**ACCIONES SIN VOTO Y OBLIGACIONES CONVERTIBLES
EN ACCIONES EN LA FINANCIACION DE LA SOCIEDAD
ANONIMA (PRIMERAS ANOTACIONES A LOS ARTS. 90-92
Y 292-294 DE LA LEY DE SOCIEDADES ANONIMAS
SEGUN R.D. LEGISLATIVO 1564/1989,
DE 22 DE DICIEMBRE).**

Francisco José Alonso Espinosa

Profesor de Derecho Mercantil. Universidad de Murcia

**I. INTRODUCCION. ACCIONES SIN VOTO Y OBLIGACIONES
CONVERTIBLES EN ACCIONES EN EL MARCO DE LOS VALORES
NEGOCIABLES**

La emisión/suscripción de valores negociables es el instrumento *natural* de financiación de la sociedad anónima. Tradicionalmente, ésta ha obtenido la mayor parte de sus recursos financieros mediante dos tipos de valores: las acciones y las obligaciones. Con las primeras, la entrega de medios financieros por parte de los suscriptores se realiza, jurídicamente, a título de *aportación al capital social*. El accionista se integra en la estructura societaria —deviene *socio*— mediante la participación en el capital de la sociedad, pudiendo ejercitar los derechos que le atribuyen, por su condición, la ley y los estatutos sociales. Como valor financiero, la acción confiere a su titular el derecho a participar en las ganancias sociales en la medida que disponga la Junta General (dividendo), al tiempo que el valor de mercado de sus acciones experimentará revalorización o depreciación según las oscilaciones del valor del patrimonio social. Tal valor puede ser realizado por el accionista-inversor mediante la negociación de las acciones pero carece de medios coactivos para solicitarlo directamente a la sociedad. Se dice, por ello, que los medios financieros producto de la suscripción de acciones constituyen *fondos o recursos propios* de la sociedad.

Las obligaciones son la otra gran familia de los valores negociables. Se trata de valores de inversión/financiación a título de *crédito*. El obligacionista, a

diferencia del accionista, no se integra en la estructura societaria del emisor, sino que es un financiador externo cuya posición la perfilan dos derechos básicos: a) el derecho de crédito al cobro de sus valores —restitución del valor nominal— vencido el término final del crédito; b) el derecho a percibir un rendimiento en razón del crédito conferido al emisor. Los medios financieros que la sociedad obtiene mediante este tipo de valores negociables constituyen *recursos ajenos* en razón de que han de ser restituidos por la sociedad.

A partir de estos dos tipos básicos de valores negociables han derivado otros intermedios, fenómeno que la doctrina francesa ha denominado *diversificación* de los valores mobiliarios. La función general que cumplen tales valores *diversificados* a partir de las acciones y las obligaciones es, genéricamente, común: facilitar la canalización de medios financieros hacia la sociedad anónima y, en particular, acercar el tradicional medio de financiación a título de crédito, la obligación, a los medios de financiación a título de aportación al capital social. En otras palabras, se trata de facilitar a la sociedad anónima la obtención de recursos propios partiendo de los instrumentos jurídicos de obtención de recursos ajenos. Para ello se acude a instrumentos híbridos capaces de confiar y convencer al ahorrador/inversor para que se integre como socio en la sociedad anónima. De este cariz son las obligaciones convertibles en acciones y las obligaciones subordinadas, así como otros instrumentos regulados en Derecho extranjero— como las obligaciones con bonos de suscripción de acciones, los títulos participativos o los certificados de inversión.

Junto a ellos surge un nuevo tipo de valor negociable más cercano a las acciones que a las obligaciones y que deriva de aquéllas y no de éstas como es lo común en este ámbito. Se trata de ese particular tipo de acciones conocidas como acciones sin voto o de ahorro. Son acciones cuyo cariz de *instrumento de inversión* destaca de forma relevante si las confrontamos con las acciones tradicionales. Es esta la principal razón de su régimen jurídico especial, sensiblemente alejado del propio de las acciones ordinarias en sentido amplio. En efecto, puede afirmarse que la *causa* del contrato de sociedad —la obtención de un beneficio repartible entre los socios mediante la explotación de una actividad— está especialmente caracterizada en el régimen de estas acciones en la medida que la ley trata de asegurar a sus titulares la obtención de un rendimiento mínimo, aspecto inherente a toda inversión, así como reducir al máximo el índice de *riesgo empresarial* inherente también a cualquier fórmula de inversión a título de aportación al capital de una sociedad. Estas especialidades generales en el régimen de las acciones sin voto ponen de relieve su verdadera *función económica*: abrir nuevos canales de financiación en la modalidad *jurídica* que a la sociedad anónima y, en particular, a sus dirigentes, resulta más interesante, esto es, la entrada de medios financieros a título de aportación al capital. Las acciones sin voto no son, por tanto, como en alguna ocasión se ha afirmado, un medio dirigido a solucionar el problema del absentismo del accionariado inversor en las Juntas Generales de la sociedad anónima. Las acciones sin voto ni solucionan ni contribuyen siquiera a solucionar dicho problema, suponiendo que

lo sea; en cualquier caso, sólo pueden llegar a impedir que tal problema se plantee respecto de los accionistas titulares de tal clase de acciones sin voto.

II. ACCIONES SIN VOTO

La Ley 19/1989, de 25 de julio, mediante la regulación de las acciones sin voto —art. 47.a, bastante influenciado por el régimen italiano de las “azioni di risparmio” según ley n.º 216/1974— ha introducido en nuestro Derecho de sociedades anónimas el llamado “capital mudo”. Las disposiciones del art. 47.a de la Ley 19/1989 aparecen en los arts. 90-92 de la Ley de Sociedades Anónimas según R. Decreto Legislativo 1.564/1989, de 22 de diciembre (B.O.E. 27 de diciembre).

II. 1. Requisitos subjetivos para la emisión de acciones sin voto

El art. 90 LSA posibilita la emisión de acciones sin derecho de voto, de forma generalizada, a “las sociedades anónimas”. No se exigen mayores requisitos subjetivos al respecto. Es de destacar que se ha suprimido la restricción de la posibilidad de emitir este tipo de acciones a las sociedades cuyas acciones estuvieran previamente admitidas a cotización oficial que se incluía en el Anteproyecto LSA de 1987 (art. 38.1). Ello quizá se ha decidido teniendo en cuenta la *praxis* extranjera, de la que se deriva que las acciones sin voto son emitidas, sobre todo, por las llamadas sociedades anónimas “familiares” (pequeñas y medianas sociedades) y por las sociedades de capital público. En principio, pues, puede emitir este tipo de acciones cualquier sociedad anónima.

Quedan incluidas, por tanto, en esta autorización genérica, las *societades anónimas laborales*. No obstante, parece que en ellas se hace irrelevante la distinción, en cuanto a la titularidad de las acciones sin voto, entre socios-trabajadores y socios de “capital” a efectos, al menos, de los siguientes supuestos: a) cómputo de los porcentajes previstos en los arts. 1.º y 5.º LSAL; b) en lo referente al derecho de suscripción preferente regulado en el art. 7.º LSAL, en cuanto que a las mismas han de tener el mismo derecho los diferentes tipos de socios; c) en lo referente a las normas que regulan el destino de las acciones del socio-trabajador cuando la relación laboral de éste con la sociedad queda extinguida (art. 10 LSAL); d) en lo referente a las restricciones *ex lege* en materia de transmisión de acciones reservadas a los trabajadores a persona que no tenga relación laboral con la sociedad a tiempo total (art. 8-9 LSAL). Todo ello con base en que las acciones sin voto emitidas por S.A.L. han de desconocer, por su propia naturaleza, la distinción entre capital laboral y capital no laboral ya que las mismas carecen de influencia en el poder de decisión de la sociedad. No cabe desconocer, sin embargo, que este tipo de acciones plantearía delicados problemas cuando las acciones sin voto devienen acciones con voto ante los concretos supuestos que regula la LSA, extensibles a las S.A.L.

También puede destacarse que existen ciertas sociedades anónimas especiales en las que puede no encajar adecuadamente este tipo de acciones si tenemos

presente el pronunciado carácter de valor de *inversión* propio de las mismas. Así, en las sociedades anónimas *instrumentales* como las que pueden constituir los corredores de comercio, o las sociedades rectoras de Bolsas de Valores.

II. 2. Emisión de las acciones sin voto

A) Cuantía nominal máxima de acciones sin voto en circulación de una misma sociedad

Una sociedad anónima no puede *tener suscritas o en circulación* —expresiones quizá más significativas que la de “emitir” empleada por la LSA (art. 90)— acciones sin voto por importe nominal superior a la mitad del capital social desembolsado. Ello significa que el poder de decisión de la sociedad anónima ha de encontrarse, al menos, en el 50% del capital social desembolsado con derecho de voto. Esta limitación puede propiciar que, sobre todo en las grandes sociedades anónimas, el efectivo poder de control pueda hallarse en manos de un relativamente pequeño porcentaje de capital con derecho de voto. No parece del todo acertada, por ello, la afirmación en el sentido que con la imposición de límites cuantitativos máximos a la emisión de acciones sin voto se pretende evitar la acaparación del poder de control por parte de un pequeño grupo de accionistas. Ciertamente, desde el punto de vista que ante una posible mayor amplitud o, incluso, inexistencia del límite, el poder de control podría quedar en manos de un pequeño porcentaje del total del capital social, ello es cierto. Mas desde el punto de vista del grado de contribución de las acciones sin voto a la intensificación de dicho fenómeno, es indudable que tales acciones aportan al mismo suficientes elementos para su extensión. En efecto, la cúpula dirigente de la sociedad emisora de acciones sin voto puede proponer y conseguir de la junta general la emisión de este tipo de acciones en el total convencimiento y relajación de que, si se logra la colocación de las mismas en el mercado de capitales, no se experimentarán, a consecuencia del aumento del capital, modificaciones en dicha cúpula y se obtendrán los medios financieros precisados en condiciones de aportación al capital social.

El importe del aumento del capital previsto mediante emisión de acciones sin voto no es computable a efectos del cálculo del límite de emisión *ex art. 90 LSA* pues no se trata aún de “capital” al no hallarse siquiera suscrito, pero sí debe tenerse en cuenta a efectos de no rebasar el límite legal establecido. Es decir, el importe del pretendido aumento de capital mediante emisión de acciones sin voto ha de adicionarse a la cifra de capital preexistente y, con arreglo al resultado de dicha adición, se ha de calcular el límite de emisión del art. 90 LSA(*).

(*).—Así, por ejemplo, una sociedad con 50 millones de capital social desembolsado no puede aumentar su capital mediante emisión de acciones sin voto por cuantía nominal superior a 25 millones de pesetas. Aquí el supuesto es claro al carecer la sociedad, con anterioridad, de acciones sin voto. Mas esa misma sociedad que ahora tiene, tras el aumento de capital, 75 millones de capital social desembolsado, de los cuales 25 están representados mediante acciones sin voto, ha de tener presente que no puede aumentar su capital mediante emisión de acciones sin voto por cuantía superior a 12'5 millones al representar esta cifra, adicionada a la anterior de 25 millones, los 37'5 millones que supone el 50% del capital desembolsado de la sociedad en cuestión en el momento de proceder a un nuevo aumento de capital mediante emisión de acciones sin voto.

Una última cuestión en relación con el cálculo del límite cuantitativo de emisión es la relativa a la *información* sobre la parte de capital social representada por acciones sin voto anteriormente emitidas. Esta información la han de procurar los estatutos sociales al amparo del art. 9.g LSA que exige la constancia en los mismos de las “clases” de acciones y los derechos que las mismas atribuyen.

B) Otros aspectos

Las acciones sin voto pueden ser emitidas en sede de constitución de la sociedad, en un posterior aumento de capital, o a consecuencia de la transformación de acciones preexistentes en acciones sin voto. En cualquier caso, las acciones sin voto han de respetar el requisito de desembolso mínimo del 25% del valor nominal de cada una de ellas (art. 12 LSA), así como el régimen general de las acciones según los arts. 47-50 LSA. Caso que las acciones sin voto se hallen representadas por medio de títulos, el art. 53.2 LSA exige que el carácter de “acciones sin voto” conste de forma destacada en el título.

En cuanto a la emisión a consecuencia de un aumento de capital, cabe señalar que la emisión de acciones sin voto ha de respetar las premisas propias del régimen del aumento del capital. El contravalor de tales acciones puede consistir en aportaciones dinerarias, no dinerarias, por compensación de créditos, por conversión de obligaciones en acciones (sin voto) o con cargo a reservas disponibles, primas de emisión o a la reserva legal en la parte que exceda del 10% del capital ya aumentado (vid. art. 157.1). Obsérvese que es posible la delegación en los administradores de las facultades de ejecución o acuerdo de aumentos de capital mediante emisión de acciones sin voto en las condiciones del art. 153 LSA, ya que, a diferencia del derogado art. 96 LSA de 1951, no se exige que este tipo de aumentos se materialice mediante la emisión de acciones ordinarias.

Para la transformación de acciones ordinarias en acciones sin voto habrán de observarse las formalidades prescritas para la modificación de estatutos (art. 50.1 LSA). Para la transformación de acciones privilegiadas con derecho de voto en acciones sin voto será preciso respetar, además, el art. 148 LSA.

II. 3. Principales aspectos del contenido de la posición del titular de acciones sin voto

Hemos afirmado que en las acciones sin voto prima su carácter de instrumento de *inversión* de ahorro sobre su carácter de instrumento *financiero* de la sociedad anónima. Se trata de valores de inversión/financiación cuya causa es, si se admite, mixta. Su suscripción implica la integración de su titular en una estructura societaria, por lo que éste *arriesga* una parte de su patrimonio en la explotación de una empresa en el ánimo de participar en las ganancias derivadas de la misma. Sin embargo, esta causa (pura) del contrato de sociedad se halla, en el caso de las acciones sin voto, matizada, *descafeinada*. Por una parte,

se asegura al titular de estas acciones una participación mínima en las ganancias caso que las haya y, caso que no sea así, se establece un plazo en el que se dilata su entrega por la sociedad cuando efectivamente ésta obtenga beneficios. Por otra parte, sin llegar a quedar desnaturalizado el carácter de *acciones* propio de las acciones sin voto, se preserva al máximo el patrimonio representado por las mismas ante situaciones de *alto riesgo* de dilución del mismo: liquidación de la sociedad y reducción del capital por pérdidas, así como, en menor grado, ante modificaciones estatutarias susceptibles de lesionar directa o indirectamente los derechos que estas acciones atribuyen. Puede afirmarse, por ello, que las acciones sin voto son verdaderas acciones *privilegiadas ex lege*, sin perjuicio de que también lo sean *ex statuto*. Sus privilegios consisten en los siguientes extremos:

1.—En el *derecho al dividendo*.—Los accionistas sin voto tienen, por definición, derecho a un dividendo preferente y mínimo *ex lege* (art. 91.1 LSA). El dividendo preferente mínimo es elemento *esencial* de las acciones sin voto en cuanto el mismo se concibe como la contraprestación que satisface la sociedad emisora a sus suscriptores por la recepción de medios financieros a título de capital social, en la seguridad que los mismos no van a influir —con su voto— en la configuración del poder de decisión preexistente o futuro.

Se trata, en primer lugar de un dividendo *preferente*. Entendemos que dicho privilegio es *absoluto*, es decir, no pueden existir acciones ordinarias (con voto) privilegiadas con este tipo de privilegio sobre las acciones sin voto. Al tiempo, ha de entenderse que el privilegio es *lineal*, es decir, no pueden existir acciones sin voto con dividendo preferente mínimo sobre otras acciones sin voto a la hora de proceder al reparto del mismo. En este sentido, las acciones sin voto son iguales entre sí con independencia que pertenezcan a distintas emisiones. Ello no parece obstar, en cambio, aunque ello puede ser discutible, la existencia de diferentes *clases* de acciones sin voto en atención a la *cuantía estatutaria* del dividendo preferente, ya que ésta puede ser elevada sobre el mínimo legal por los estatutos. La atribución de un dividendo preferente para las acciones sin voto implica el derecho de sus titulares a percibir el mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias, dividendo este que se *acumula* con el anterior (art. 91.1 LSA) y respecto al cual los titulares de acciones sin voto se hallan en las mismas condiciones que los restantes accionistas.

En segundo lugar, el dividendo preferente se somete a un límite *mínimo* del 5% del capital desembolsado por cada acción sin voto. Los estatutos sociales pueden elevar, pero no rebajar, dicho límite.

El derecho al dividendo preferente de las acciones sin voto es un dividendo *garantizado* o protegido ante aquellas contingencias que puedan desvirtuarlo o “diluirlo”. Así, en primer lugar, su pago depende únicamente de un presupuesto: la *existencia de beneficios distribuibles* (art. 91.1. LSA). En tal caso, “la sociedad está *obligada* a acordar el reparto del dividendo mínimo” legal o estatutario. Pero obsérvese que la sociedad o, mejor, la junta general, no puede “acordar”, en sentido estricto, este reparto, pues carece de autonomía para ello.

Si existen beneficios distribuibles, la sociedad está *obligada* al reparto del dividendo preferente en favor de los titulares de acciones sin voto, de modo que cualquier acuerdo contrario a tal distribución será nulo por contravenir la ley. Puede afirmarse, en consecuencia, que la aprobación por la junta ordinaria (art. 95 LSA) de las cuentas del ejercicio anterior de las cuales se derive la existencia de beneficios distribuibles en cantidad suficiente, implica el nacimiento del derecho al dividendo preferente en favor de los titulares de acciones sin voto, derecho que no requiere un especial acuerdo de la junta en tal sentido como sí es necesario para las restantes acciones. Nos hallamos, pues, ante un verdadero *derecho al dividendo* del que carecen los restantes accionistas ya que la sociedad está *obligada* por virtud de la ley (cfr. art. 1.089 CC) a satisfacer a los titulares de acciones sin voto el 5%, al menos, del capital desembolsado de cada acción cuando (a condición de que) existan beneficios repartibles.

Acaso nos hallemos ante un exceso de dogmatismo en el régimen establecido por la LSA respecto al derecho de los titulares de acciones sin voto a la percepción del rendimiento mínimo que a la ley les atribuye, en el sentido que si se califica a los accionistas sin voto como verdaderos accionistas, el nacimiento del derecho al dividendo requeriría un acuerdo aprobatorio del mismo por parte de la junta general de accionistas sin lo cual no se trataría, al menos conceptualmente, de un dividendo. Quizá por ello se exige que, al menos formalmente, la percepción de tal rendimiento mínimo vaya precedida por los presupuestos propios del nacimiento del derecho al dividendo, entre ellos, el acuerdo aprobatorio de la sociedad a través de la junta general de accionistas. Mas, a pesar de ello, como antes hemos afirmado, la aprobación de las cuentas anuales de las que se derive la existencia de beneficios repartibles es suficiente para el nacimiento del derecho al dividendo mínimo característico de las acciones sin voto.

El derecho al dividendo mínimo y preferente de los accionistas sin voto no opera ante el reparto de cantidades a cuenta de dividendos (art. 216 LSA), salvo que los estatutos dispongan lo contrario. Asimismo, en relación con el deber de restitución de dichas cantidades *ex* art. 217 LSA, ha de imponerse una interpretación restrictiva de dicho precepto en protección de estos accionistas/inversores.

La percepción de este rendimiento mínimo se haya garantizada ante la inexistencia —total o parcial— del presupuesto indispensable para la misma, esto es, la existencia de beneficios distribuibles. Se trata de una verdadera “cacofonía” dogmática si tenemos en cuenta que nos hallamos ante instrumentos denominados *acciones*, aunque sin voto. ante la inexistencia o insuficiencia de beneficios distribuibles subsiste, no obstante, el derecho al dividendo mínimo de los titulares de acciones sin voto, el cual habrá de ser satisfecho dentro de los cinco ejercicios siguientes (art. 91.1 LSA). En otras palabras, caso de imposibilidad de reparto de dividendo mínimo dada la inexistencia de beneficios repartibles, la cuantía de dicho “dividendo” se acumula como *¿deuda?* de la sociedad para el o los ejercicios siguientes —hasta un máximo de cinco— en los

que sí existan beneficios distribuibles. La cuantía a pagar en cada ejercicio queda al arbitrio de la sociedad y puede caber, incluso, que en uno o varios dentro de los cinco siguientes, no se satisfaga la totalidad o parte de aquél, es decir, la sociedad puede graduar el pago de esa obligación entre los cinco ejercicios siguientes.

Mientras dichas cantidades no sean satisfechas a los titulares de acciones sin voto, estas conferirán derecho de voto en las juntas generales y especiales de accionistas (art. 91.1 LSA). La atribución circunstancial de estos derechos implica que la sociedad ha de cumplir respecto de este tipo de accionistas las formalidades legales y estatutarias relativas al desarrollo del procedimiento colegial dentro de la sociedad (convocatorias, derechos de voz y voto, quorums y mayorías, etc.). Del mismo modo, los accionistas sin voto en situación de votar tienen las mismas prerrogativas que el resto de los accionistas en cuanto a la solicitud de convocatoria ordinaria o judicial de la junta general de accionistas. De igual modo, no podrán celebrarse juntas universales (art. 99 LSA) sin la presencia de todo el capital, incluido ahora el representado por las acciones sin voto.

La atribución de derecho de voto a los titulares de acciones sin voto ante esta contingencia parece un medio cuya efectividad es discutible para proteger los intereses de este tipo de inversores y para la propia sociedad. Téngase en cuenta, en especial, que ello puede provocar situaciones de conflicto de intereses entre unos y otros accionistas en la junta general capaces de entorpecer el funcionamiento de la sociedad y provocar, incluso, la anulabilidad de acuerdos de la junta por su contrariedad al *interés social* a pesar de que convengan al interés de los accionistas sin voto. Ello hará preciso determinar, en cada caso, la influencia de dicho interés en relación con la posición de los titulares de acciones sin voto. Téngase en cuenta, también, que si se trata de una sociedad familiar, los accionistas sin voto que eventualmente pueden ejercerlo no podrán alcanzar, generalmente, la mayoría del capital en la junta dado el límite cuantitativo de emisión de este tipo de acciones.

Puede plantearse, finalmente, una cuestión. El art. 92.2 LSA establece que “las acciones sin voto no podrán agruparse a los efectos de la designación de administradores por el sistema de representación proporcional”. ¿Tendrán este derecho ante la insatisfacción del dividendo preferente mínimo? No cabe duda que ello contribuiría de forma notable a la protección de sus especiales derechos. Sin embargo, la respuesta a esta cuestión depende del punto de vista del que se parta. Si estimamos que la atribución circunstancial del derecho de voto a este tipo de acciones significa una especie de habilitación de las mismas como acciones ordinarias (en sentido amplio) a fin de que efectivamente influyan en el poder de decisión de la sociedad, hemos de concluir, en consecuencia, que también tendrán el derecho que, con carácter general, les niega el art. 92.2 LSA. Si, en cambio, pensamos que la atribución del voto es una simple medida coadyuvante o de presión para lograr la satisfacción del derecho al dividendo que la ley les reconoce, habremos de concluir que tal atribución no va a com-

pañada del derecho a la agrupación para la designación de los administradores que, proporcionalmente, les correspondan. Pensamos, no obstante, que la solución correcta es la primera y que los titulares de acciones sin voto recuperan en estos casos una influencia *total* en el poder de decisión en todos los ámbitos de la sociedad anónima.

2.—*Ante la reducción del capital por pérdidas.*— Otra situación de especial riesgo ante las que se protege el contenido patrimonial de las acciones sin voto es la reducción del capital por pérdidas. Ello implica la ruptura del principio de igualdad entre los accionistas ante esta eventualidad. Los accionistas sin voto sólo verán amortizadas sus acciones cuando la cuantía total de la reducción acordada por la junta general “supere el valor nominal de las restantes acciones” (art. 91.2 LSA). Esto ha de interpretarse en el sentido de que se han de amortizar, en primer lugar, la totalidad de las acciones ordinarias y privilegiadas distintas a las acciones sin voto, por su cuantía total, antes de proceder a la amortización de la totalidad o parte de la cuantía de valor nominal representada por las acciones sin voto. Llegado este caso, la amortización de las acciones sin voto habrá de efectuarse con arreglo al principio de igualdad entre las mismas.

Es obvio que la reducción del capital por pérdidas, así como las reducciones debidas a otras finalidades (art. 163 LSA), es una operación susceptible de afectar al límite cuantitativo de emisión de acciones sin voto. Se impone, por ello, a la sociedad el deber de restablecer la proporción en el plazo máximo de dos años, so pena de proceder a la disolución de la sociedad. Parece, no obstante, que esta medida ha de extenderse a cualquier modalidad de reducción de capital y no sólo a la debida a pérdidas como establece la ley.

Finalmente, caso que a consecuencia de la reducción se amorticen “todas las acciones ordinarias”, se establece que las acciones sin voto conferirán derecho de voto hasta que se restablezca la proporción prevista legalmente con las acciones ordinarias (art. 91.2 LSA). Este inciso plantea algunos problemas que ahora sólo podemos apuntar. En primer lugar, parece que por acciones “ordinarias” habrá que entender las acciones distintas a las acciones sin voto; en segundo, es presupuesto para la efectividad de esta disposición la amortización de *todas* esas acciones, luego puede darse el caso que una cuantía mínima de capital “con voto” acapare todo el poder en la S.A.; en tercer lugar, si se produce el supuesto, se plantea el problema de determinar si los titulares de acciones sin voto que, en principio, lo tienen transitoriamente, pero que forman la junta general de la sociedad, tienen la obligación de hacer lo necesario para que se restablezca la proporción inicial o, en cambio, pueden decidir la transformación de sus acciones sin voto en acciones ordinarias y mantener la sociedad en el estado de capital en que ha quedado tras la reducción; en otras palabras, ¿tienen los accionistas ordinarios que han dejado de serlo a consecuencia de la amortización de sus acciones, un derecho subjetivo a recuperar su posición en la sociedad mediante un acuerdo de aumento de capital —que ha de aprobar la junta de accionistas sin voto— cuya suscripción preferente la ostentarán quienes dejaron de ser accionistas y no los actuales accionistas?, o, si existe la obliga-

ción de aumentar el capital en la cuantía precisa, ¿tendrán derecho de suscripción preferente los actuales accionistas sin voto sobre tales acciones o lo tienen los antiguos accionistas con voto? Parece éste un problema que habrá que analizar con cierto detenimiento.

3.–*En el derecho a la cuota de liquidación.*—Se trata de una situación de riesgo para los titulares de acciones sin voto ante la cual la ley, en consonancia con la función de las mismas, dispone medidas protectoras. Así, guardando el carácter de aportación al capital social propio del patrimonio representado por acciones sin voto, se dota a sus titulares del derecho a cobrar con preferencia al resto de los accionistas con cargo al remanente una vez satisfechas las obligaciones sociales en la liquidación (art. 91.3 LSA). De este modo, puede darse el caso que unos accionistas pierdan más patrimonio que otros dentro de la misma sociedad ya que si los titulares de acciones sin voto agotan dicho remanente, los restantes accionistas no podrán recibir cantidad alguna en concepto de cuota de liquidación.

El art. 91.3 LSA establece que este derecho rige “antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes acciones”. Al margen de la forma de expresión (debiera decir “accionista” en lugar de “acciones”), no hay que entender la norma en sentido absoluto ya que tales restantes accionistas pueden recibir cantidades, con preferencia, en concepto distinto al de su posición como tales (trabajadores, obligacionistas, acreedores en general).

Esta preferencia ante la cuota de liquidación no puede ser modificada por los estatutos. Los titulares de acciones sin voto tendrán derecho a la misma, pues, inmediatamente después de los titulares de obligaciones subordinadas, caso que existan valores de este tipo.

4.–Se establece, finalmente que los titulares de acciones sin voto tienen los mismos derechos de las acciones ordinarias salvo el de voto (art. 92.1 LSA). Aquí sí parece emplearse la expresión “acciones ordinarias” en sentido propio. Los accionistas sin voto tienen, pues, derecho de suscripción preferente en las mismas condiciones que ellos (arts. 158-159 LSA); derecho de información; derecho de asistencia y voz en las juntas generales (aunque la opinión es controvertida, vid. art. 48.1.c que se refiere a “asistir y votar”, en relación con art. 92.1 que sólo excluye el derecho de voto); derecho de impugnación de los acuerdos de las mismas; derecho de separación en los casos que proceda; derecho a solicitar el nombramiento de auditores de cuentas en el caso del art. 205.1 LSA, etc.

II.4. La junta especial de titulares de acciones sin voto

Los titulares de cada clase de acciones sin voto forman *ex lege* una junta especial en la que sí tienen derecho de voto. La LSA no ha optado por el sistema legal de representación común de estos accionistas existente en el Derecho italiano, lo cual plantea el problema de su posible introducción estatutaria y, en su caso, la extensión de las facultades del posible representante. En cualquier caso, el contenido individual de la posición de los titulares de acciones sin voto

puede suponer un importante obstáculo a la efectividad de dicho tipo de representación convencional.

Por lo demás, se establece que “toda modificación estatutaria que lesione directa o indirectamente los derechos de las acciones sin voto, exigirá el acuerdo de la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada” (art. 92.3 LSA). Será de aplicación, pues, el art. 148 LSA. También aquí se plantean algunos problemas en cuyo análisis no es posible entrar ahora. Así, entre las modificaciones estatutarias que ha de aprobar esta asamblea especial, ¿se cuentan aquellas que pueden tener especial trascendencia para la sociedad y que, en principio, pueden lesionar indirectamente los derechos de los titulares de acciones sin voto? Piénsese en el caso de participación de la sociedad con acciones sin voto en circulación en una fusión o en una escisión: aprobada la misma por la junta general, ¿debe ser aprobada también por la junta especial de accionistas sin voto quedando la operación supeditada a la aprobación de esta junta? Piénsese, asimismo, en los casos de transformación voluntaria de la sociedad con acciones sin voto, ¿ha de ser aprobada por los accionistas sin voto teniendo en cuenta que la sociedad resultado de la transformación no va ya a continuar siendo anónima y que, por tanto, su capital dejará de estar representado por *acciones* con o sin voto? Y piénsese, finalmente, en la influencia de esta junta especial en los casos de transformación obligatoria debido a que la cifra de capital de la sociedad con acciones sin voto en circulación se reduzca por debajo de los diez millones de pesetas.

III. LAS OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES

El artículo noveno de la Ley 19/1989 (arts. 292-294 LSA) regula, por primera vez en nuestro Derecho, las obligaciones convertibles en acciones. Tal tipo de obligaciones estaba admitido por el Derecho anterior (antiguo art. 95 LSA), aunque existía un considerable vacío normativo en torno a las mismas que se suplía, generalmente en desventaja para los obligacionistas, por las condiciones convencionales establecidas en las escrituras de emisión de tales valores con base en el art. 1.255 CC.

Las obligaciones convertibles en acciones se caracterizan por la peculiaridad de una de sus modalidades de pago. Junto al medio de pago ordinario de toda obligación —entrega de su valor nominal a su vencimiento—, el obligacionista puede optar por la entrega de acciones de la sociedad emisora o de otra sociedad en la cuantía que corresponda. Caso que el obligacionista opte por este último medio, su posición inicial de acreedor quedará transformada en la de accionista de la entidad cuyas acciones recibe en pago. Son muchas las cuestiones que plantea esta modalidad de pago de las obligaciones, casi todas las cuales giran en torno a la protección de la expectativa que los obligacionistas tienen de devenir socios de la entidad cuyas acciones les son ofrecidas a cambio de sus obligaciones. Las notas más destacables del flamante régimen de esta modalidad de obligaciones son las siguientes:

1. El presupuesto básico para la efectividad del derecho a convertir las obligaciones en acciones es la existencia de acciones que entregar a los obligacionistas si éstos ejercitan aquel derecho. Dicha existencia queda garantizada, en tanto se exige a la Junta General que apruebe la emisión de obligaciones convertibles el simultáneo acuerdo de aumento del capital —mediante emisión de nuevas acciones— en la cuantía necesaria, acciones que deben quedar reservadas para los obligacionistas que opten por convertir en acciones sus obligaciones (art. 292.1 LSA). Es, sin duda, el sistema que mejor protege los intereses de los obligacionistas en este aspecto de su derecho a convertir. Se trata de acciones reservadas a los titulares de obligaciones convertibles que opten por solicitar el pago de las mismas mediante entrega de acciones, de modo que surgen derechos irrevocables sobre ellas en favor de los obligacionistas desde el momento de la suscripción. Al tratarse de un aumento de capital acordado pero no suscrito, no puede ser llevado al pasivo del balance sino en la medida que efectivamente lo sea a consecuencia del canje de las acciones por obligaciones (art. 294.1 LSA).

El principal obstáculo que presentaba la emisión de obligaciones convertibles en acciones en el sistema anterior a la LSA según R.D. Legislativo 1.564/1989, de 22 de diciembre, era el relativo al tratamiento del derecho de suscripción preferente del accionista ante el aumento de capital practicado para atender las solicitudes de conversión de las obligaciones. Autores tan autorizados como sus contrapuestas opiniones, se habían pronunciado, en un sentido, sobre la efectividad de tal derecho (considerado esencial) del accionista ante dicho aumento del capital (antiguo art. 39 LSA 1951), y, en otro sentido, sobre la exclusión del mismo ante tal destino de las acciones derivadas de él. Era necesario un pronunciamiento legal sobre el problema. La Ley 19/1989 (art. noveno) optó por el sistema más acertado. La emisión de obligaciones convertibles en acciones supone la exclusión automática del derecho de suscripción preferente del accionista sobre las acciones derivadas del aumento de capital destinado a satisfacer las posibles opciones de conversión (art. 159.2 LSA), pero ese derecho se traspa a la suscripción de las obligaciones convertibles en acciones cuya emisión ha sido acordada (arts. 48.2.b y 293.1 LSA).

Por otra parte, se protege la realidad del capital social prohibiendo la emisión de obligaciones convertibles por valor inferior a su valor nominal (con prima de emisión) y, también, impidiendo la conversión de obligaciones en acciones cuando el valor nominal de las obligaciones sea inferior al de las acciones (art. 292.3 LSA).

2. Otro aspecto protector de los (hipotéticos) obligacionistas es la exigencia a la Junta General de la sociedad emisora de aprobar no sólo la emisión sino también las bases y modalidades de conversión de las obligaciones en acciones (art. 292.1 LSA). Se trata, pues, de aspectos sustraídos a la competencia del órgano de administración (cfr. art. 274.2 y 283.3 RRM). Entre dichas bases ocupa especial importancia la determinación del tipo de conversión, cambio o canje de las obligaciones por acciones, es decir, la determinación del número de acciones, según su valor de mercado, a cuya entrega tendrán derecho los

obligacionistas que opten por esa forma de pago en relación con el valor nominal de las obligaciones. A tales efectos, los administradores habrán de presentar un informe a la Junta General sobre tales extremos acompañado de otro de los auditores de cuentas. En este último informe, los auditores habrán de pronunciarse de forma independiente, aunque no se exija expresamente, sobre la adecuación del tipo de cambio al valor nominal de las obligaciones, así como sobre la procedencia de cantidades suplementarias cuyo pago se disponga al efecto, tanto si éstas han de ser satisfechas por los obligacionistas como si se sufragan con cargo a reservas de libre disposición. Hubiere sido deseable que la Ley 19/1989 hubiera exigido, de forma expresa, la constancia de la relación de cambio en los títulos o bien entre las magnitudes del dato informático que constituye una anotación en cuenta *ex art. 5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.*

La modalidad de conversión ha de ser establecida bajo el principio de posibilitar a todos los obligacionistas la conversión de sus obligaciones en acciones. Las modalidades giran en torno a dos fórmulas: la conversión permanente, abierta o “à tout moment”, y la determinación de uno o varios períodos cerrados. La LSA ha escogido, como supletorio (“salvo que la junta acuerde otro procedimiento”), un sistema intermedio entre ambos sistemas (art. 294.1 LSA). Se establece que los administradores han de emitir, dentro del primer mes de cada semestre, las acciones —del aumento ya acordado— que correspondan a los obligacionistas que hayan solicitado la conversión durante el semestre anterior “e inscribirán durante el siguiente mes en el Registro Mercantil el aumento de capital correspondiente a las acciones emitidas” (art. 294.1 LSA). Se trata de un sistema de conversión permanente aunque no automática o *ipso facto*. Los obligacionistas pueden *solicitar* la conversión en cualquier momento, pero ésta no se producirá efectivamente y, por consiguiente, tampoco su ingreso como accionistas en la sociedad, hasta el primer mes del semestre siguiente a aquel en el que han efectuado su solicitud de conversión. Parece que estos “semestres”, a falta de específica concreción en las condiciones de emisión, han de entenderse como semestres naturales.

Obsérvese, finalmente, que la práctica de otra modalidad de conversión distinta a esta legalmente prevista ha de ser aprobada por la junta general, por lo que tal decisión queda fuera de la competencia de los administradores (aunque *cfr. art. 283.3 RRM*).

3. Se disponen, en siguiente lugar, medios legales de protección de los titulares de obligaciones convertibles en acciones ante determinadas vicisitudes que experimente la sociedad en cuyas acciones son convertibles las obligaciones. Se trata de verdaderas cláusulas “antidilución” de carácter legal que tanto se echaban de menos en nuestro Derecho (art. 294.2-3 LSA).

Ante aumentos de capital con emisión de nuevas acciones o ante nuevas emisiones de obligaciones convertibles en acciones, operaciones ambas susceptibles de afectar negativamente el contenido patrimonial y social del derecho a la conversión de las obligaciones, se atribuye a los titulares de obligaciones conver-

tibles derecho de suscripción preferente, en paridad con los accionistas, sobre tales acciones u obligaciones convertibles (art. 158.1 LSA y art. 293.2 LSA). No se trata del mejor sistema en protección de los obligacionistas, aunque no plantea las dificultades prácticas del, más efectivo, consistente en el ajuste de la relación de cambio bajo control de la CNMV, al modo como se dispone en el Derecho francés.

Si se producen en la sociedad receptora de las opciones de conversión *aumentos de capital con cargo a reservas o reducciones de capital por pérdidas* en tanto sea posible la conversión, es preceptiva la modificación de la relación de cambio en proporción a la cuantía del aumento o de la reducción “de forma que afecte de igual manera a los accionistas y a los obligacionistas”. Cabe señalar que el tratamiento unitario de ambas situaciones no es acertado. El ajuste de la relación de cambio es necesario, aunque insuficiente, en el caso del llamado aumento del capital *gratuito*, pues dicho ajuste habrá de completarse con una atribución de parte de las reservas o beneficios destinados al aumento a cubrir la diferencia de valores por efecto de la incorporación al capital de los mismos, parte de la que se beneficiarán solamente los obligacionistas que opten por convertir sus obligaciones. En cuanto a la reducción de capital por pérdidas, la relación de cambio sólo habrá de ser modificada, en términos puramente formales, si estaba expresado en la misma el valor nominal de las acciones. Lo que en este caso se debe perseguir es que los obligacionistas que conviertan soporten, como el resto de los accionistas, los efectos de la reducción por pérdidas.

Se establece, por otra parte, que la Junta General no puede acordar la *reducción del capital mediante restitución de aportaciones o condonación de dividendos pasivos* en tanto existan obligaciones convertibles, a no ser que, con carácter previo y suficientes garantías, se ofrezca a los obligacionistas la posibilidad de realizar la conversión. La convertibilidad anticipada, por muchas garantías que respecto a la misma se ofrezcan, es el sistema más desprotector de los obligacionistas ante esta operación, rechazado por la doctrina italiana en cuyo Derecho está vigente. Además, esta solución trae consigo un problema adicional: el relativo a la situación en que quedan los obligacionistas que no hayan optado por convertir anticipadamente, sobre lo cual la ley no da solución alguna. Habría sido más adecuado que el legislador hubiera aquí escogido la solución francesa y prohibir de raíz esta operación a la sociedad que tenga obligaciones convertibles en circulación.

Hay que destacar, finalmente, que la ley no ha previsto expedientes protectores de los obligacionistas ante situaciones como las modificaciones en el sistema de reparto de beneficios, fusión, escisión o transformación de la sociedad con obligaciones convertibles en circulación. Tampoco se ha pronunciado la ley sobre la posibilidad y, en su caso, régimen de las obligaciones con bonos de suscripción de acciones, procedimiento de inversión/financiación que ya se practica en nuestro mercado de capitales, aunque huérfano de regulación.

NOTA BIBLIOGRAFICA

- ALBORCH BATALLER, *El derecho de voto del accionista. Supuestos especiales*, Madrid, 1977.
- ALONSO ESPINOSA, *Asociación y derechos de los obligacionistas*, Barcelona, 1988.
- ANGULO RORIGUEZ, *La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones*, Zaragoza, 1968.
- BELTRAN SANCHEZ, "Las acciones sin voto", en *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, bajo la dirección de A. ROJO, Madrid, 1987.
- BEZARD, *La société anonyme*, París, 1986.
- BONNEAU, "La diversification des valeurs mobilières: ses implications en droit des sociétés", *R.T.D.C.*, 1988.
- BROSETA PONT, "acciones: clases y régimen jurídico", en AA.VV.: *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, 1987.
- CAMPOBASSO, en *Trattato delle società per azioni*, vol 5.º, Padova, 1988.
- CASELLA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1983.
- CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978.
- CESARINI, "Le azioni di risparmio: la prassi", *Riv. Soc.*, 1984.
- COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, Milano, 1984.
- DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.
- DUQUE DOMINGUEZ, voz "Obligaciones (de sociedades)", *Nueva Enciclopedia Jurídica SEIX*, tomo XVII, Barcelona, 1982.
- GALGANO, *La società per azioni*, vol. VII del *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, bajo su propia dirección, Padova, 1984.
- GARCIA DE ENTERRIA LORENZO-VELAZQUEZ, "Las obligaciones convertibles en acciones ante la reforma del Derecho de sociedades", *R.D.M.*, 1987.
- GARCIA VILLAVERDE, "La constitución y el capital de las sociedades en la C.E.E. (primera y segunda directrices)", *Cuadernos de Derecho y Comercio*, 5/1989.
- MEIER-HAYOZ - Von Der CRONE, *Wertpapierrecht*, Berna, 1986.
- MENENDEZ, *Ensayo sobre la evolución actual de la sociedad anónima*, Madrid, 1974.
- MERLE, *Droit commercail. Sociétés commerciales*, París, 1988.
- NOBILI, "La disciplina delle azioni di risparmio", *Riv. Soc.*, 1984.
- SCHMIDT, *Gesellschaftsrecht*, Berlín (y otras ciudades), 1986.
- VICENT CHULIA, "El régimen de las acciones en el Proyecto de Ley de reforma", en AA.VV.: *El nuevo Derecho de las sociedades de capital*, bajo la dirección de I. QUINTANA, Madrid, 1989.