajo agotar todas las dudas y controversias que genera la exclusión del DSP. La discusión doctrinaria queda abierta tanto respecto de los temas tratados como de los demás que se susciten. ☞

(31) ALONSO LEDESMA, Carmen. Op. cit., pág. 43.

(32) Véase en SÁNCHEZ GONZÁLEZ, José Carlos Op. cit. págs. 366 y ss., las referencias a la discusión doctrinaria sobre si debe reconocerse el DSP o no a los titulares de obligaciones convertibles y en especial la nota 23 sobre el derecho de esos titulares cuando existen relaciones fijas o variables de conversión en acciones.