APUNTES SOBRE EL REGIMEN LEGAL DE LAS ACCIONES PREFERIDAS

Manuel Acedo Mendoza
Doctor en Derecho

S U M A R I O

I.—INTRODUCCION. II.—IGUALDAD O DESIGUALDAD DE VALOR NOMINAL DE LAS ACCIONES. III.—DESIGUALDAD DE DERECHOS DE LAS DIVERSAS CLASES DE ACCIONES. LIMITES. CARACTERISTICAS FUNDAMENTALES DE LA ACCION Y DERECHOS PROPIOS DEL ACCIONISTA. Prohibición de los pactos leoninos y concepto de despojo sustancial. IV.—DIVERSAS CLASES DE ACCIONES: ACCIONES COMUNES Y ACCIONES PREFERIDAS. Concepto económico de la acción preferida. Aspecto Fiscal. V.—DERECHO DE VOTO. Solución doctrinaria. Extensión del derecho de voto. Voto múltiple. Voto calificado. V.—DERECHOS DE CONTROL DE LA CONDUCTA DE LOS ADMINISTRADORES. VII.—DERECHO A LAS UTILIDADES. DIVIDENDOS. Acciones preferidas con participación preferente e ilimitada en las utilidades. Acciones preferidas con participación fija preferente y limitada en las utilidades. Acciones preferidas con dividendo fijo no acumulativo. Condiciones y oportunidad del derecho al dividendo de acciones preferidas no acumulativas. Acciones preferidas de dividendo fijo acumulativo. Exigibilidad del dividendo de las acciones preferidas de rendimiento fijo y acumulativo. Decreto de la administración. Existencia de utilidades líquidas, después de compensadas todas las pérdidas. Protecciones especiales en caso de no pago de dividendos acumulados. VIII.—DERECHO A LA PARTICIPACION EN EL CAPITAL SOCIAL. Participación en el capital social durante la vida de la compañía. Derecho a suscripción preferente de aumentos del capital social. Suscripción preferente: Caso de acciones comunes y preferidas. Acciones comunes. Acciones preferidas de redimiento fijo. Suscripción a la par o no. El derecho de redención de acciones preferidas. Redención a plazo. Convertibilidad. IX.—DERECHOS EN CASO DE LIQUIDACION.

I. *INTRODUCCION*

Toda la doctrina de las acciones preferidas parte de la hipótesis de que las acciones pueden conferir a sus respectivos tenedores derechos y obligaciones distintos entre sí, como excepción a la regla general de que las acciones deben ser de igual valor y dan a sus titulares iguales derechos y obligaciones, si los estatutos no disponen otra cosa. El artículo 292 del Código de Comercio venezolano consagra expresamente la regla general de igualdad en forma sejemante a como lo hace la mayoría de

los sistemas positivos, estableciendo la posible excepción, si los estatutos disponen otra cosa.

A su vez, el ordinal 2º del artículo 293 ejusdem, al determinar las reglas del contenido literal del título de la acción, alude incidentalmente a la materia, al exigir que el título exprese "el monto de las distintas clases de acciones" y las "preferencias que respectivamente tengan"; en la misma forma, el Art. 248 ejusdem se refiere a los "respectivos derechos" de las acciones. Sobre estas disposiciones se ha construído todo un cuerpo de teoría que se caracteriza por su limitado basamento legislativo y a la vez, por el extraordinario e imaginativo desarrollo que ha tenido en la práctica mercantil universal, la cual presenta una extensa variedad de tipos de acciones según el distinto contenido de los derechos que respectivamente confieren.

Estas circunstancias hacen especialmente atractiva la materia. La ausencia de normas explícitas obliga al jurista a ocurrir en cada caso a los principios generales, por lo que un estudio de este campo, poco trajinado en general, es un interesante ejercicio teórico con profundas consecuencias en la práctica financiera. A su vez, el financista es atraído por una libertad de estipulación que no tiene más límites que el respeto a los conceptos fundamentales del derecho del socio y por la agilidad y adaptabilidad que ofrece frente a las cambiantes necesidades del mundo financiero.

El propósito de este trabajo es analizar los diferentes tipos de acciones que nos presenta ese extraordinario desarrollo financiero, en relación a los respectivos derechos que cada especie confiere a sus titulares y la apreciación de la validez y la viabilidad de los diversos modelos, a la luz de la legislación y de la doctrina venezolanas.

Comenzaremos por examinar los conceptos de igualdad o de desigualdad, tanto de los derechos como del valor de las acciones en general, para luego analizar los límites que la ley y la doctrina establecen a la libertad de estipulación estatutaria y considerar después, en concreto, la variada gama de soluciones que nos presenta la experiencia.

Esperamos que los estudiosos de la sociedad anónima, especialmente los abogados comprometidos en el diario ejercicio profesional, encuentren no sólo algún interés en las cuestiones

específicas de las acciones preferidas analizadas en este trabajo, sino también en el necesario preámbulo teórico de examen de los principios que disciplinan la materia general de las acciones de la sociedad anónima.

Quiero concluir esta introducción con unas palabras de reconocimiento a quienes me han ayudado en la preparación y revisión de este trabajo, los colegas, mi padre Carlos Acedo Toro mi tío Carlos Mendoza y Arminio Borjas; y a mis compañeros del Escritorio Mendoza, Palacios, Borjas, Páez Pumar & Cía., pues mucho de lo que aquí se trata es producto de nuestro ejercicio profesional en sociedad, y entre éllos, al Dr. José Muci Abraham quien se interesó especialmente en la publicación. Creo que también tienen que ver bastante con este trabajo, aun cuando quizá no lo sepan, mi tío Eugenio Mendoza, cuya inquieta e inagotable imaginación mercantil suplió la ocasión de profundizar en varios de los interrogantes que aquí se plantean y el Dr. Andrés Germán Otero quien ayudó a resolverlos en el terreno financiero.

II. *IGUALDAD O DESIGUALDAD DE VALOR NOMINAL DE LAS ACCIONES*

El artículo 292 del Código de Comercio establece que las acciones "deben ser de igual valor y dan a sus tenedores iguales derechos, si los estatutos no disponen otra cosa".

La expresión "si los estatutos no disponen otra cosa" ha sido entendida por algunos autores (1) en el sentido de abarcar únicamente el dispositivo de la igualdad de derechos, pero no el de la igualdad de valores. Dicho en otros términos, el artículo 292 admitiría que los estatutos pueden establecer acciones cuyos respectivos derechos sean desiguales entre sí, pero que, en todo casot, las acciones "*deben* ser de igual valor".

El contenido del ordinal 2º del Art. 293 parece confirmar esta interpretación. Dicha norma ordena que el título de la acción exprese, "el monto del capital social, las preferencias que respectivamente tengan y el monto de las diversas clases". Es decir que el legislador partiría del supuesto de igualdad de valor

(1) VIVANTE. Tratado Derecho Mercantil. Tomo II, Nº 459.

nominal de las acciones ya que al referirse al caso general de igualdad de derechos de las acciones, considera suficiente que se exprese el monto del capital social y el valor nominal o "precio" de cada clase de acciones, pero no exige que se indique el número de acciones que componen aquél, referencia innecesaria si todas las acciones son del mismo valor. Y al referirse a la hipótesis de acciones de diferentes clases, exige que se mencione únicamente, *"el monto del capital social"* y *"el monto de las diversas clases"* con indicación de sus respectivas preferencias. Pero la norma no exige que se mencione expresamente el "precio" o valor nominal atribuído a cada clase de acciones, de lo cual podría concluirse que nuestro legislador presupuso idéntico valor nominal para las diversas clases de acciones. O sea que el legislador consideró innecesario expresar el monto de cada clase de acciones, porque para él, el "precio' 'o valor nominal es siempre el mismo ([2]).

En el mismo sentido, el numeral 4º del Art. 213 ejusdem ordena que el documento constitutivo exprese "el número o valor nominal de las acciones". De modo que si dado el capital social, como exige el numeral 3º del mismo artículo, basta expresar el número o valor nominal, es porque el legislador supuso siempre idéntico el valor de todas las clases de acciones.

Sin embargo, un análisis más detenido de las demás disposiciones legales que rigen la materia, nos lleva a la conclusión contraria.

En efecto, en el mismo orden de ideas, encontramos que el Art. 248 del Código de Comercio, al referirse a constitución de compañías por suscripción pública, exige que el documento indique "el *número* de acciones, su *monto* y sus respectivos derechos", con lo cual cae por su base la tesis de que el legislador exigiría la igualdad de valor de las acciones, ya que *siempre* ordenaba que se mencionara el monto o el valor, pero no, ambas cosas a la vez.

Pero a nuestro juicio, aún dentro del campo limitado de la interpretación gramatical, es el propio Art. 293 del Código de Comercio que enuncia el principio de igualdad de valor de las

([2]) El Art. 292 utiliza la palabra "precio" como sinónimo de valor nominal, lo cual a nuestro juicio no es enteramente correcto, pues los conceptos de precio y valor nominal difieren entre sí.

acciones, el que nos confirma en nuestra opinión de que el legislador, en ningún caso, consideró este principio como de orden público, sino meramente supletorio. En efecto, la frase "si los estatutos no disponen otra cosa" rige como excepción a *todo* el resto del artículo, y no sólo a la parte que se refiere a que las acciones dan iguales derechos.

Si la coma que está después de la palabra "derechos", no estuviera allí sino después del vocablo "valor", entonces sí podría afirmarse que según la interpretación gramatical la excepción final sólo regía a la última proposición del artículo y no al todo. Pero redactado como está la frase, si los estatutos no disponen otra cosa, rige por igual a ambos conceptos, el de igualdad de valor y, el de igualdad de derechos. Es como si el artículo hubiese sido redactado invirtiendo las dos partes separadas por la coma, a saber: "Si los estatutos no disponen otra cosa, (coma) las acciones deben ser de igual valor y dan a sus tenedores iguales derechos".

En nuestro concepto, ésto es lo que dice el artículo, y toda duda desaparece pues queda claro que el artículo prevé que los estatutos pueden disponer de manera diferente, *tanto* respecto a los respectivos derechos de los accionistas, *como* respecto al principio de igualdad de valor nominal.

Por lo demás, aquella interpretación literal que exigiría siempre un idéntico valor nominal para las acciones, no se compadece con el principio de libertad que otorga la misma norma a las estipulaciones de los socios respecto a los diversos derechos que respectivamente puedan tener las diversas clases de acciones. En efecto, si las partes tienen libertad amplia para estipular los derechos de cada grupo de acciones, no se explica la exigencia de mantener el molde de la igualdad en el valor nominal. La circunstancia de que los valores sean los mismos, no tiene mayor sentido si cada clase de acciones posee derechos diferentes.

Dice De Gregorio ([3]) "...a nosotros no nos parece decisivo el argumento sacado del Artículo 165 (concordante con el artículo 293, Nº 2, del Código de Comercio venezolano), el cual

([3]) Tratado de Derecho Comercial, BOLAFFIO, ROCCO, VIVANTE, Tomo 7-II, pág. 35.

al exigir la indicación del monto del capital social y del número y de la suma total de las acciones, presupondría necesariamente que éstas deban ser de igual valor; se puede responder que este artículo no excluye en absoluto que se indique el valor de toda acción singular (como ocurre en la práctica aún siendo las acciones de igual valor —paréntesis del autor DE GREGORIO) y que el argumento antes expuesto (el que hemos denominado interpretación literal o gramatical— paréntesis nuestro) tendría alguna fuerza persuasiva si el Art. 165 (293 Código de Comercio venezolano) hubiese impuesto indicar el capital social y el número de las acciones, puesto que entonces, éstas habrían sido tantas fracciones iguales del primero; pero el mismo quiere también la indicación de la *suma* (monto) de las acciones".

Para el autor citado parece "poco razonable una distinción la cual daría libertad al estatuto de crear profundas desigualdades de disciplina entre las diversas acciones, pero no permitiría en cambio, emitirlas de modo que no todas representen la misma fracción nominal del capital social; sería lícita la coexistencia de una acción "A" que diese derecho a diez votos y de una acción "B" que diese derecho a un voto solo, o de una acción "A" que fuese privilegiada en la distribución de los dividendos y del patrimonio social y de una acción "B" que por la extensión de aquellos privilegios se redujese a un valor bien mísero en comparación a la primera, y no sería en cambio lícita la coexistencia de una acción de valor nominal de 500 liras que diese derecho a cinco votos, y de una acción de 50 liras, que diese derecho a un solo voto".

El argumento es convincente: no tiene sentido la exigencia de igualdad formal de valor nominal de la acción, si el estatuto puede deformar esa supuesta igualdad mediante estipulación de derechos bien diferentes para unas y otras clases de acciones; por lo demás, como bien lo dice DE GREGORIO, las citadas normas del Código, si bien *presuponen* la regla general de igualdad de valores, no *excluyen* la posibilidad de diversa estipulación estatutaria.

Para concluir podemos afirmar, aun cuando por obvio podría silenciarse, que la desigualdad en el valor de las acciones sólo puede proceder de disposiciones estatutarias y que tal desigualdad tiene su razón de ser en la existencia de derechos dife-

rentes para las diversas clases. Añadiremos que la desigualdad es la excepción y la igualdad es la regla.

III. *DESIGUALDAD DE DERECHOS DE LAS DIVERSAS CLASES DE ACCIONES. LIMITES. CARACTERISTICAS FUNDAMENTALES DE LA ACCION Y DERECHOS PROPIOS DEL ACCIONISTA*

La redacción del Art. 292 del Código de Comercio de Venezuela y la del numeral 2º del Art. 293 ejusdem, son suficientemente explícitas para poder afirmar la facultad estatutaria de establecer diferentes derechos para diversas clases de acciones, o como dice la Ley, preferencias entre éllas. En efecto, el Art. 292 permite, como vimos, la estipulación diferencial; el Art. 293 se contrae al caso de las preferencias o derechos diferentes para las respectivas clases y el 248 ordena expresar los "respectivos derechos" de las distintas clases de acciones. La doctrina no ofrece ninguna divergencia y las opiniones sólo pueden diferir en cuanto al grado de libertad.

Una segunda afirmación, igualmente obvia pero que creemos necesario destacar, es que el establecimiento de derechos diferentes, como excepción al principio general de igualdad, debe respetar el carácter de *acción* que el título debe tener y en ningún caso puede despojar a su titular de ciertos derechos inherentes a su condición de accionista. Así jamás podría un estatuto establecer *intereses* en beneficio de una determinada clase de acciones, pues es de la esencia de éstas, la participación (aunque pueda ser desigual) en las utilidades de la compañía; ni podría tampoco disposición estatutaria alguna, privar al accionista de sus derechos de control que ejerce, tanto personalmente, como a través del Comisario.

Fuera de casos extremos como los antes señalados, resulta difícil definir los límites a la libertad de estipulación estatutaria en cuanto a los derechos mínimos que corresponden al accionista por el hecho de serlo. El punto ha sido ampliamente debatido en la doctrina a propósito de las características esenciales de la acción y los derechos propios del accionista. Cada autor ha ensayado un esquema de las características que considera fundamentales de la acción y de los derechos propios del accionista y en muchas ocasiones confunden o superponen unos y otros. En

este trabajo ensayaremos una descripción sumaria de conceptos doctrinarios y dejaremos el análisis de cada estipulación particular para el examen de cada una de las diferentes clases de acciones preferidas que luego estudiaremos en concreto.

Los autores JEAN ESCARRA, EDOUARD ESCARRA Y JEAN RAULT ([4]) distinguen entre las características fundamentales de la acción y los derechos propios del accionista, en forma tan atractiva y clara que amerita una amplia transcripción, siempre más ilustrativa que el ensayo de definiciones y calificaciones propias que podrían resultar arbitrarias o influídas por apreciaciones personales. Dicen los citados autores: "La doctrina contemporánea se ha propuesto, siguiendo a los tribunales, determinar las prerrogativas irreductibles inherentes a la propiedad de la acción".

"La cuestión de los derechos propios de los accionistas no se confunde con el problema de las características de la acción. El criterio de la acción se refiere a las nociones jurídicas por las cuales la acción se distingue, en primer término, frente a otros títulos emitidos por las sociedades de capitales; en segundo lugar frente a otras participaciones sociales".

"Estas características tienen carácter de orden público en el sentido de que se imponen a los fundadores, a la sociedad, a los acreedores sociales, a los accionistas mismos, y en que no puede ser en forma alguna permitido, aún a los interesados, derogarlos, so pena de operar la transformación del derecho en sí mismo, es decir, de llegar a la destrucción misma de la institución".

En párrafos anteriores los autores han descrito las características fundamentales de la acción ([5]) cuya condición jurídica se evidencia por las siguientes prerrogativas que confieren a su tenedor:

I. Prerrogativas de orden pecuniario.

A. Prerrogativas positivas:

1. En el curso de la vida social.
   a. Derecho a los dividendos.

([4]) Traité Theorique et Practique de Droit Commercial, Tomo III, págs. 236 y siguientes.

([5]) Obra y Tomo citados, pág. 245.

b. Derecho preferencial de suscripción.
c. Derecho de disposición.

2. Después de la disolución:
Derecho a la cuota de liquidación ([6]).

B. Prerrogativas de orden negativo: Limitación de responsabilidad.

II Prerrogativas de gobierno: asistencia a las asambleas, derecho de voto, derecho a ser elegido para la administración; derechos de información y de control.

III. Prerrogativas de orden judicial.

Como antes expresamos no es ésta la oportunidad de estudiar cada una de las características o prerrogativas en abstracto, ni de determinar ahora el grado de orden público de cada una de ellas. Ello lo haremos al estudiar las características específicas de cada tipo de acción; bástenos por ahora con señalar la clasificación y continuemos con los derechos propios de los accionistas según las palabras de ESCARRA.

"Los derechos propios de los accionistas se presentan bajo otro aspecto; ellos no se refieren a la naturaleza jurídica del título el cual se tiene por definitivamente adquirido. El problema supone en efecto que no subsista ninguna duda que afecte la naturaleza del título en cuestión. Se trata de saber en qué medida la asamblea general extraordinaria tiene el poder de imponer a los accionistas una modificación de los derechos que a ellos corresponden conforme a los estatutos originales".

"Por derechos propios de los accionistas se entienden aquellas prerrogativas que no pueden ser suprimidas por la ley de la mayoría. El problema de su determinación se presenta con una urgencia creciente cuando leyes sucesivas (en Francia) han aumentado los poderes de la asamblea general extraordinaria de accionistas".

"La noción tiene estrecha relación con las características de

([6]) Los autores hacen una distinción entre el reembolso del valor nominal del título y la vocación a las utilidades o pérdidas de liquidación que no es el caso reproducir aquí.

la acción. La diferencia esencial que existe entre las dos nociones es ésta: el problema de las características esenciales de la acción es un problema permanente, es decir, un problema que se presenta sea al momento de constitución de la sociedad, sea en el curso de la vida social. Este interviene pues en las relaciones del accionista y los fundadores de la sociedad, en las relaciones entre accionistas y los terceros y en las relaciones de los accionistas entre sí".

"La cuestión de los derechos propios de los accionistas no aparece más que en las relaciones de éstos entre sí, puesto que ella pone en juego la extensión de los poderes de la mayoría. Es decir, que prácticamente y abstracción hecha de los conflictos que teóricamente pueden surgir entre un accionista y la asamblea de constitución, esta cuestión no se presentará más que en el curso de la vida social con ocasión de las modificaciones que la asamblea general extraordinaria pueda introducir en el pacto social".

"Así precisada la noción de los derechos propios de los accionistas se refiere a la de las prerrogativas esenciales de la acción, cuando éstas se contemplan desde el punto de vista de las relaciones de su titular en la mayoría de los accionistas".

En Francia esta construcción doctrinal arranca de una ley de 1867 sobre los poderes de la Asamblea de Accionistas y fue formulada en el sentido de que la asamblea al modificar los estatutos, no podía en forma alguna establecer cambios "susceptibles de alterar la sustancia misma del derecho del accionista, es decir, de afectar estas prerrogativas irreductibles sin las cuales el título dejaría de ser una acción y el asociado un accionista".

El resto de la doctrina europea acogió esta doctrina en términos semejantes y el Código Federal Suizo de las Obligaciones le dio consagración legislativa ([7]). Las discusiones ulteriores se refieren no a la validez del principio unánimemente aceptado,

([7]) El Art. 646 dispone: "Los accionistas no pueden ser privados sin su consentimiento de los derechos anejos a su cualidad de asociados. Son considerados derechos adquiridos del accionista aquellos que, en virtud de una disposición legal o estatutaria, no dependen de decisiones de la asamblea general o de la administración, o derivan de la facultad de participar en la asamblea general. Tal es el caso en particular de la calidad de asociado, del derecho de voto, del derecho de atacar una decisión social así como del derecho a los dividendos y a la parte de liquidación". KUNCZ "Les Ensegneiments des recentes lois allemande et suisse sur les societes par actions", citado por ESCARRA, nota a la pág. 266.

"sino a la determinación de las prerrogativas que constituyen los derechos propios de los accionistas". Y en esta materia las disposiciones positivas y los conceptos mismos de orden público difieren en los distintos sistemas.

La teoría institucional de las sociedades anónimas acoge los mismos conceptos basándolos en la naturaleza de la estructura social: "La sociedad anónima semeja a un estado democrático, sujeto como éste a la ley de la mayoría. Por extensos que sean los poderes reconocidos a la mayoría, ciertos límites existen en las dos situaciones. Lo mismo que el poder político debe respetar los derechos del hombre y del ciudadano, de la misma manera la sociedad no puede olvidar los derechos individuales o los derechos propios de los accionistas".

Sea cual fuere el punto de vista que se acoja, resulta evidente a los efectos de nuestro estudio que tanto del concepto de las características fundamentales de la acción como del de los derechos propios del accionista, surgen restricciones básicas a la libertad de estipulación de derechos y obligaciones para las diversas clases de acciones, de los cuales deriva la validez o invalidez de ciertos tipos de acciones comunes o preferidas. O dicho en otros términos, la libertad de estipulación de derechos diferentes para las distintas clases de acciones, está limitada por el respeto a los conceptos de orden público que definen las características fundamentales de la acción y los que configuran el contenido de los derechos propios de los accionistas.

Prohibición de los pactos leoninos y concepto de despojo sustancial.

Otra limitación igualmente importante estrechamente relacionada con la materia estudiada, la encontramos en la prohibición general del llamado pacto leonino que recoge el Art. 1.664 del Código Civil venezolano. Para la doctrina resulta labor imposible definir el carácter de leonino de ciertos pactos, tan difícil como es precisar ciertos sectores del orden público, materia que como dijo una vez el ilustre LORENZO HERRERA MENDOZA, es en última instancia, "cuestión de sensibilidad". En el curso de este trabajo encontraremos algunas aplicaciones de este principio.

A manera de ejemplo podríamos citar ahora, como leonino y por tanto absolutamente nulo, el precepto estatutario por el

cual se concediese a una clase de acciones una parte tan irrisoria de las utilidades que llegue a constituir un verdadero despojo. Así De Gregorio en su comentada obra, Tomo 7-II, pág. 34, establece respecto a los derechos de las distintas acciones, las siguientes limitaciones:

"a. El privilegio no debe por *su naturaleza conducir sustancialmente* a la atribución de todas las utilidades a algunos accionistas"; y cita una casación italiana que admitió la exención de las pérdidas a favor de acciones privilegiadas, sujeto a una limitación de tiempo y cantidad.

b. El privilegio no debe ser concedido de modo que equivalga *"a un despojo sustancial"*.

Para concluir este aspecto de la cuestión recordaremos que el carácter de leonino del pacto no se dispensa por el acuerdo de voluntades, con mayor rigor en el caso de títulos esencialmente trasmisibles como son las acciones.

IV. *DIVERSAS CLASES DE ACCIONISTAS: ACCIONES COMUNES Y ACCIONES PREFERIDAS*

En la práctica la diversidad de derechos toma muchas formas. En ocasiones, los estatutos dividen las acciones en clases o series distinguidas con números o letras o con otras formas de fácil identificación con indicación de los diferentes derechos y obligaciones correspondientes a cada clase o serie, presumiéndose la igualdad en todo lo no expresamente estipulado. Otra forma más corriente y que utilizaremos en este estudio por facilidad de análisis, es distinguir entre las acciones comunes, las cuales constituyen la regla general y cuyos derechos y obligaciones son los que establecen las disposiciones obligatorias y supletorias del Código de Comercio, y las acciones preferidas o de preferencia, para las cuales se establecen reglas diferentes a las de las disposiciones supletorias del Código.

Reconocemos que el término "preferidas" o "de preferencia" no es el más correcto, pues las distinciones no siempre se basan en tratamientos preferentes de las unas versus las otras. En ocasiones la diferencia, que no la preferencia, existe sólo en cuestiones como la expresión distinta del derecho de voto, lo cual

en si no supone preferencia alguna. Es más, en muchos casos las supuestas preferencias son muy limitadas, o en la práctica negativas, si las consideramos desde el punto de vista del contenido económico de los distintos derechos. No obstante, el término preferencia lo utiliza nuestro Código de Comercio; es de uso generalmente aceptado en la doctrina y la jurisprudencia y además práctica corriente en el mundo económico. Por ello lo adoptaremos en este estudio. Utilizaremos el término "acción común" como opuesto por diferente, al de "acción preferida" y aquélla, la común, la definiremos como la acción que tiene todas las características generales y particulares que le son atribuídas por el Código de Comercio.

Lamentamos no encontrar una mejor formulación y tener que incurrir en la audacia de definir, máxime cuando de una vez notamos que la definición propuesta no es enteramente correcta ni comprensiva. En efecto, podemos pensar en acciones comunes que en algo difieran del prototipo del Código (v.g.: derecho de voto) y que, sin embargo, sean comunes por oposición a otras que serían preferidas y cuya característica sería su participación preferente y limitada en el capital y las utilidades de la compañía. No obstante, preferimos nuestro concepto al corriente en el campo económico de que las acciones preferidas son las que tienen una definida y limitada participación en el capital y las utilidades, y que acciones comunes son las que expresan una participación residual que corre ilimitadamente todos los riegos de la sociedad. En nuestro concepto hay otras preferencias que no se reflejan en el concepto económico antes transcrito. Por ello nos limitaremos a decir que acciones preferidas son las que no son comunes; y que por éstas entendemos, a falta de mejor modelo, el prototipo del Código de Comercio, o por lo menos, la especie en concreto que más se le asemeje. Sólo nos queda agregar que dentro de las acciones preferidas pueden coexistir a su vez, distintas clases, cada una con sus respectivos derechos o preferencias. En cambio, aun cuando conceptualmente podrían presentarse algunas variantes, sólo concebimos una clase única de acciones comunes.

Concepto económico de la acción preferida.

Para precisar el concepto económico necesitamos referirnos a dos hipótesis distintas de creación de acciones preferidas.

El primer caso y el cual aparentemente dio lugar al nacimiento de la institución, es el caso de emisión de acciones preferidas de una compañía en dificultades financieras, en el cual los nuevos valores —preferidos— se emiten con el definido propósito de otorgar ciertas ventajas pecuniarias o de control a favor de quienes aportan su capital en especiales circunstancias de riesgo. Entre estas ventajas, consideraciones especiales se da a la preferencia en las utilidades y sobre todo en el caso de liquidación de la compañía, así como se establecen reglas especiales en la elección de los administradores a quienes pueden imponerse determinadas limitaciones en sus facultades. Obsérvese que más consideración se da a la preservación de los derechos del nuevo accionista versus los del anterior, que a la atribución de un rendimiento fijo. Es más, generalmente el rendimiento fijo se estipula sólo como un mínimo de preferencia, teniendo además el accionista preferido derecho a participar, con los accionistas comunes, en el saldo de utilidades, previa deducción del dividendo mínimo garantizado. Dicho en otros términos, en estos casos de verdadera reestructuración de una compañía en dificultades financieras, el establecimiento de la acción preferida tiene por objeto conceder a sus titulares una efectiva vocación preferente a los beneficios y al capital de la empresa, en compensación al riesgo que asumen. Un buen ejemplo lo encontramos en nuestro país en la Venezolana de Inversión, C.A. (VICA), en 1960, cuando un grupo de bancos de Caracas, con la esperanza de sanear a la empresa y de fortalecer a su vez su posición de acreedores, accedió a suscribir una emisión de acciones preferidas, la cual daba a sus tenedores muy especiales ventajas sobre los accionistas comunes. Lamentablemente la compañía terminó en quiebra y todos los accionistas, preferidos y comunes, perdieron la inversión.

Un segundo caso bien distinto del anterior, que ha tenido considerable desarrollo en los países anglosajones y está decididamente influenciado por consideraciones fiscales, es el de la emisión de acciones preferidas de rendimiento fijo, limitado y generalmente acumulativo que está asegurado por un derecho preferente en las utilidades de la empresa y al capital en caso de liquidación, y con poca o ninguna participación efectiva en la administración de la compañía ni en el resto de sus utilidades después de cubierto el dividendo preferido. El éxito de estas emisiones deriva de la solidez de la compañía emisora y de su

comprobada capacidad de producir utilidades de magnitud tal que asegure con creces la participación fija de las acciones preferidas. Los precios de estas acciones son ejemplo de estabilidad y por su contenido económico, rendimiento fijo y estable y su riesgo real casi inexistente, estos valores se asemejan a las obligaciones, con las cuales a veces se las confunde. Así vemos que en el lenguaje corriente se llega al extremo impropio de hablar del "interes" de las acciones preferidas; a que en ciertos estimados de ganancias y pérdidas se deduzca este "interés" como un cargo fijo ([8]).

Demás está decir que en nuestro derecho (Art. 307 del Código de Comercio) lo mismo que en la mayor parte de las legislaciones, hay prohibición absoluta de reconocer intereses a las acciones. El concepto intereses es incompatible con el de acción: la acción sólo tiene derecho a dividendos producidos por utilidades, sea cual fuere la estructura preferida de que se piense. Más adelante habremos de referirnos a ciertas confusiones a que ha dado lugar la identificación del contenido económico de la acción preferida con el del bono o la obligación ([9]). Por los momentos nos limitaremos a señalar su diferencia esencial: la acción preferida, como tal acción, constituye una participación de capital que sólo da derecho a una participación de utilidades cuando las haya y a una cuota en caso de liquidación a prorrata sobre el líquido partible; la obligación por el contrario es un crédito líquido, exigible, predeterminado en su cuantía y productivo de intereses.

Aspecto fiscal.

Las acciones preferidas tienen para el accionista, sobre otros valores de rendimiento fijo como la obligación, la ventaja de que el dividendo, como tal, en Venezuela hasta 1966, estaba exento de impuesto sobre la renta, por lo cual a rendimiento fijo

---

([8]) Una ley especial en Francia ha admitido la estipulación de intereses en favor de cierta categoría de acciones preferidas. ESCARRA, Obra y Tomo citados, Nº 1.078.

([9]) GRAHAM, DODD, COTTLE, Security Analysis, 4ª edición, pág. 375. "Hemos notado antes que *legalmente* las acciones preferidas representan una parte de la propiedad de la compañía, como tal clasificadas en el balance con las acciones comunes. En la práctica del análisis de inversiones, por el contrario, se considera que el típico capital preferido, tiene un derecho más que un interés, por lo cual se le clasifica entre los créditos antes que en la cuenta de capital".

igual, la acción preferida tenía un mejor rendimiento real para su tenedor que el bono o la obligación sobre cuyo rendimiento había que deducir el respectivo impuesto. Aún en países como los Estados Unidos donde no existe exención de impuesto para los dividendos, generalmente la rata de tributación de los dividendos es inferior a la que existe para los intereses de las obligaciones. Este mayor rendimiento real ha hecho especialmente atractiva la acción preferida para las grandes compañías inversionistas que tributan a los más altos niveles ([10]).

Por las mismas razones fiscales, para la compañía emisora es más atractiva la emisión de obligaciones que la de acciones preferidas de rendimiento fijo, puesto que los intereses de aquéllas son cargos fijos deducibles de las utilidades, en tanto que el dividendo fijo de las acciones preferidas, como parte de la utilidad neta que es, en ningún caso sería deducible. GUTHMAN & DOUGAL, obra citada, pág. 166, ilustra claramente el punto: para una compañía que tributa al 50% de sus utilidades, el costo real del dividendo fijo de acciones preferidas al 4% es en realidad 8%, versus el 4% de costo efectivo que pagaría por una emisión de bonos equivalente.

La nueva Ley de Impuesto sobre la Renta que entró en vigencia a partir del 1º de enero de 1967 cambió esta situación al establecer el impuesto sobre dividendos, por lo cual, al estar gravados éstos desaparece la relativa ventaja fiscal que tenían las acciones preferidas sobre las obligaciones para los titulares de aquéllas. Sin embargo, los varios desgravámenes, tarifas y reglas especiales aplicables a ciertos casos de acciones, pueden todavía ofrecer alguna ventaja fiscal en beneficio de las acciones preferidas.

A continuación estudiaremos las distintas clases de acciones preferidas en relación a los derechos que respectivamente confiere la acción a su titular y que podemos ordenar así:

a. Derecho al voto en las asambleas y extensión de ese derecho.

b. Derecho de control a la conducta de los administradores.

c. Derecho a las utilidades; dividendos.

([10]) Corporate Financial Policy - GUTHMAN & DOUGALL - 4ª edición, pág. 299.

d. Derecho a la participación en el capital; suscripción preferente de acciones.

e. Derechos en caso de liquidación.

Otros derechos típicos de la condición de accionistas, generalmente citados por los autores, como la transmisibilidad del título, la responsabilidad limitada, etc., no ameritan análisis separado pues su tratamiento es el mismo para las distintas clases de acciones, sean éstas comunes o preferidas.

Resulta difícil mantener una estricta diferenciación en la práctica entre las diversas categorías de derechos que hemos citado, pues generalmente unas y otras se yuxtaponen. Piénsese por ejemplo, en el efecto que tiene para el derecho a la cuota de liquidación, una determinada disposición estatutaria que establezca un dividendo fijo acumulativo. Por ello seguiremos en líneas generales el esquema propuesto, advirtiendo que en ocasiones nos será imposible seguirlo con todo rigor.

V. *DERECHO DE VOTO*

Lo primero que debemos plantearnos es si el derecho de voto es inherente y fundamental a la condición de accionista; y luego, si ese derecho es susceptible de graduación o diferenciación entre las diversas clases de acciones.

Nuestra legislación, a diferencia de la italiana ([11]) y la francesa ([12]) entre otras, no establece expresamente el derecho al voto como fundamental de la acción, ni prohibe en forma explícita la emisión de acciones sin derecho de voto.

Por el contrario, del contenido del Art. 279 de nuestro Código de Comercio, podría concluirse que nuestro legislador previó la posibilidad de acciones sin derecho a voto. El citado artículo establece el derecho del accionista a "ser convocado a su costa por carta certificada, haciendo elección de domicilio y depositando en la Caja de la compañía el *número de acciones necesario para tener voto* en la asamblea".

([11]) DE GREGORIO, obra citada.

([12]) ESCARRA. Traité Theorique et Practique de Droit Commercial, Tomo III, pág. 270.

Se ha pretendido que esta mención incidental al derecho de convocatoria presonal, presupone la existencia de acciones sin derecho a voto y por lo tanto, la validez de la disposición estatutaria que excluya del voto a una determinada clase o número de acciones, puesto que prevé que cierto número de acciones, por sí no son suficientes para ejercer el derecho.

A nuestro entender ésta no es la interpretación gramatical ni lógica de la norma transcrita. En efecto, ella se limita a asentar un mínimo número de acciones para ejercer el derecho de voto en la asamblea, disposición perfectamente compatible con el reconocimiento del derecho de voto para todos los accionistas. En efecto, en la hipótesis del artículo 279, podría afirmarse con la misma o mejor razón, que la interpretación correcta es que cada acción tendría derecho a una fracción de voto, para que, reunido el número mínimo, el derecho de voto se exprese por el conjunto de acciones requerido como tal mínimo. En consecuencia el Art. 279 no puede interpretarse como un reconocimiento del legislador a la eventual existencia de acciones sin derecho de voto.

Solución doctrinaria.

La ausencia de disposiciones expresas en nuestra legislación nos obliga a examinar la doctrina existente. Tendremos que plantear el problema de si el derecho de voto es inherente a la condición de accionista y si por tanto, su negativa desvirtuaría la naturaleza del título acción.

Poco nos ayuda el examen de la doctrina existente porque en cada país el problema se ha planteado sobre la base de expresas disposiciones legales. Así, la doctrina francesa y la italiana, consideran el derecho de voto como inherente a la condición de accionista y por lo tanto niegan la existencia de acciones sin derecho al voto, pero ambas se basan en expresas disposiciones legales que prohiben la exclusión del derecho de voto a cualquier clase o categoría de acciones. La doctrina suiza del Código Federal de las Obligaciones, recoge la tesis prevalente de los derechos inherentes a la condición de accionista, y entre estos derechos señala explícitamente el derecho de voto ([13]).

([13]) Art. 646 del Código Federal Suizo de las Obligaciones, citado por ESCARRA, Tomo III, pág. 266.

Vimos con anterioridad que el autor ESCARRA sostiene que si bien la doctrina en general concuerda con el principio de la existencia de los derechos fundamentales, inherentes a la condición de accionista, las diferencias se presentan respecto al contenido de estos derechos; y que, ese contenido a su vez está determinado por la legislación positiva, a cuyo efecto cita precisamente como ejemplo, el derecho de voto, el que dice es exigido como fundamental en unas legislaciones y admitido como facultativo en otras.

En favor de la tesis a la cual nos adherimos, de que el derecho de voto es inherente a la condición de accionista, no encontramos sino un argumento doctrinario derivado de la apreciación de la entidad e importancia del derecho al voto, como expresión única que es de la voluntad del socio individual en la estructura y funcionamiento del ente social. El voto es, a nuestro juicio, la más elemental y básica expresión de voluntad del socio y negarlo supone excluir a ese socio de su capacidad de decisión de las cuestiones sociales. La negativa al derecho de decisión es contraria a la condición de socio en su más amplio sentido y sólo es admitida por la ley en forma estrictamente excepcional, como es el caso del socio comanditario. A nuestro juicio, esta excepción única confirma la regla general: es inherente a la condición de socio —accionista— su intervención, directa o indirecta en la gestión de las cosas comunes; y esa intervención, en la sociedad anónima, se materializa en el derecho de voto. Creemos que esta noción del derecho fundamental del socio a participar en la decisión del destino de las cosas sociales la recogen las disposiciones de los artículos 1.663, 1.665, 1.666, 1.667 y 1.668, del Código Civil sobre el contrato de sociedad, las cuales por su redacción suponen en forma que no deja lugar a dudas, que todas las cuestiones relativas a la administración tienen como base las decisiones de los socios o los mandatos que recíprocamente se hayan otorgado, los cuales a su vez, son también decisiones de los socios. Nuestro sistema legal establece que de los socios parten todas las decisiones relativas al destino y administración de la cosa común y aun cuando prohibe (Art. 1.669 a los no administradores, inmiscuirse en la administración, lo hace porque en los artículos anteriores (1.665, 1.666 y 1.667) previó que las facultades de aquéllos fueran predeterminadas

por éstos, los socios, en el documento constitutivo o por acto a posteriori.

El Código Civil reglamenta el contrato de sociedad en general y la ley mercantil es especial respecto a aquél. Por ello las normas de la sociedad civil rigen en lo mercantil en tanto ésta no establezca reglas distintas a la general. A mayor abundamiento el Art. 200 del Código de Comercio, ordena expresamente aplicar también las disposiciones del Código Civil en materia de sociedades.

Nada encontramos en la ley especial —Código de Comercio— que establezca principios distintos a los adoptados por el Código Civil en relación a los derechos fundamentales de los socios de estatuir reglas de administración de las cuales dimanan todas las facultades de los administradores, derechos que, a nuestro juicio, son fundamentales e inherentes a la condición de socio. El regimen de administración previsto en el Código de Comercio supone esa expresión de voluntad colectiva y universal a través del ejercicio del derecho de voto. Ninguna disposición del Código de Comercio admite la posibilidad de que algún accionista no tenga per sé, ni sea privado de ese derecho, y por el contrario, todas las disposiciones referentes al voto suponen que éste es ejercido por la totalidad de los accionistas. El Art. 285 del Código de Comercio y los demás relativos al ejercicio del voto, se refieren siempre a una mayoría aritmética, la mitad, los dos tercios, etc., del *total* de las acciones o del *total* del capital social; en ningún caso dice nuestro legislador, la mayoría, la mitad o el tercio de las acciones con derecho al voto, o expresión similar.

Por lo tanto concluímos que el derecho al voto en la compañía anónima es fundamental a la acción e inherente a la condición de accionista, por constituir la expresión de voluntad básica del socio sobre la cual se construye toda la estructura social y que, sólo una disposición legal expresa, podría hacer admisible la tesis contraria. Recuérdese que ESCARRA nos enseña que hay legislaciones que *admiten* acciones sin derecho de voto, de lo cual puede concluirse que, a juicio de tan ilustre autor, la existencia de acciones sin voto requiere una *admisión* del legislador, o sea que, a falta del precepto permisivo, como es el caso de la legislación venezolana, es inadmisible el concepto de una acción despojada del derecho al voto.

Extensión del derecho de voto.

Aún la más estricta doctrina que considera el voto como inherente a la condición de accionista, reconoce que el derecho de voto es susceptible de graduación y que no necesariamente el voto debe ser igual entre las diversas clases de acciones.

BOLAFFIO, ROCCO, VIVANTE en la obra citada (Tomo 6, II, p. 40), nos dicen que aun cuando el Art. 164 del Código de Comercio Italiano objeto del comentario, establece el derecho del voto para todo accionista, la ley no exige que ese derecho de voto sea igual para todos los accionistas. En sus palabras, "todo accionista debe tener derecho de voto, pero no se halla establecida rigurosamente la proporción respecto a las acciones". En nuestro sistema, la solución es aún más clara puesto que la legislación no exige expresamente el derecho de voto como inherente a la condición de accionista, sino que éste es una construcción doctrinaria; y como hemos visto, el ordinal 2º del Art. 293 del Código de Comercio admite diversos derechos para las distintas clases de acciones, por lo cual hemos de concluir, como lo ha hecho la doctrina italiana, en que, si bien el derecho de voto en general corresponde a todo accionista, este derecho puede ser reconocido en grado o en forma diferente a las diversas clases de acciones. Creemos que la justificación de diversos derechos de voto se basa en la existencia de diversas clases de acciones. El interés que, por decirlo así, tenga cada clase de accionista en la sociedad de acuerdo con sus respectivos derechos, justifica que el derecho de voto se ejerza también en grado o forma diferente.

Así es perfectamente admisible que ciertas acciones preferidas (o comunes, según los casos) tengan varios votos por unidad, respecto a las que no lo son; o que, acciones de distinto valor nominal tengan la misma unidad de voto aun cuando representen distintas participaciones de capital.

Voto múltiple.

La forma más común de expresión de esta desigualdad numérica, es la de las llamadas acciones de voto múltiple, admitidas hoy, aun cuando con reservas, en casi todos los sistemas legales. En definitiva el voto múltiple es una forma válida de establecer derechos distintos para diferentes clases de acciones, con-

forme lo permiten los artículos 292 y 293 del Código de Comercio, sin llegar al extremo de afectar la existencia del derecho en sí, como lo prohibe la doctrina que comentamos y a la cual nos adherimos.

Sin embargo, un límite ha de tener la multiplicidad de voto: DE GREGORIO en la obra tantas veces comentada ([14]), nos lo señala: "Pero la ley presupone también que el establecimiento social sea gobernado según el principio del predominio de la *mayoría sustancial, no formal* de acciones. Se ha observado justamente que no se admitiría un vínculo en la elección de los administradores que contriñese a elegir o mantener en el cargo a aquéllos que no tengan la confianza de la mayoría expresada; ahora bien, un ilimitado reconocimiento de la facultad de multiplicar los votos de cada acción singular, equivaldría al desconocimiento del principio indicado". "...en el sistema del voto mútiple cuando fuese aplicado *sin límites,* una minoría podría asegurarse para siempre el dominio de la sociedad. Hemos dicho *sin límites,* puesto que nos adherimos a su tesis que, sin desconocer *a priori* la legalidad de la emisión de acciones de voto múltiple, la subordina a la condición de que no se viole con ella el principio por el cual la voluntad social no debe ser expresada por una minoría".

Coincidimos en un todo con la tesis transcrita que además está avalada con jurisprudencia italiana citada en el texto. Nada más podríamos agregar nosotros como no sea destacar el contenido particularmente discrecional del concepto de *mayoría sustancial* más que mayoría formal de las acciones; e insistir en la identidad de estos conceptos con los que expusimos anteriormente sobre los límites que imponen a la libertad de estipulación, la prohibición de pactos leoninos y la necesidad de mantener en todo caso los derechos fundamentales inherentes a la condición de accionista.

Voto calificado.

También podría pensarse que la diferencia en el voto se exprese por materias o en la forma de elección de determinados administradores.

([14]) Derecho Comercial, Tomo 6-II, pág. 40.

Así es corriente que se estipule en los estatutos que las modificaciones que se establezcan a los respectivos derechos de cada clase de acciones deben ser aprobadas por la mayoría de cada uno de ellas, ya que tales constituyen verdaderos derechos adquiridos no susceptibles de modificación, sin el consentimiento de los accionistas afectados. De no ser así, los derechos fundamentales y originarios de los accionistas privilegiados minoritarios, estarían a merced de la mayoría de acciones comunes, la cual podría llegar hasta despojarlos de aquellos derechos preferentes que fueron precisamente la razón de ser de la emisión de las acciones preferidas.

Respecto a la extensión del derecho de voto en cuanto a las materias de que puede ser objeto, consecuentes con el carácter fundamental que atribuímos al voto, consideramos que todos los accionistas deben tener derecho al voto en todas las cuestiones fundamentales de la sociedad, como serían, por ejemplo, la elección de los comisarios y la aprobación de las cuentas de los administradores.

En cuanto a la elección de los administradores, creemos que todos los accionistas deben tener algún derecho de voto, pero que se admite generalmente y a nuestro juicio con plena justificación, el que los votos de las distintas clases de acciones elijan diversos funcionarios. Así es válido estipular que cierta clase de acciones elija un número de administradores y las demás otros diferentes. No creemos que en esa forma se viole ningún concepto de orden público ni se afecte ningún derecho inherente o propio de la condición de accionista.

En síntesis, concluimos que el derecho de voto es inherente a la condición de accionista y no puede ser excluído para ninguna categoría de acciones, pero es susceptible de graduación cuantitativa o cualitativa, dentro de los límites exigidos por la doctrina; o sea, que se respete el derecho fundamental del accionista y que se mantenga el principio de gobierno de la sociedad por la mayoría sustancial de sus accionistas.

VI. *DERECHOS DE CONTROL DE LA CONDUCTA DE LOS ADMINISTRADORES*

Los derechos de control de los accionistas a la conducta de los administradores podemos resumirlos así:

a. Derecho a elegir comisario y ejercer a través de ese funcionario las facultades de control y verificación que la ley le confiere.

b. Derecho de votar en las deliberaciones acerca de la cuenta de los administradores. (Esta materia se yuxtapone a la más amplia del derechc de voto analizada antes, pero por su carácter de control a posteriori de la conducta de la administración de los asuntos sociales, la incluímos en este acápite).

c. Derecho a inspeccionar los libros de actas de asambleas y de registro de accionistas.

d. Derecho a ejercer las acciones que la ley concede a los accionistas en casos de desacuerdo con determinadas decisiones de la asamblea o de los administradores y en los casos de irregularidades en la conducta de éstos.

Estas normas son de estricto orden público y como tales no son susceptibles de relajamiento por acuerdo entre las partes ni por disposiciones estatutarias. Los preceptos enunciados recogen el mínimo de protección a las minorías, generalmente criticadas por insuficientes en nuestro sistema, por lo cual huelga cualquier otro comentario que no sea el simple enunciado del estricto carácter de orden público que caracteriza este régimen. En consecuencia ninguna estipulación de preferencia puede alterar en forma alguna estos derechos de control y serían nulas y sin efecto las disposiciones estatutarias que los afectaren.

VII. *DERECHO A LAS UTILIDADES - DIVIDENDOS*

Las diferencias más marcadas y las características más interesantes en la práctica, las encontramos en la participación de las acciones preferidas en las utilidades de la compañía. Las más variadas fórmulas se han desarrollado en este campo y las combinaciones más diversas de unas y otras, contribuyen a dificultar un análisis coherente. No obstante podemos hacer la siguiente clasificación básica:

A. Acciones preferidas con participación preferente e ilimitada en las utilidades.

B. Acciones preferidas con participación preferente, fija pero limitada en las utilidades.

En este último grupo distinguiremos entre:

1. Acciones preferidas con derecho a dividendos no acumulativos.

2. Acciones preferidas con derecho a dividendos acumulativos.

A. *Acciones preferidas con participación preferente e ilimitada en las utilidades.*

En la primera parte de este trabajo mencionamos este tipo de acciones. Generalmente los estatutos, le acuerdan derecho a un dividendo fijo y acumulativo expresado en un porciento de su valor nominal, el cual se paga de las utilidades líquidas, en primer término y con preferencia a cualquier dividendo a las acciones comunes; y luego de apartado un dividendo igual para las acciones comunes, las preferidas participan junto con aquéllas en el saldo de las utilidades sociales, en proporción a sus respectivos valores nominales.

Desde el punto de vista jurídico ninguna dificultad ofrece esta clase de acciones ([15]). Estas preferencias se ofrecen en los casos antes ilustrados de compañías en dificultades financieras, como estímulo a la suscripción de nuevo capital. En estos casos el capital preferido, por los amplios derechos que se le conceden, se convierte de hecho en el factor más importante de la empresa y las antiguas acciones comunes pasan a tener un carácter residual de capital de segunda categoría, donde se concentra el máximo riesgo económico de la empresa. Las primeras acciones preferidas conocidas fueron de este tipo y se originaron con las dificultades financieras de las compañías de transporte de Inglaterra en el siglo XVIII ([16]).

([15]) Los problemas jurídicos que pueden surgir son respecto al derecho preferente a la parte de dividendo fijo preferido, los cuales por ser comunes, serán tratados específicamente al referirnos más adelante a las acciones preferidas de dividendo fijo acumulativo.

([16]) GEORGE H. EVANS JR., British Corporation Finance: 1775-1850, citado por GUTHMAN and DOUGALL, Corporate Financial Policy, 4ª Edición, Nota 1, pág. 147.

B. *Acciones preferidas con participación fija preferente y limitada en las utilidades.*

Esta es la forma más corriente de acciones preferidas por lo cual, cuando se usa el término "acción preferida" sin más determinaciones, la referencia es siempre a acciones preferidas de dividendo fijo preferente.

Como se explicó al principio, desde el punto de vista financiero, que no jurídico, estas acciones constituyen una especie de "híbrido" entre la acción y la obligación ([17]) y como forma de inversión son consideradas conjuntamente con las obligaciones entre los valores de rendimiento fijo por oposición a las acciones comunes que son de rendimiento esencialmente variable. Muchas acciones preferidas de compañías estables y exitosas se cotizan a la par de obligaciones de rendimiento semejante y se considera en general, que su rendimiento y valor de mercado están asegurados por la capacidad de ganancia de la empresa emisora. Sin embargo, debemos guardarnos de estas analogías, pues los derechos que las acciones preferidas otorgan a sus tenedores por preferente y acumulativos que éstos sean, en ningún caso constituyen créditos líquidos ni exigibles contra la compañía emitente, sino que por el contrario, tales derechos están subordinados a la existencia de utilidades y a la supervivencia del capital social. Como señala el mismo autor BELLEMORE al destacar los méritos de ciertas acciones preferidas de indudable fortaleza, otro título de características financieras menos sólidas, puede llegar a tener en tiempos adversos todos los inconvenientes y riesgos de la acción común, sin tener las ventajas de la obligación.

La participación en las utilidades que corresponde a las acciones preferidas de rendimiento fijo se expresa en una cifra de dividendo que debe ser pagado en caso de existir utilidades. Una vez satisfecho el dividendo fijo, el resto de las utilidades corresponde íntegramente a las acciones comunes.

De una vez debemos advertir que el derecho al dividendo sólo nace cuando hay utilidades y se hace exigible cuando ha sido decretado por los administradores o por la asamblea si fue-

([17]) DOUGLAS H. BELLEMORE, Investments, Principles and Analysis, 2ª edición, pág. 167.

re éste el caso, conforme a los estatutos sociales. Entre estas acciones pasaremos a distinguir entre las que otorgan el derecho al dividendo fijo en forma acumulativa o no. La cuestión referente a su participación en el capital social la analizaremos al tratar este punto más adelante.

Acciones preferidas con dividendo fijo no acumulativo.

En las acciones preferidas con dividendo fijo, no acumulativo, éste se computa separadamente cada año y está condicionado a que en el respectivo ejercicio se hayan producido utilidades suficientes para cancelarlo. Si no ha habido utilidades o las producidas son insuficientes para cubrir el dividendo fijo, ningún derecho se acumula para futuros ejercicios. Dicho en otros términos: el derecho al dividendo está condicionado a la existencia de utilidades *en cada ejercicio*. Como puede fácilmente apreciarse esta es una de las especies más débiles de acciones preferidas y su emisión sólo puede concebirse en los casos extremos de empresas financieras muy poderosas y estables en las cuales tradicionalmente se ha venido pagando el dividendo durante muchos años, o en el caso opuesto de reorganización de empresas en graves dificultades económicas, en las cuales se entregan estos títulos a acreedores u otros accionistas, en la esperanza de que con el tiempo pueda regularizarse el dividendo.

Condiciones y oportunidad del derecho al dividendo de acciones preferidas no acumulativas.

En general el dividendo se causa cuando se han producido utilidades líquidas y recaudadas, hasta concurrencia del monto del dividendo estipulado. Sin embargo, surge la duda de si el dividendo se causa sólo por la ocurrencia de las utilidades o si está sujeto a la decisión de pagarlo; es decir, si está condicionado al decreto de los administradores o de la asamblea ordenando el pago. En el caso de las acciones preferidas con dividendo no acumulativo, la cuestión es de gran interés pues como el dividendo no se acumula, si éste no es *decretado* en un ejercicio en el cual se produjeron utilidades, el accionista podría perder para siempre su derecho a percibir el dividendo fijo no acumulativo correspondiente al período.

En la jurisprudencia de la Corte Suprema de los Estados

Unidos se planteó el caso ([18]) de una compañía que produjo en un determinado ejercicio, utilidades para cubrir el dividendo fijo de acciones preferidas no acumulativas, pero en el cual la Junta Directiva no decretó el pago del dividendo por razones de extrema iliquidez de la compañía. La Corte decidió que el dividendo como tal está doblemente condicionado a la existencia de utilidades y al decreto ordenando el pago de los dividendos. Como las acciones no eran acumulativas, el accionista perdió su derecho al dividendo al no producirse el decreto correspondiente al pago.

En un caso anterior semejante, la Corte Suprema del Estado de New Jersey ([19]) había decidido que el accionista no perdía el dividendo correspondiente a un período en el cual se produjeron utilidades suficientes para cubrirlo, sino que el derecho a percibirlos se acumulaba al de ejercicios posteriores y se hacía exigible con el decreto del órgano social correspondiente, al permitirlo la situación de la compañía. Es decir, que aun cuando en este caso los dividendos no son acumulativos conforme al estatuto social, el dividendo sí se acumula en los períodos en que se produjeron utilidades suficientes para cubrirlo y se hace pagadero al decretarlo la administración, cuando la situación de la compañía lo permita.

Nos parece más equitativa esta última solución y más cónsona con nuestro sistema legal. En efecto, en el caso de dividendos *no acumulativos, habiéndose producido utilidades*, la decisión de pagarlos o no, sería una *condición* para la *existencia* misma del dividendo en un determinado período. Condición en el más estricto sentido del Art. 1.197 del Código Civil, pues de no producirse el decreto de dividendos en el año en el cual se produjeron las utilidades, el dividendo jamás sería exigible por no ser acumulativo. Esta condición dependería de la sola voluntad del ente social, el obligado, y por lo tanto es nula y se reputa no escrita conforme a las previsiones del Art. 1.212 del Código Civil. (Caso muy distinto que veremos luego es cuando el dividendo es acumulativo, pues aquí su existencia no depende de

([18]) Wabash Railroad Company et al vs Barday et all - 280 U.S. 197 (1930), citado por GUTHMAN and DOUGLALL, Corporate Financial Policy, 4ª edición, pág. 151.

([19]) MORAN vs. U.S. Cast Iron Pipe and Foundry Co. 95 N.J. Eg. 389-1923, citado por GUTHMAN y DOUGALL, obra citada, pág. 152.

la voluntad de la compañía emitente; la decisión del ente social, en este caso afecta la exigibilidad del dividendo, no su existencia, pues en todo caso éste se acumula al de períodos posteriores). En fuerza de estos principios habría que concluir que en el caso de dividendos no acumulativos no podría tener valor la estipulación estatutaria que subordine la existencia del dividendo en un período en que se produjeron utilidades, a la decisión de los administradores de pagarlos o no; la capacidad de decisión de éstos se limita al establecimiento del término de exigibilidad.

En síntesis: los dividendos no acumulativos se deben sólo en caso en que en un ejercicio determinado haya utilidades suficientes para pagarlos y su exigibilidad está subordinada a que el dividendo haya sido decretado por el órgano social competente. En los períodos en que no haya utilidades suficientes, el accionista no tiene derecho al dividendo; si las utilidades se produjeron en un determinado ejercicio y la sociedad se abstuviere de decretar el pago del dividendo, el accionista adquirió el derecho a percibirlo y le será pagado cuando las condiciones de la empresa lo permitan y así lo ordene el órgano social competente.

Acciones preferidas de dividendo fijo acumulativo.

Si en un ejercicio cualquiera las utilidades fueren insuficientes para cubrir el dividendo fijo, éste o la parte que quedare por cancelar, se acumulará en los años sucesivos y se pagará al producirse utilidades suficientes para cubrirlo, con preferencia a cualquier dividendo a las acciones comunes.

El derecho al dividendo fijo acumulativo está así perfectamente protegido en los estatutos y llega a ser de fundamental interés para los accionistas comunes, que el dividendo a las acciones preferidas se pague puntualmente en su totalidad, pues sólo entonces es cuando nace para las comunes el derecho al propio dividendo.

De no producirse jamás utilidades, o de ser insuficientes las existentes, la parte de dividendos acumulados y no ganados ni pagados, acrece a la cuota de liquidación de las acciones preferidas. Debe notarse que por estricta aplicación de la regla del

artículo 307 del Código de Comercio que limita el pago de dividendos a las utilidades líquidas y recaudadas, el derecho a percibir los supuestos dividendos no ganados, no es tal derecho a dividendos, puesto que éstos se conciben sólo en caso de utilidades, sino que constituye un derecho a una especial cuota de liquidación, la cual sería igual al valor nominal de las acciones preferidas más una suma *equivalente* al monto de los dividendos no ganados. Dicho en otros términos: el derecho a percibir el dividendo fijo acumulativo es un derecho a las utilidades en la medida en que éstas se produzcan durante la vida de la sociedad; y llegada la disolución de ésta, la parte del supuesto dividendo acumulado por el transcurso del tiempo, pero no ganado, se convierte en una cuota adicional de liquidación que se pagará con cargo a la participación de las acciones comunes en el saldo de liquidación ([20]).

La prohibición de pago de dividendos que no provengan de utilidades líquidas y recaudadas, es absoluta y se aplica con el mismo rigor tanto a las acciones preferidas como a las comunes. Sin embargo, por la característica de la acumulación, las acciones preferidas, cuando no hay utilidades líquidas y recaudadas, van desarrollando con el transcurso del tiempo una vocación especial creciente a las utilidades futuras, y a falta de éstas, al propio capital de la compañía, por lo cual puede llegar a hacer desaparecer en la práctica el valor real de las acciones comunes ([21]).

La cláusula de acumulación del dividendo preferido hace especialmente sólida esta clase de valores y explica la amplia aceptación que estos han tenido. Se necesitaría una catástrofe financiera para que esta clase de acciones dejara de percibir a la larga el dividendo preferido el cual está garantizado tanto por la capacidad de ganancia de la empresa como por el capital social, sobre el cual tiene prioridad tanto para satisfacer el monto de los dividendos acumulados como el valor nominal del título.

([20]) El autor ANDRE MOREAU "La Societé Anonyme Traité Practique", 2ª edición, Tomo I, pág. 57, cita casación francesa de aplicación de los principios expuestos (Caso 7 de noviembre de 1899 y otros hasta 1938).

[21]) Los autores GUTHMAN y DOUGALL en su obra citada, pág. 148, mencionan el caso de una compañía, Rutland Railroad Company, cuyo capital preferido llegó a acumular el 457% del valor nominal de las acciones.

Exigibilidad del dividendo de las acciones preferidas de rendimiento fijo y acumulativo.

El dividendo correspondiente a estas acciones preferidas se gana y se hace exigible en la misma forma que se ganan y hacen exigibles los dividendos en general. Las circunstancias especiales de ciertas acciones preferidas obligan a ampliar un poco aquellos principios generales, perc siempre serán éstos los que nos darán las normas aplicables a cada caso.

1. *Existencia de utilidades líquidas y recaudadas.*

Tal como lo exige el artículo 307 del Código de Comercio. Como antes dijimos ésta es una regla que no tiene excepción y de la cual derivan dos interesantes aplicaciones en el campo de las acciones preferidas, a saber:

a. La existencia de utilidades líquidas y recaudadas para el pago de dividendo a las acciones comunes debe entenderse después de satisfechos en su totalidad los dividendos acumulados a las acciones preferidas de dividendo fijo acumulativo. Esta regla generalmente explícita en los estatutos deriva necesariamente del carácter preferente del dividendo preferido.

b. Los dividendos acumulados y no pagados, si en definitiva no llegaran a producirse utilidades para cubrirlos, acrecen y forman parte de la cuota de liquidación; en ningún caso pueden devengarse en concepto de dividendo, pues este presupone la existencia de una utilidad.

Es necesario además que la utilidad con cargo a la cual se decreta el respectivo dividendo, sea líquida y recaudada conforme al último balance aprobado por la asamblea anual. Debe señalarse que la doctrina requiere además que el balance sea el de fin de ejercicio de la sociedad, no admitiéndose la posibilidad de balances ad hoc, con una fecha de cierre anterior a la terminación del ejercicio anual, aun cuando tal procedimiento sea sancionado por la asamblea ([22]).

([22]) BOLAFFIO, ROCCO, VIVANTE, obra citada, Tomo 7-II, pág. 84, basados en que la utilidad anual es un concepto unitario y que aquélla no puede determinarse hasta el último día del ejercicio.

2. *Decreto de la Administración.*

Para que se haga exigible el dividendo es además necesario que éste sea especialmente acordado por el órgano social correspondiente: la asamblea de accionistas o los administradores, según dispongan los estatutos. A falta de disposición expresa, el decreto de dividendos compete a la administración, pero como vimos, la decisión debe tomarse sobre la base del último balance aprobado por la asamblea.

Podría argüirse que en el caso de los dividendos correspondientes a las acciones preferidas, cuyo monto está fijado en los estatutos, bastaría la existencia de las utilidades para hacer exigible el dividendo, puesto que ninguna decisión tiene que hacer la administración respecto a su cuantía.

A esta consideración formal de orden estatutaria se agrega el hecho de que en la medida en que se posponga el pago del dividendo, el perjuicio que se causa a las acciones preferidas por el retardo, puede resultar en un beneficio para las acciones comunes, puesto que las acciones comunes sí se pueden beneficiar por la posposición del dividendo cuando el capital representado por el dividendo retenido, por llamarlo así, puede producir utilidades adicionales que a la larga benefician a las acciones comunes, pero no a las preferidas limitadas a un determinado porcentaje.

El argumento no es correcto sino parcialmente. En efecto, en primer lugar, como lo señala unánimemente la doctrina y lo acoge la jurisprudencia universal, el dividendo por naturaleza requiere una decisión de la administración, la cual depende no sólo de la existencia de las utilidades sino también de la situación de liquidez de la compañía y de cualesquiera otras circunstancias que puedan afectar la buena marcha de la sociedad.

En cuanto al segundo argumento de que la demora en el pago del dividendo a las acciones preferidas perjudica a éstas en beneficio de las comunes, se observa que si la tardanza del pago del dividendo se debe a razones de iliquidez u otras causas que incidan en la buena marcha de la empresa, el perjuicio o beneficio que la decisión produzca en la empresa en sí, afecta tanto a las acciones comunes como a las preferidas, puesto que

de su acierto dependerá tanto la capacidad de ganancia de la empresa, como la supervivencia misma del capital social, en los cuales todos tienen interés. De lo expuesto deriva una norma de prudencia de conducta de los administradores y es que la demora del pago del dividendo ganado por las acciones preferidas, sólo puede derivar de razones de liquidez u otras que afecten seriamente las condiciones económicas de la empresa en el futuro, o la supervivencia del capital social, pero no el puro anhelo de aumentar las ganancias o los volúmenes de operación; pues como bien se ha señalado, pasados ciertos límites, el ulterior incremento de las utilidades sociales sólo beneficiará a las acciones comunes.

3. *Existencia de utilidades líquidas, después de compensadas todas las pérdidas.*

No debe haber duda de que ningún dividendo puede pagarse sino después de cubiertas todas las pérdidas de ejercicios anteriores. Así lo exige el estricto orden público que inspira numerosas disposiciones legales referentes a la preservación del capital social. Es inadmisible que puedan utilizarse parte de los recursos sociales para cubrir un dividendo, cuando la ley con toda severidad impone una determinada conducta a los administradores y socios para cubrir las pérdidas de capital más allá de cierto límite y les obliga a mantener y no distribuir, una reserva legal creada por la ley con el producto de utilidades para protección adicional de los terceros.

Protecciones especiales en caso de no pago de dividendos acumulados.

En los Estados Unidos, donde es admisible que acciones preferidas no tengan derecho de voto, generalmente se estipulan ciertas sanciones y protecciones en caso de no pago de dividendos durante ciertos períodos. Uno de los más conocidos es darle a los accionistas preferidos el derecho a elegir cierto número adicional de administradores que represente sus intereses específicos. La Bolsa de Valores de Nueva York (New York Stock Echange) no admite desde 1940, la cotización de acciones preferidas a las cuales después de pasar 6 períodos trimestrales sin

dividendos, no se les reconozca un determinado derecho de voto para la elección de por lo menos dos administradores ([23]).

En otros sistemas estatutarios se puede contemplar el derecho de los accionistas preferidos a exigir una determinada conducta de los administradores en cuanto al mantenimiento de ciertas relaciones de solvencia o de liquidez y aún el derecho a exigir la liquidación de la compañía si se violan aquellas disposiciones. Desde luego que todas estas materias deben ser objeto de estipulación estatutaria.

En nuestra legislación no hay tales protecciones específicas para los accionistas preferidos, como no sean las reglas que derivan de la aplicación de los principios generales que hemos analizado. Por eso es de recomendar que algunas de estas medidas precautelativas sean incorporadas al régimen estatutario de las acciones preferidas, cuando el caso lo amerite.

VIII. *DERECHO A LA PARTICIPACION EN EL CAPITAL SOCIAL*

Creemos necesario dividir este capítulo en dos partes:

A. El derecho del accionista a la participación en el capital social en vida de la compañía.

B. El derecho a la liquidación.

A. *Participación en el capital social durante la vida de la compañía.*

El derecho fundamental del accionista es el de su participación fraccionaria en el capital social, del cual derivan los derechos a participar en las utilidades, el de voto y los demás que hemos mencionado en el curso de este trabajo, por lo cual difícilmente podremos hacer de este derecho una categoría especial al estudiar las características diferenciales entre acciones comunes y preferidas. Sin embargo, hay dos puntos sobre los cuales

([23]) GUTHMANN and DOUGALL - Corporate Financial Policy, 4ª edición, pág. 156.

pueden presentarse diferencias que ameritan una consideración especial.

1. El derecho preferente a suscribir nuevas acciones en caso de aumento del capital social.
2. El derecho de redención de acciones preferidas.

Derechos a suscripción preferente de aumentos del capital social.

Este derecho se refiere a las preferencias que los accionistas puedan tener sobre terceros para suscribir cualquier aumento del capital social. La preferencia se justifica en la condición de socio que corresponde al accionista y cuyo derecho y participación repectivos pueden ser afectados por la emisión de nuevas acciones, en la medida en que ésta modifica la estructura del capital y la respectiva participación de cada clase de acciones en el ente social.

Este derecho no está expresamente consagrado en la ley y deriva generalmente de expresa disposiciones estatutarias.

Cuando el derecho de suscripción preferente o de preempción como lo han llamado algunos autores, está expresamente consagrado en los estatutos, no ofrece mayores dificultades doctrinarias, pues serán las mismas disposiciones estatutarias las que determinarán su contenido y alcance.

Gran interés en cambio ofrece la materia en caso de silencio de los estatutos. La doctrina está ampliamente dividida en la materia. Muchos autores consideran que a falta de disposición estatutaria no existe tal derecho de suscripción preferente sino en la medida en que pueda reconocerlo la asamblea que decide el aumento de capital. Robustece esta tesis el hecho de que el aumento de capital no puede acordarse sino por la asamblea general de accionistas con un quorum y mayoría especiales (Art. 280 del Código de Comercio de Venezuela), lo cual da especial significación al carácter soberano de la asamblea en una materia que la ley le atribuye competencia especial ordenándole reglas específicas de quorum y de mayoría.

Sin embargo, esta tesis llevada al extremo de absoluta soberanía de la asamblea, en cuanto puede afectar sustanciales de-

rechos del accionista e incluso llegar a despojarlo de parte de su participación efectiva, ha llevado a otros autores a exigir como propio del accionista, el derecho a participar con preferencia a cualquier tercero en cualquier aumento de capital, aún en ausencia de disposición estatutaria expresa. Se basa esta doctrina en los conceptos analizados de las características fundamentales de la acción y de los derechos inherentes a la condición de accionista y más propiamente, a nuestro juicio, en la exigencia de evitar un despojo que puede ser sustancial al derecho del accionista.

Admitida la conveniencia de reconocer algún derecho preferente de suscripción al antiguo accionista, es evidente que este derecho debe estar limitado a la necesidad de protección del accionista minoritario y que tal derecho no puede extenderse más allá de ciertos límites. Acogiendo las tendencias dominantes en la doctrina podríamos formular la regla siguiente:

En ausencia de una disposición estatutaria expresa, los accionistas tienen derecho a suscripción preferente del aumento del capital social en proporción al número y valor nominal de las acciones que posean, siempre que la emisión de nuevo capital no revista ciertas características que por su naturaleza no sean compatibles con el ejercicio del derecho individual de suscripción. Entre estas últimas podemos citar:

a. Cuando el aumento del capital social por disposición de la Asamblea, debe ser pagado mediante aporte en especies determinadas, de interés para la compañía.

b. Cuando el aumento del capital social provenga de una negociación específica *en interés de la compañía,* como es el caso de admisión de nuevos socios justificada por el interés de la sociedad en campos afines, mercados, suplidos de materias primas, etc.

c. Dentro de la misma hipótesis anterior, cuando todo o parte de la emisión se ofrece con preferencia al personal de la compañía. En este caso no sólo hay un interés de la compañía en una mayor identificación con su personal, sino que poderosas razones de justicia social hacen deseable la excepción.

Suscripción preferente: Caso de acciones comunes y preferidas.

De acuerdo con los principios generales expuestos, analicemos el caso del derecho de suscripción en caso de coexistencia de acciones comunes y preferidas.

En primer término, apartemos el caso de expresas disposiciones estatutarias que resuelvan la materia ya que los estatutos pueden válidamente establecer que los accionistas preferidos tengan un derecho preferente a suscripción de nuevas acciones comunes o preferidas; que lo tengan sólo respecto a nuevas emisiones de acciones preferidas o pueden establecer que no exista en absoluto derecho preferente, dejando la materia a la decisión soberana de la asamblea. Nada se opone a cualquiera de estas estipulaciones estatutarias. La doctrina más severa que hemos acogido en este estudio, se limita a establecer ciertas reglas en el caso de silencio de disposiciones legales y estatutarias, pero en forma alguna, que sepamos, se ha pretendido limitar la facultad estatutaria de reconocer, reglamentar y aún eliminar, el derecho de suscripción preferente.

En la hipótesis de silencio de los estatutos, creemos necesario distinguir entre los derechos de preempción de las acciones comunes y los de las preferidas, distinguiendo si las nuevas acciones que se emitan son a su vez acciones comunes o preferidas.

Acciones comunes.

A las acciones comunes debe corresponderles prelación en la suscripción de nuevas acciones, salvo, desde luego, los casos de excepción a que antes hicimos referencia. En efecto, descartada la participación limitada de las acciones preferidas, ellas en definitiva constituyen la representación de la propiedad social y como tales pueden verse afectadas por cualquier aumento de capital que modifique su participación en el capital social. Por ello sostenemos que deben tener derecho preferente a suscribir cualquier aumento de capital representado en nuevas acciones comunes.

Si la nueva emisión está representada en acciones preferidas, las mismas razones imponen que el accionista común tenga

también derecho de suscripción preferente, pues la nueva emisión podría afectar sus derechos originarios en la misma medida y aún mayor (en el caso de ciertos privilegios) que si se trata del caso de emisión de nuevas acciones comunes.

Acciones preferidas de rendimiento fijo.

El caso de las acciones preferidas de rendimiento fijo es muy distinto. El derecho del accionista se limita a percibir su dividendo y cuota de liquidación, ambos perfectamente determinados y delimitados. Por consiguiente, resulta difícil pensar que cualquier nueva emisión afecte al accionista preferido, en medida suficiente para reconocerle un derecho preferente de suscripción que no esté expresamente reconocido en los estatutos.

Por tales razones no encontramos justificación en que al accionista preferido con participación limitada en el capital y utilidades, pueda corresponder derecho preferente alguno en la emisión de nuevas acciones sean comunes o preferidas.

Hay un caso sin embargo, en que sí debe reconocerse el derecho de suscripción preferente al accionista preferido de participación limitada. Ello ocurre cuando se proyecta una emisión de nuevas acciones preferidas las cuales establezcan un derecho o prelación en las utilidades que sea superior en grado al de las acciones preferidas existentes. En tal caso el antiguo accionista preferido no sólo debe prestar su consentimiento, como dijimos anteriormente, sino que además debe tener prelación en la nueva suscripción, pues es evidente que el privilegio concedido a las nuevas preferidas, tiende a serlo en perjuicio directo de las antiguas.

Resumiendo podríamos decir que en las nuevas emisiones, los accionistas comunes deben tener preferencia sobre los preferidos y terceros para suscribir el aumento de capital, sea cual fuere la forma que éste revista; y que los accionistas preferidos de rendimiento fijo sólo tienen ese derecho en el caso en que las nuevas acciones afecten los derechos o preferencias que a las antiguas correspondan. Salvo este caso particular las acciones preferidas de rendimiento fijo no deben tener necesariamente derecho preferente de suscripción, si tal no le es reconocido expresamente en los estatutos.

Como hemos visto, la variedad en el campo de las acciones

preferidas es extensa, por lo cual en cada caso concreto habrá que plantear la cuestión de acuerdo con las características específicas de cada clase de acciones, independientemente de la calificación formal que se les haya otorgado. En síntesis la regla general siempre aplicable es que el derecho de suscripción preferente sólo existe, en silencio de los estatutos, cuando el ejercicio de ese derecho es compatible con la naturaleza de la acción particular y con la operación específica que da lugar al aumento de capital.

Suscripción a la par o no.

Las acciones producto de un aumento de capital, sean preferidas o no, pueden ofrecerse a los antiguos accionistas a la par o a un precio superior, es decir mediante el pago de una prima, pero no a descuento o para ser pagadas a precio inferior a su valor nominal.

En caso de que las acciones, preferidas o no, sean pagaderas a prima, por una suma superior a su valor nominal, recomiendan los autores que el excedente pagado por los accionistas sea llevado a una cuenta especial de reserva de capital, superavit de capital ha sido denominado en ocasiones, y que no se destine al reparto de dividendos, ([24]) sino a cumplir una función que consideramos semejante a la que cumple en nuestro sistema el fondo de reserva legal.

Aun cuando la exigencia de que el capital social sea íntegramente pagado en efectivo, impide la emisión de acciones a descuento, en ciertos casos de emisión conjunta de acciones comunes y preferidas se ha ofrecido al público, la suscripción de lotes conjuntos de unas y otras en los cuales, las acciones comunes se cotizan a prima y las preferidas con descuento o viceversa. La solución es aceptable si en conjunto la empresa emitente recibe íntegro el valor nominal del lote ofrecido, o sea cuando la prima recibida iguala o supera el monto del descuento otorgado, pues lo que exige el legislador es que el capital esté totalmente suscrito; en la práctica generalmente una empresa financiera o un grupo de accionistas hace la suscripción total a la par y luego redistribuye el conjunto de acciones.

([24]) WILLIAM PATTON y ROBERT & DIXON - Essentials of Accounting, 1963, págs. 625 y siguientes.

2. *El derecho de redención de acciones preferidas.*

La redención de acciones preferidas es el acto por el cual la compañía de acuerdo con la ley y los estatutos sociales reembolsa al accionista el valor de la acción.

Salvo que los estatutos contengan alguna disposición que podríamos calificar de especialísima, la redención debe verificarse mediante el pago del valor nominal en dinero efectivo.

En general la redención debe hacerse al valor nominal, aun cuando es posible hacerla pagando al tenedor el valor nominal del título más una prima estipulada. También cabe la posibilidad de redención al valor de mercado, la cual podría ocurrir en el caso en que la redención se haga por adquirir la compañía sus propias acciones por compra en el mercado, con fondos provenientes de utilidades y con explícita aprobación de la asamblea.

La redención de acciones preferidas puede efectuarse en dos formas

A. Por reducción del capital social, caso que puede extenderse al de la llamada reestructuración del capital social, en el cual paralelamente con la reducción de capital que implica la redención de acciones preferidas, se lleva a cabo un aumento de capital, ofreciéndose todo o parte de las nuevas acciones a los antiguos accionistas preferidos.

Esa y otras alternativas semejantes que equivalen a una conversión de acciones preferidas en comunes o en otra especie de acciones preferidas, son corrientes en la práctica, pero no deben hacernos perder de vista el hecho fundamental de que salvo la hipótesis de adquisición de acciones propias que trataremos más adelante en B), la redención es fundamentalmente un acto de reducción de capital social, que debe ser resuelto por la asamblea de accionistas con el quorum y mayoría especiales exigidos por el Artículo 280 del Código de Comercio venezolano y sujeto a las demás reglas que gobiernan la reducción de capital, entre ellas, el requisito de registro y publicación (Artículo 217 del Código de Comercio) y el derecho de quien tenga interés en ello, a oponerse a la reducción de capital, conforme a las previsiones del Artículo 222 ejusdem. El mismo artículo establece que la reducción de capital no podrá verificarse sino después de transcurrido un plazo de tres meses a contar de la publi-

cación del acuerdo respectivo y que la oposición, si se hiciere, hará suspender la ejecución del acuerdo de reducción del capital, mientras la oposición estuviere pendiente y hasta que se desista de ella o se la declare sin lugar por sentencia firme.

Esta disposición ha sido dictada en interés de los terceros y forma parte del conjunto de normas de orden público tendientes a la preservación del capital social y la solvencia de la compañía. Por ello en ningún caso podrá dispensarse el cumplimiento de la norma ni aún con el consentimiento de los acreedores, puesto que la oposición está abierta a "todo el que tenga interés en ello".

Creemos, sin embargo, que cuando ocurre el caso que hemos llamado de reestructuración del capital social, cuando la disminución viene acompañada de un aumento paralelo al del capital social, la regla no es aplicable. En efecto, el interés de la norma es la preservación del capital social y de la solvencia de la empresa y si aquél no es modificado en su cifra definitiva por el efecto compensativo del aumento paralelo del capital, el tercero no es afectado en absoluto y carece del interés necesario para proponer la oposición.

Las normas sobre redención de acciones preferidas deben estar contenidas en los estatutos. En silencio del estatuto la redención no puede tener lugar sino por acuerdo de la asamblea y expreso consentimiento de los accionistas interesados.

Los estatutos generalmente prevén que la redención se haga pagando a los tenedores de acciones preferidas el valor nominal del título más los dividendos acumulados hasta el día de la redención. Como antes dijimos, nada se opone a que la redención se haga a prima, pero el caso corriente es de redención a valor nominal más los dividendos acumulados.

La redención al valor nominal que en esta materia se aplica a las acciones preferidas de dividendo fijo, se basa en que estas acciones preferidas tienen sólo derecho a su dividendo fijo estipulado, quedando el resto de las utilidades a las acciones comunes. El hecho de que las acciones preferidas no se beneficien de las utilidades en exceso de su dividendo propio, justifica que la redención se haga a valor nominal, puesto que cualquier utilidad adicional o pérdida que se produzca, debe beneficiar o perjudicar exclusivamente al capital común.

Sin embargo, es necesario una disposición estatutaria expresa. Ningún accionista preferido puede ser forzado a una redención por reducción del capital social que no haya sido expresamente previsto en el estatuto o que en su defecto haya sido convenido libremente por él.

La reducción de capital social debe además ser aprobada expresamente por una asamblea convocada especialmente a ese efecto con el quorum y mayoría especiales previstos en el Artículo 280 del Código de Comercio.

Redención a plazo.

Especial consideración amerita el caso de redención en un plazo determinado estipulado en los estatutos. En esta hipótesis, el estatuto diría que las acciones preferidas son redimibles a opción de la compañía o por exigencia del accionista en un determinado plazo.

Si la opción de redención corresponde a la sociedad, ninguna dificultad ofrece la materia y serían aplicables todas las reglas que hemos expuesto para el caso general, puesto que la decisión corresponde tomarla libremente al ente social por acuerdo de sus órganos respectivos.

Pero si la redención se ofrece a opción del accionista, quien entonces adquiere un derecho al reembolso de su parte del capital social en un determinado plazo, el problema ofrece ciertas complicaciones de gran interés.

En primer término habría que aceptar que el derecho de redención a opción del accionista, es un derecho condicionado al cumplimiento de todos los requisitos necesarios para cumplir una reducción del capital social, señaladamente el que no haya una oposición de terceros, a la larga debidamente justificada por decisión judicial.

La segunda y necesaria condición es que la compañía esté en condiciones económicas de efectuar la reducción de capital y disponga o pueda procurarse el efectivo necesario para efectuar la redención. En efecto, no puede exigirse a la administración de una compañía que proponga la reducción del capital cuando no dispone de los recursos líquidos para hacerlo y el

reducir podría afectar los derechos de terceros, máxime cuando esos terceros tienen un derecho a oponerse judicialmente.

Finalmente la redención está condicionada a la decisión de la asamblea de ordenar la reducción parcial del capital social y el reintegro del valor del título. No creemos que ninguna disposición estatutaria por explícita que sea, pueda sustituir la decisión específica de la asamblea.

Se ha admitido y a nuestro juicio con fundada razón, que la asamblea o el estatuto pueden aprobar un aumento de capital sujeto a su ulterior cumplimiento por la administración, bastando para perfeccionarlo el que los administradores ejecuten lo aprobado por la asamblea dando participación al Registro de Comercio. Podría asimismo pensarse que el estatuto podría aprobar a priori una reducción de capital para redimir las acciones preferidas en un determinado plazo. A nuestro juicio la analogía no es correcta ni el caso de disminución de capital puede asimilarse al de aumento del mismo. En efecto, la disminución de capital afecta a terceros y a la propia empresa, en el sentido de que puede privarla de los medios necesarios para el cumplimiento de sus obligaciones y de los fines que le son propios. Por ello el legislador ha previsto el derecho de los terceros a oponerse a cualquier reducción de capital y lo sanciona con un efecto suspensivo inmediato, situación que obliga a la compañía a ejercer este derecho con cautela y especial consideración a los intereses de los terceros y la propia empresa. Esta decisión por lo demás debe tomarse con base a la situación de hecho de la empresa y con vista del último balance, todo lo cual impide la vigencia de una decisión a priori de la sociedad de reducir parte de su capital en un plazo determinado.

En consecuencia el derecho de redención a opción del accionista en un plazo determinado, sólo puede apreciarse como un derecho contingente, sujeto siempre a la decisión final de la respectiva asamblea.

B. La redención también puede efectuarse por adquisición de las acciones preferidas por la propia compañía, con fondos provenientes de utilidades regularmente obtenidas según los balances sociales, conforme a las previsiones del artículo 264 del Código de Comercio venezolano.

La adquisición de acciones debe ser aprobada por una asamblea convocada a ese efecto, la cual tiene que decidir en todo caso conforme a las cifras que ofrezcan los balances sociales y hasta concurrencia de las utilidades "regularmente obtenidas", como dice el Código, calificativo que consideramos equivalente al requerimiento de utilidades "líquidas y recaudadas" que utiliza el Artículo 307 ejusdem, con especial énfasis en el concepto de "regularidad" que expresamente excluye el uso de cualquier balance ad-hoc de fecha distinta a la de fin de ejercicio.

Los estatutos pueden en cierta forma sistematizar la adquisición de acciones con fondos provenientes de utilidades líquidas y recaudadas conforme al último balance aprobado, autorizando el destino de cierta parte de las utilidades a la adquisición de acciones u otra disposición similar que constituya una autorización de la asamblea a los administradores a adquirir acciones de la propia empresa por cuenta de ésta hasta concurrencia de la parte de las utilidades apartadas a ese fin.

La adquisición de acciones por cuenta de la compañía con utilidades propias, ha sido considerada generalmente por los autores, no una reducción de capital, sino más bien como una inversión de valores, sui generis. Las acciones así adquiridas forman parte de los activos de la empresa y como tales pueden ser de nuevo enajenadas en el futuro. No se opera confusión por la coincidencia en una sola persona de las condiciones de acreedor y deudor, sino que simplemente se suspende el ejercicio de ciertos derechos, como el de representación en la asamblea y el de percibir los dividendos, los cuales se revitalizan al regresar las acciones al comercio por el hecho de su ulterior enajenación por la compañía ([25]).

Desde luego la adquisición de acciones propias, cuando no se hace con miras a su ulterior enajenación, a la larga puede llevar a una reducción del capital social, pero nos parece, conforme a las consideraciones que antes expusimos, que la reducción en todo caso debe aprobarla la asamblea conforme a las reglas especiales que la ley prevé para el caso concreto de disminución de capital social.

([25]) VIVANTE. Tratado de Derecho Comercial, Tomo II, pág. 352.

Convertibilidad.

En muchos estatutos se establece que las acciones preferidas son convertibles en acciones comunes. La convertibilidad generalmente se estipula:

a. En determinado plazo.

b. A un determinado precio o rata de convertibilidad.

La convertibilidad no es otra cosa que una opción que se da al accionista preferido en exigir el reintegro del valor nominal de la acción y suscribir con ese valor acciones comunes en una predeterminada proporción.

La convertibilidad puede afectar el valor del capital social y cuando ésto ocurre requiere necesariamente la aprobación de la asamblea de accionistas. Sin embargo, puede ser previsto en los estatutos y en la medida en que no afecte, disminuyéndolo, el capital social, puede ser ejercido sin previa aprobación expresa de una nueva asamblea, si la asamblea que acordó el derecho de conversión o los estatutos, previeron su ejercicio con suficiente amplitud y detalle.

La convertibilidad es un instrumento financiero de utilidad sea para facilitar la suscripción de acciones preferidas, sea para solucionar ciertas situaciones transitorias de composición de capital social. El interés de estos valores para el inversionista depende de la rata de conversión. Generalmente la conversión se estipula para ser ejercida después de transcurrido cierto plazo y a un valor superior al equivalente valor nominal de las acciones comunes y por ende, su justificación depende de las estimaciones que se hagan, en el momento de la emisión, de las posibilidades de ganancias futuras de la empresa y de la cotización en la bolsa de las acciones comunes para el momento en que pueda ser ejercido el derecho de conversión.

Los analistas de valores estiman el precio de esta clase de acciones en la suma del valor que corresponde a la acción preferida como tal, en consideración a su rendimiento fijo, más el valor que atribuyen a la opción de convertibilidad, el cual estiman en relación a la rata de convertibilidad y a los respectivos valores de mercado.

IX. *DERECHOS EN CASO DE LIQUIDACION*

Los derechos de liquidación de las acciones comunes y preferidas son sustancialmente los mismos y para su determinación rige siempre la regla de igualdad salvo las diferencias que establezcan los estatutos.

En el caso más corriente de las acciones preferidas de dividendo fijo, generalmente se estipula que las acciones preferidas se reembolsan por su valor nominal más la suma de los dividendos acumulados (si son acumulativos) y no pagados. El saldo de las utilidades o de las pérdidas corresponde a las acciones comunes.

En esta hipótesis de acciones de dividendo fijo y acumulativo, la cuota de liquidación de las acciones preferidas se determina así:

a. Valor nominal .. .. Bs.————

b. Más dividendos acumulados y no pagados Bs.————

Total cuota de liquidación .. .. Bs.————

Del líquido partible una vez pagados los acreedores sociales, se deduce la couta de liquidación correspondiente a las preferidas y el saldo se reparte a las acciones comunes. Si existieren varias clases de acciones preferidas, con diversas preferencias entre sí, el procedimiento es el mismo en el respectivo orden de preferencias.

De resto y salvo las prioridades enunciadas, en el caso de liquidación de compañías que tengan acciones preferidas, se aplican las demás reglas de liquidación de sociedades anónimas establecidas en el Código de Comercio.