

USUFRUCTO DE ACCIONES Y AUMENTO DE CAPITAL CON OPCIÓN A NUEVAS ACCIONES *

1. Importancia del problema. 2. Progresivo reconocimiento legislativo del derecho de opción. 3. El problema y la solución. 4. Las normas expresas: art. 111, párrafo 4º, de la Ley brasileña; el texto legislativo italiano: inadmisibilidad de un derecho exclusivo del usufructuario. 5. Emisión de acciones gratuitas. 6. Emisión de nuevas acciones mediante pago. 7. ¿Derecho del usufructuario a la propiedad plena de las nuevas acciones?

1. El problema que planteamos no es nuevo, pero indudablemente ha adquirido mayor interés que nunca desde que, con más amplitud, se ha reconocido legislativamente el derecho de opción reservado a los antiguos accionistas, en caso de aumento del capital social mediante la emisión de nuevas acciones.

En efecto, donde no está sancionado el derecho de opción, la emisión de las nuevas acciones se realiza normalmente con un sobreprecio que evita que las nuevas acciones sean suscritas por extraños a un precio inferior al valor efectivo que las acciones tendrán después de obtenido el aumento. El sobreprecio será un incremento del patrimonio social y la base de un verosímil aumento de los dividendos: la relación entre nudo propietario y usufructuario de las acciones no cambiará por tanto

Pero en el régimen de derechos de opción la cosa es distinta.

Si, pues, como creemos, el reconocimiento del derecho de opción es incompatible con la emisión de nuevas acciones con sobreprecio,¹ y por ende será tanto más elevado normalmente el valor de la facultad de suscribir a la par acciones que, incluso después del aumento del capital, valdrán más y con frecuencia mucho más, que su valor nominal, el problema que nos planteamos asume importancia y relieve particulares.

* Este artículo formará parte del volumen en honor de *Paul Roubier*.

1 Véase mi artículo *Emissione di azioni in opzione e sovrapprezzo* (en preparación).

2. No se puede, en verdad, afirmar que se asista en todas partes, a una marcha pacífica del derecho de opción, con un progresivo reconocimiento de él en todos los ordenamientos. Hay ordenamientos que lo ignoran, y otros que parecen más bien orientados a limitarlo; en conjunto, sin embargo, se puede decir que el reconocimiento del derecho de opción a los socios antiguos se está extendiendo progresivamente.

Valga un somero esbozo de la situación actual en los principales países.

En el derecho mexicano, la Ley General de Sociedades Mercantiles (art. 132) consagrando la práctica anterior, ha sancionado la reserva del derecho de opción a favor de los socios.² El artículo 2441 del Código Civil italiano de 1942, introdujo por primera vez una norma expresa que reserva a los socios el derecho de opción en caso de aumento de capital con emisión de nuevas acciones.

Dicho artículo dice: "Las acciones ordinarias de nueva emisión deben ser ofrecidas en opción a los accionistas en proporción a las acciones poseídas, salvo que por acuerdo de la asamblea deban ser liberadas en todo o en parte mediante aportaciones en especie".

"Para el ejercicio del derecho de opción debe concederse a los accionistas un término no inferior a quince días desde la publicación de la oferta de opción en la *Gaceta Oficial*."

"Cuando los intereses de la sociedad lo exijan, el derecho de opción podrá ser excluido o limitado mediante el acuerdo de aumento de capital, aprobado por un número de socios que represente más de la mitad del capital social, aun cuando el acuerdo se tome en asamblea de segunda convocatoria."³

El sistema italiano es uno de los más rígidos en la materia, superado quizá sólo por el español. Sustituye el silencio mantenido intencionalmente por el Código de comercio de 1883,⁴ silencio interpretado por la

2 Véase RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ, *Curso de Derecho Mercantil*, vol. I, México, 1947, p. 130; MANTILLA MOLINA, *Derecho Mercantil*, 4a. Edición, México, 1959, p. 336 (que sostiene que las nuevas normas deben aplicarse también a pesar de cualquier disposición en contrario contenida en los viejos estatutos).

3 El D. L. del C. P. S. el 20 de agosto de 1947, núm. 920, añadía el siguiente párrafo: "Mediante acuerdo de la asamblea tomado por la mayoría requerida para las asambleas extraordinarias por los artículos 2368 y 2369 se puede excluir el derecho de opción, aunque sólo respecto a una cuarta parte de las acciones de la nueva emisión, si éstas se ofrecen en suscripción a los dependientes de la sociedad. Una exclusión de la opción en medida superior al cuarto debe ser aprobada por la mayoría prescrita en el apartado precedente."

4 La reserva del derecho de opción a los socios antiguos sostenida por MOCENI, fue controvertida por PASQUALI: véase MARGHERI, *I motivi del nuovo codice di commercio*, Napoli, 1885, iv, p. 688.

doctrina casi unánimemente en el sentido de que el estatuto y la asamblea pueden libremente disponer en caso de aumento de capital con emisión de nuevas acciones,⁵ aun cuando los escritores más recientes y prestigiosos se refieren a la exigencia de que la facultad de la asamblea no rebase los límites que excluyen el ejercicio arbitrario en daño de algunos socios.⁶

Conviene advertir que, en la práctica, la reserva del derecho de opción a favor de los antiguos accionistas estaba ya muy extendida bajo el imperio del viejo código: el Proyecto *Vivante* de nuevo Código de comercio había sancionado, en el artículo 218, la reserva a favor de los accionistas, salvo que las nuevas acciones fueran destinadas a compensar aportaciones en especie, mediante aprobación de la asamblea con la mayoría requerida para las modificaciones estatutarias; el proyecto siguiente (*D'Amelio*) confirmó la reserva a favor de los socios antiguos, precisando que tal reserva se refería a las acciones ordinarias, y que las acciones deberían ser ofrecidas "a un mismo precio".

En el último proyecto (*Grandi*: art. 294), y en el Proyecto Ministerial de Código Civil (art. 375), el derecho de opción aparece ya, salvo diferencias de forma, tal como será acogido en el Código de 1942.⁷

En Francia, donde sólo el artículo 1º, párrafo 1 de la ley de 22 de noviembre de 1913 admite de modo pacífico que se pueda efectuar el aumento de capital con simple acuerdo de mayoría, no se considera que subsista un derecho del socio a la opción para las acciones de nueva emisión, sin una expresa cláusula estatutaria;⁸ pero en este caso, se negaba que pudiera ser derogada por el voto de la mayoría.

5 Véase VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1923, vol. II, núm. 428, p. 161; SRAFFA, *Un rimedio contro le scalate*, en *Riv. dir. comm.*, 1925, II, p. 285 y s.; NAVARRINI, *Trattato teorico pratico di diritto commerciale*, Torino, 1919, vol. IV, núm. 1792, p. 467; MONTESSORI, *Il diritto d'opzione nella emissione di nuove azioni*, en *Riv. dir. comm.*, 1921, I, p. 466 y s.; SOPRANO, *Trattato teorico pratico delle società commerciali*, Torino, vol. I, núm. 400, pp. 411 y s.; FRÈ, en *Nuovo Digesto Italiano*, vol. IX, Voz: *Opzione*, p. 172; DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, p. 457; ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale: Società e associazioni commerciali*, Roma, 1936, p. 132.

6 Véase DE GREGORIO, *op. cit.*, p. 457, núm. 1 y ASCARELLI, *Appunti*, p. 132, p. 263.

7 Acerca del derecho de opción en el nuevo código, véase NOBILI, *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958; y del mismo: *Il diritto d'opzione e i suoi limiti*, en *Rivista delle società*, 1957, p. 656; MICCIO, *Il diritto di opzione nell'aumento di capitale delle società per azioni*, Napoli, 1957.

8 Véase PIC, *Des sociétés commerciales (en el Traité de droit commercial del THALLER, vol. III)*, Paris, 1924, p. 141; HOUPIN et BOSVIEUX, *Traité général des sociétés*, 7a. edic., Paris, 1937, Supplement, II, p. 473; JANTON, *Etude financière et juridique sur l'augmentation de capital dans les sociétés anonymes*, Paris, 1931, p. 169, MARIA, *Des modifications du capital social*, Paris, 1913, p. 154.

Es con el decreto de 8 de agosto de 1935 cuando se acoge en la legislación francesa el derecho de opción de los socios antiguos (“non obstant toute disposition contraire des statuts”) para la suscripción de las nuevas acciones que hayan de pagarse en efectivo,⁹ admitiendo que tal derecho puede ser excluido por acuerdo de una mayoría calificada (tres cuartas partes de los votos de los presentes) (art. 5^o), teniendo en cuenta que actualmente (ley de 17 de febrero de 1953), para la validez de la asamblea se requiere un *quorum* de la mitad del capital en la primera convocatoria, de un tercio en la segunda y de un cuarto para la tercera convocatoria.

La ley francesa requiere para la validez del acuerdo que excluya el derecho de opción, el dictamen previo del consejo de administración que aclare “les motifs de l'augmentation de capital ainsi que les personnes auxquelles seront attribuées les actions nouvelles et le nombre d'actions attribuées à chacune d'elles, le taux d'émission et les bases sur lesquelles il a été déterminé” (art. 6) y, además, informe de los órganos de control que confirme como “exactes et sincères” las bases del cálculo seguido por los administradores. La violación de las normas de ley comporta no sólo la nulidad del acuerdo, sino incluso sanciones civiles y penales contra administradores y comisarios.

La jurisprudencia ha reconocido posteriormente, que el poder de la asamblea en ningún caso es arbitrario y no puede conducir a crear desigualdad entre los socios.

En Bélgica, donde el derecho de opción es frecuentemente atribuido a los socios por los estatutos, se omite, intencionalmente, en la ley de 1913.¹⁰ La asamblea que deba aprobar el acuerdo de aumento de capital con el voto de las tres cuartas partes de los votantes (para la regular constitución, se exige la presencia de al menos la mitad del capital social en primera convocatoria, sin que se exija límite de presencia en la segunda), decide también sobre las modalidades de la emisión.

La Comisión Bancaria,¹¹ un “établissement public” que goza de poderes reglamentarios, encomienda la reserva del derecho de opción a los accionistas, y para reprimir la preponderancia de la mayoría, la doctrina

9 Los principios se mantienen inclusive en los proyectos de reforma: véanse *Travaux de la Commission de réforme du code de commerce et du droit des sociétés*, vol. II, Paris, 1950, p. 260 y s.; SOLUS, *La réforme du droit des sociétés*, Paris, 1938, p. 295.

10 Véase FREDERIQ, *Traité de droit commercial belge*, Gand, 1950, v, núm. 519, p. 738.

11 Véase FREDERIQ, *op. cit.*, 1, núm. 523, p. 741; VAN RYN, *Principes de droit commercial*, Bruxelles, 1954, I, núm. 15, p. 22.

ha recurrido también en materia de derecho de opción, al principio de abuso del derecho de voto.¹²

En España, donde cierta doctrina afirmaba la existencia de un derecho consuetudinario que reservaba la opción a los antiguos accionistas, porque una cláusula de este contenido se incluía normalmente en los estatutos, la ley de 17 de julio de 1951, con un sistema que es quizá el más rígido y riguroso, reserva expresamente a los socios el derecho de opción y no consiente la exclusión sino con consentimiento unánime de los mismos.¹³

En el derecho brasileño, el artículo 78 del decreto ley número 2627 del 26 de septiembre de 1940, reserva a los socios un inderogable derecho de opción y autoriza expresamente (art. 111, párrafo 3) la posibilidad de la cesión del derecho de opción, en el caso de que el socio no quiera ejercitarlo. Se prevé la excepción de que las nuevas acciones estén destinadas a adquirir otra negociación, como en la ley italiana.¹⁴

En Alemania, el *Allgemeines Deutsches H. G. B.* de 1861 no hablaba del derecho de opción, que solía regularse en los estatutos y que con frecuencia se reservaba a los promotores o fundadores, a la par, hasta que la *Aktiennovelle* de 1884, trajo con el nuevo párrafo 215 la prohibición de reservar a favor de determinadas personas, antes del acuerdo de aumento, las acciones que debían emitirse.¹⁵ La asamblea tenía, a su vez, poderes ilimitados para ofrecer las acciones a quien quisiera.

La misma disciplina se reproduce en los párrafos 282 y 283 *H. G. B.* y después, casi textualmente, en el párrafo 154, ap. 2, del *Aktiengesetz*. Ahora, el párrafo 153, ap. 1, del *Aktiengesetz*, sanciona el derecho preferente de opción de los socios: "Recht auf den Bezug neuer Aktien können nur unter Vorbehalt des Bezugsrechts der Aktionäre zusichert werden."

Está prohibida la exclusión del derecho de opción en el acto constitutivo: la libertad de la asamblea es, sin embargo, absoluta, y prácticamente queda al arbitrio de una mayoría de tres cuartas partes de los

12 Véase PIRET, *La protection des minorités d'actionnaires en droit belge*, en *Revue pratique des sociétés*, 1953, p. 150.

13 Véase GARRIGUES-URÍA, *Comentario a la ley de sociedades anónimas*, Madrid, 1952, vol. I, art. 39, núm. 7, p. 404 y s.; GIRÓN TENA, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid, s. d., p. 490; SOLÁ CAÑIZARES, *Tratado de sociedades anónimas*, Barcelona, 1953, p. 277; URÍA, *Derecho mercantil*, Madrid, 1958, núm. 221, pp. 185-186.

14 Véase por todos: MARTINS FERREIRA, *Instituições de direito commercial*, 5a. edic. São Paulo, 1957, vol. I, tomo II, núm. 499, p. 747-751.

15 Véase BERNICKEN, *Das Bezugsrecht des Aktionars*, Berlín, 1928, p. 6; cfr. BROMMANN, *Aktienbezugsrecht und Gratisaktie*, en *Zentralblatt für Handelsrecht*, 1927, I, p. 1 y s.

socios representados en la asamblea, mayoría que basta para acordar el aumento de capital y excluir el derecho de opción de los accionistas.

La jurisprudencia, en su control sobre posibles abusos, encuentra un fundamento en la disposición general del párrafo 197, ap. 2, del *Aktien-gesetz*, que permite la anulación de acuerdos viciados por abuso del derecho de voto para fines personales extraños a la sociedad.¹⁶

En Suiza, después de los proyectos de 1919 (art. 717), de 1923 (art. 674) y de 1928 (arts. 651 y 569), sólo en la revisión del Código de las Obligaciones (art. 652)¹⁷ fue introducido el derecho de opción, aunque no de modo inderogable, pues se consiente en su exclusión, sea en el acto constitutivo, sea en el acuerdo de aumento, el cual, es de notarse, puede tener lugar en el derecho suizo, si los estatutos no disponen otra cosa, inclusive por simple mayoría.

También en Suiza, por lo demás, la jurisprudencia, cuando es necesario, encuentra remedio a los abusos en el principio de la paridad (*Gleich-behandlung*) de los socios,¹⁸ que es asimismo protección de los derechos individuales, como en la concepción italiana, y defensa contra el abuso del voto por intereses extraños a la sociedad, como en la concepción alemana.

En Suecia, la ley de 1944 sobre sociedades por acciones (párrafo 55) reserva a los socios el derecho de opción sólo en el caso en que las viejas acciones atribuyan todas iguales derechos de participar en el patrimonio y en las utilidades; si, por el contrario, son acciones de diversa categoría, será el estatuto quien regule cómo se ejercitará la opción.

En los Estados Unidos —en la medida en que se pueda hablar con criterio unitario, respecto de un ordenamiento cuya falta de unidad es notoria— se suele recordar todavía como *leading case* el *Gray v. Portland Bank* —Mass. 3641 (1807)—, en el que la Corte, invocando los *fiduciary duties* que incumben a los administradores, afirmaba el principio de que

16 Respecto de este control: STAUB-PINNER, *Kommentar zum HGB*, Berlín / Leipzig, 1933, vol. III, Ann. 2 al § 282, p. 742, y después de la reforma: SCHLEGELBERGER-QUASSOWSKI, *Aktien-gesetz*, Berlín, 1937, Ann. 11 al § 153, p. 721; BAUMBACH-HUECK, *Aktien-gesetz*, München u. Berlin, 1956, Ann. 4D, al § 153, p. 393.

17 "Sauf disposition contraire des statuts ou de la décision portant augmentation du capital, chaque associé a le droit de souscrire une fraction des nouveaux titres proportionnée au nombre de ses actions" Discuten los juristas suizos si en el caso de que los estatutos reserven el derecho de opción a los socios se trata de un derecho adquirido ("*droit acquis*"; "*Wohlerworbenes Recht*") o no, en el sentido del artículo 646 del código de las obligaciones.

18 Cfr. STRIGER, *Le droit des sociétés anonymes*, adapt. por COSANDEY, Lausanne, 1950, p. 299; SCHUCANY, *Kommentar zum Schweizerischen Aktienrecht*, Zürich, 1940, p. 68; SCHLUEP, *Die wohlerworbene Rechte des Aktionars und ihr Schutz nach Schweizerischen Recht*, Zürich, u. Saint-Gallen, 1955, p. 128 y s.

las nuevas acciones deberían ser ofrecidas a los socios en proporción a su cuota: principio reiterado en la jurisprudencia posterior.¹⁹

Debe notarse, sin embargo, que, entre las excepciones admitidas, está aquélla —que estadísticamente no es del todo excepcional, sobre todo en las grandes sociedades— de los aumentos autorizados, con facultad a los administradores de realizarlos dentro los límites de la autorización, con una discrecionabilidad que difícilmente admitirían los derechos continentales. Por otra parte, en varios Estados (Nueva York, Illinois, California, Delaware, Massachussets)²⁰ la ley misma admite que los estatutos puedan excluir el derecho de opción o sancionarlo expresamente. Y la tendencia más reciente en las sociedades grandísimas (por ejemplo, la General Motors o la Westinghouse), parece ser la de excluir estatutariamente (hasta donde sea posible) el derecho de opción,²¹ aun cuando en la práctica, si la emisión es a la par, se suele conceder el derecho de opción a los accionistas. Por otra parte, la gran discrecionabilidad equitativa dejada al juez americano para apreciar si la actuación de los administradores y de la misma mayoría está exenta de fraude, da posibilidades ignoradas en los derechos continentales.²²

En Inglaterra, se ha visto no sólo una atenuación del derecho de opción reservado a los socios por la *Companies Act* de 1862 (art. 27 Tab. A) y por la de 1908 (art. 42 Tab. A), en la posterior *Companies Act* de 1929 (art. 35 Tab. A), sino que con la ley vigente (*Companies Act* 1948) la expresa reserva a los socios de tal derecho ha desaparecido, aunque sea siempre posible que tal derecho lo sancionen los estatutos o los acuerdos de las asambleas.²³

Coherentemente —en nuestra opinión— con la falta de reserva a los socios de un derecho de opción, la sección 56 sanciona la posibilidad de emisión de las nuevas acciones con sobreprecio (*at a premium*). Quedan a salvo los remedios judiciales contra los posibles abusos de los administradores (obligados a actuar como *fiduciaries*), cuando obren incorrec-

19 Ver MORAWETZ, *The Preemptive Right of Shareholders*, en *Harvard Law Review*, vol. 42 (1928-29), p. 186; DRINKER, *The Preemptive Right of Shareholders to Subscribe to New Shares*, *ivi*, vol. 43 (1929-30), p. 586 y s.

20 Ver DODD y BAKER, *Cases and materials on Corporations*, Brooklyn, 1951, p. 928.

21 Ver DEWING, *The Financial Policy of Corporations*, New York, s. d., II, p. 1164.

22 Ver BALLANTINE, *On Corporations*, Chicago, 1946, núm. 278, p. 655.

23 Ver CHARLESWORTH, *The Principles of Company Law*, London, 1954, p. 98; LEVY, *Private Corporations and their Control*, London, 1950, II, p. 795; GOWER, *Some Contrasts between British and American Corporation Law*, en *Harvard Law Review*, vol. 69 (1956), p. 1380.

tamente,²⁴ por ejemplo, si emiten las nuevas acciones a precio demasiado bajo, con perjuicio de los viejos socios.

3. Si, por tanto, ya sea en virtud de normas legislativas o por obra de la práctica, la reserva del derecho de opción a los viejos accionistas en caso de aumento de capital con emisión de nuevas acciones pagadoras, está tan difundida, se comprende fácilmente el interés del problema que pasamos a exponer.

El problema es el siguiente: cuando por efecto de aumento de capital se ofrezcan nuevas acciones a los accionistas, bien gratuitamente o en virtud de un derecho de opción que se les reconozca, ¿cuáles serán los derechos respectivos del nudo propietario y del usufructuario? La respuesta —que no creo que dé de modo expreso, ningún ordenamiento legislativo y que puede parecer hasta en contraste con las normas de algunas leyes expresamente dictadas (como la del Código italiano)— no puede ser, en mi opinión, sino la siguiente: *Al usufructuario corresponden los dividendos sobre las nuevas acciones atribuidas gratuitamente y, además, una parte de las acciones atribuidas en pago, igual a la que se podría adquirir con la realización, mediante venta, del derecho de opción relativo a la otra parte de las nuevas acciones ofrecidas a los socios. En caso de venta del derecho de opción, pertenecerá al usufructuario el usufructo sobre la suma obtenida.*

Las razones que me hacen concluir en el sentido arriba enunciado, se relacionan, por una parte, con el mecanismo de la distribución de acciones gratuitas y con la emisión de nuevas acciones concedidas en opción a los socios, y, por otra, con la exacta valoración del contenido económico de los derechos del usufructuario.

4. Debe reconocerse que inclusive en las legislaciones en las cuales se han dictado normas expresas a propósito del derecho de opción sobre acciones sujetas a usufructo, subsiste el problema que planteamos, y quizá la norma expresa no facilite siquiera la solución, porque crea nuevas dudas.

En el derecho brasileño, el artículo 111, párrafo 4, se limita a decir que, en caso de usufructo, el derecho de opción, si no es ejercitado por el accionista, puede ser ejercitado por el usufructuario.²⁵ Ello no ha de entenderse en el sentido de si el nudo propietario no suscribe las nuevas acciones, pierda por ello su derecho, porque en la ley brasileña,

24 Cfr. GOWER, *The principles of modern Company Law*, London, 1954, p. 509.

25 "No usufruto e no fideicomisso, o direito de preferência, se não exercido pelo acionista poderá sê-lo pelo usufrutuário ou fideicomissário" Cfr. MARTINS FERREIRA, *op. cit.*, *loc. cit.*

y precisamente en el apartado precedente (art. 111, párrafo 3) se reconoce la facultad de ceder el derecho y, por tanto, sólo le quedará al usufructuario su ejercicio si el accionista no ha ejercitado ni cedido el derecho de opción.

El código italiano de 1942 tiene una norma expresa que dice: "Si las acciones atribuyen un derecho de opción, éste corresponde al socio. Cuando el socio no provea, al menos tres días antes del vencimiento, al desembolso de las sumas necesarias para el ejercicio del derecho de opción, éste será enajenado *por cuenta del socio mismo* por medio de un agente de cambio o de una institución de crédito" (art. 2352 del código civil).

Puesto que no hay duda de que el socio, en el caso concreto, es el titular de la nuda propiedad de las acciones, y no el usufructuario, la expresada disposición parece, a primera vista afirmar lo contrario de la solución propuesta, pero ello no es sino fruto de una lectura precipitada de la disposición. La verdad es que si el artículo no fue felizmente formulado, la intención del legislador y el fin de la disposición no pueden ser los que parecen a primera vista.

En sustancia, la única cosa que se deduce de la norma de la ley brasileña y de la norma del código italiano, es que el derecho de opción no es, desde luego, un simple accesorio de los frutos de la acción, que como tal corresponda al usufructuario.

Quienes se han planteado el problema, han dado también para el derecho italiano diversas y, sobre todo, discutibles respuestas. FERRARA reconoce el derecho del usufructuario al dividendo sobre las nuevas acciones, si ha efectuado los desembolsos para adquirirlas, pero lo excluye si el desembolso fue hecho por el nudo propietario.²⁶ FERRI, hablando del artículo 1998, considera la opción —y, por tanto, el dividendo sobre las acciones optadas o el producto de la venta de los derechos de opción— en atención a las utilidades aleatorias que corresponden al usufructuario.²⁷ TONNI llega a solución análoga, sobre la base de la accesión (art. 893 código civil), considerando las nuevas acciones como accesiones (?) de las preexistentes.²⁸ ASQUINI, considerando el derecho del accionista como derecho a una cuota del patrimonio, opina que el usufructuario está investido de un derecho a los frutos de una cuota proporcional al capital representado por las acciones que están en usufructo: la dispo-

26 Véase *Gli imprenditori e la società*, Milano, 1952, p. 352.

27 Cfr. en *Nuova rivista di diritto commerciale*, 1948, I, p. 123, y en *Foro Ital.* 1947, I, 515 (observaciones al Tribunal de Roma, 2 de abril de 1947).

28 Véase *I diritti dell'usufruttuario sulle azioni di nuova emissione*, en *Foro Padano*, 1948, III, p. 1 y s.

bilidad del derecho de opción pertenecerá al accionista, pero el goce del valor patrimonial pertenece al usufructuario.²⁹ ASCARELLI se adhiere en sustancia a ASQUINI, y siguiendo más de cerca los principios legislativos que los principios generales, no deja de poner de relieve la incoherencia de la solución propuesta por BIGIAMI, que deja al arbitrio del nudo propietario —enajenando la opción o ejercitándola— el perjudicar el interés del usufructuario.³⁰ GASPERONI niega el derecho del usufructuario, considerando el derecho de opción reconocido a los primitivos accionistas en relación a su *status* de socio.³¹ BIGIAMI, partiendo de la consideración de que las nuevas acciones provengan de título oneroso, opina que ello basta para excluir todo derecho del usufructuario y encuentra confirmación a su tesis en el artículo 2352 del código italiano, que pone los desembolsos debidos sobre las acciones a cargo del nudo propietario, mientras que en materia de usufructo los pagos son efectuados por el usufructuario; reconoce, sin embargo, en caso de enajenación del derecho de opción, el derecho del usufructuario al usufructo de las ganancias producto (tesis a todas luces incoherente desde el punto de vista económico).³² También FRÈ, aunque reconociendo que al sustraerle el usufructo sobre las nuevas acciones, el usufructuario sufre pérdida, opina que la letra de la ley no admite otra solución.³³ Mientras, BRUNETTI³⁴ opina que la extensión del usufructo a las nuevas acciones no sería posible sino considerando el derecho de opción como una utilidad aleatoria, producto del título (art. 1998 código civil) o como accesión (art. 983), y que como no se puede aceptar ni una tesis ni la otra, ningún derecho de usufructo sobre las nuevas acciones se podrá reconocer al usufructuario, como tampoco derecho alguno sobre las sumas obtenidas en caso de cesión del derecho de opción.

5. Para la solución del problema aquí expuesto, deben distinguirse las hipótesis de acciones gratuitamente otorgadas y de emisión de acciones con opción a pago. Examinemos la primera hipótesis.

29 Véase *Usufrutto di quote sociali e di azioni*, en *Riv. dir. comm.*, 1947, I, p. 12 y s.; *Ancora sull'estensione dell'usufrutto alle azioni optate*, *ivi*, 1948, II, p. 38 (nota a un decreto del Tribunal de Roma de 2 de abril de 1947).

30 Véase *Diritto d'opzione e usufrutto di azioni*, en *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 1959, 271 y s., especialmente p. 289; (reproducido, en *Studi in tema di società*, p. 257 y s.).

31 Véase *Usufrutto di azioni e diritto di opzione*, en *Riv. dir. comm.*, 1943, II, p. 165 (n. a. T. Roma, 12 de abril de 1943).

32 Véase *Estensione dell'usufrutto alle azioni optate?*, en *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 1947, p. 584 y s.

33 Véase *Commentario al Codice civile*, — *Libro V: Del Lavoro*, Bologna, 1956, al art. 2352, p. 191.

34 Véase *Trattato del diritto delle società*, vol. II, *Le società per azioni*, Milano, 1948, p. 147.

La emisión de nuevas acciones a distribuir gratuitamente entre los socios, cualquiera que sea el proceso económico y contable mediante el que se actúe, produce lo que vulgarmente se califica de "aguamiento del capital". En realidad, no representa un incremento del patrimonio social, sino sólo una adecuación del capital nominal a la efectiva entidad patrimonial del ente social, obtenido, en la mayoría de los casos, con la conversión en capital de reservas ocultas o manifiestas, en ocasiones a través de una adecuación del capital al aparente incremento del valor del patrimonio social debido a la devaluación monetaria. (No han faltado en Italia, después de la guerra, disposiciones legislativas que autorizan expresamente tales revaluaciones.)

De aquí resultan, obviamente, dos consecuencias: que con la emisión de las nuevas acciones el patrimonio social queda sin variación, y que queda asimismo inalterada la participación proporcional de cada uno de los accionistas en los frutos de la gestión.

Es claro, entonces, que quien teniendo derecho de usufructo sobre las viejas acciones, perciba sus dividendos, no saca ventaja necesariamente, ni mucho menos la obtiene en perjuicio del propietario, incluso si percibe los dividendos sobre las nuevas acciones.

Para convencerse de la exactitud de la solución, basta la comparación con la hipótesis de aumento de capital mediante simple aumento del valor nominal de las viejas acciones. Es claro que si, en lugar del valor nominal de 100, se atribuye a las acciones el valor nominal de 200, con duplicación de capital, conservando el nudo propietario y el usufructuario los respectivos derechos sobre las nuevas acciones, nada ha cambiado.

Ahora bien, entre el aumento del valor nominal al doble y la atribución a todos los socios de una nueva acción gratuita, no hay diferencia sensible; tampoco en este caso, los derechos recíprocos del nudo propietario y del usufructuario podrán ser salvaguardados sino atribuyendo a uno la nuda propiedad de las dos acciones resultantes después del aumento, y al otro, el usufructo sobre las mismas.

No digo que necesariamente, en el caso de emisión de nuevas acciones en opción, el valor total de las acciones y el total de sus dividendos resulten iguales antes y después de tales operaciones, lo que siempre sería exacto; pero partiendo de que la operación haya sido técnicamente aconsejable y, por tanto, racionalmente económica, se obtendrá aumento, tanto del valor total de las participaciones accionarias de cada socio, como de los dividendos atribuidos en conjunto a cada accionista. Pero estos aumentos representan un incremento natural debido a la sabia operación realizada.

Lo cierto es que el aumento de los frutos se realiza en cada caso *salva rerum substantia*, es decir, respetando la integridad de la cosa fructífera. Es bien lógico y equitativo, por tanto, que los dividendos de las nuevas acciones pertenezcan a quien tenga sobre las acciones originarias un derecho de usufructo.

Y diré aquí, que lo que vale para la distribución gratuita de nuevas acciones sociales, vale también para la hipótesis de distribución gratuita a los socios de nuevas acciones de otras sociedades que figuren en la cartera de la propia sociedad. También en este caso, desde el punto de vista económico, se presenta el mismo fenómeno. Las acciones distribuidas *gratis* eran las que existían antes en el patrimonio de la sociedad, del que eran parte integrante: primero, los frutos correspondientes iban a incrementar los dividendos en beneficio del usufructuario; después, las acciones distribuidas gratuitamente, como parte del patrimonio social, pertenecen al nudo propietario, pero los dividendos correspondientes pertenecen al usufructuario, que indirectamente, es decir, por medio de la sociedad, los percibía también antes a través de los dividendos distribuidos sobre acciones gravadas con usufructo.

6. No es diferente la situación en el caso de emisión de nuevas acciones reservadas en opción de pago a los socios, hecha sólo una advertencia obvia. El razonamiento anterior sirve cuando para efectuar la suscripción de nuevas acciones no intervenga una aportación de nuevos capitales por parte del socio, porque, en tal caso, como se comprende, la participación patrimonial de cada socio en la sociedad, sería efectivamente incrementada, e incrementado deberá también entenderse el total de los dividendos distribuibles, y por tanto, los asignables a cada socio. Si se reconoce sin más al usufructuario el dividendo sobre las acciones suscritas en opción por el socio nudo propietario mediante un nuevo pago efectuado por él, evidentemente se vendrá a aprovechar el usufructuario del fruto de sumas erogadas por el nudo propietario de las acciones, y de las entregadas por él a la sociedad. Ahora bien, el usufructuario tiene derecho a los frutos de la inversión originaria, es decir, de las acciones originarias, no a los frutos que resultan de los nuevos capitales invertidos en la sociedad por el socio.

Pero en la práctica se acude a un razonamiento muy simple: como las opciones son cesibles y tienen un valor en el mercado, bastará calcular cuántas nuevas acciones han sido o habrían podido ser adquiridas por el socio mediante venta de una parte de los derechos de opción que le corresponden y sin otro desembolso personal del socio.

Estas nuevas acciones serían, por tanto, completamente gratuitas y sobre ellas subsistiría el derecho del usufructuario. Poco importa, en efecto, que el nudo propietario haya luego en parte enajenado o no, los derechos de opción: el derecho del usufructuario se extenderá de cualquier modo a los dividendos de tantas acciones de nueva emisión cuantas se hubieran podido obtener gratuitamente mediante venta de parte de los derechos de opción.

A esta solución, que es la única que tiene un lógico y racional fundamento económico, no obsta la letra del artículo 2352 del código civil ya citado, con tal que sea entendido correctamente. La disposición se explica, en efecto, como una refutación de la opinión que considera como exclusiva pertenencia del usufructuario los derechos de opción —considerándolos casi como parte de los frutos— sólo porque se ofrecen a los socios durante el período del usufructo, y muchas veces junto con la distribución de los dividendos.³⁵ Ello sería inicuo, porque, como se ha dicho, las nuevas acciones distribuidas gratuitamente o no, a los socios, no representan un fruto, sino, sustancialmente, parte del patrimonio social.

Lo que el legislador quiso, pues, decir fue que las opciones no pertenecen al usufructuario, sino al nudo propietario, quien, por lo tanto, adquirirá las acciones gratuitas, podrá libremente decidir si suscribe o no las pagadoras, y si no quiere suscribirlas, es decir, si no ha suministrado los medios al usufructuario para que las suscriba y haga los pagos por él, los derechos de opción serán realizados del modo previsto en el mismo artículo, por cuenta del socio, es decir, del nudo propietario. Pero eso, y sólo eso, dice la ley: *a quien pertenezcan los derechos de opción*, es decir, esto es, a quien pertenezcan *a título de propiedad*. No excluye del todo la ley —y no sería ni justo ni lógico— que sobre las nuevas acciones, o sobre el producto de la realización de las opciones, se perpetúe el usufructo del usufructuario, o, mejor dicho, es forzoso admitir, por las obvias consideraciones económicas antes invocadas, que es precisamente así.

Esta solución, que responde a exigencias racionales, me parece que encuentra comprobación en el régimen establecido por el mismo artículo 2352 del código civil, último párrafo, en la hipótesis, que podría llamarse contraria, de la solicitud de pago sobre acciones no enteramente liberadas, allí donde afirma que el usufructuario está obligado a realizar el pago, salvo el derecho a la restitución al extinguirse el usufructo. Ello

³⁵ Ver ESCARRA, *Cours de droit commercial*, Paris, 1952, p. 547, núm. 1: "le droit de souscription a le caractère d'un capital et non d'un fruit de l'action".

quiere decir que como los frutos —e incluso los mayores frutos que produzcan los nuevos capitales invertidos en la negociación social, mediante la exigencia de los décimos— quedan en provecho del usufructuario, habría sido inicuo obligar al nudo propietario a las exhibiciones requeridas, pues con ello el usufructuario vendría a enriquecerse con los frutos del capital personal del nudo propietario, con el que el objeto del usufructo no tiene nada que ver. Viceversa, puesto que el patrimonio social queda aumentado con el pago de los nuevos décimos es justo que al final del usufructo el nudo propietario reintegre al usufructuario las sumas por él pagadas, solamente, y no también de los intereses, porque éstos, bajo forma de mayores dividendos, fueron ya percibidos por el usufructuario.

Que pueda así mediar, más aún: que medie un latente conflicto de intereses entre nudo propietario y usufructuario respecto a los criterios de gestión, y, sobre todo, al modo de formular el balance, es evidente. El nudo propietario encontrará provechosos los criterios administrativos prudentes, de incremento de la reserva, de parsimonia en la distribución de los dividendos. Por lo contrario, el usufructuario sacará ventaja de una hacienda alegre, de las revaluaciones, de la distribución de espléndidos dividendos y ¡ojalá! de la distribución de utilidades no realizadas efectivamente. Pero aquí, al menos por lo general, no son los dos portadores de las intereses en pugna quienes deciden: son los órganos sociales nombrados para la formación de los balances (si pueden en tal caso, y dentro de qué límites, hacer valer sus derechos contra balances o criterios administrativos que les dañen, el usufructuario o el nudo propietario, respectivamente, no es problema a resolver aquí). Lo que precisamente no es admisible es que el nudo propietario absteniéndose de suscribir, y realizando los derechos de opción, pueda sustraer algo al derecho del usufructuario, o que sólo porque el nudo propietario, con desembolsos propios adquiera las acciones ofrecidas en opción, el usufructuario pueda pretender hacer suyos los dividendos de todas las acciones adquiridas así.

En verdad, la simple consideración del contenido económico de las relaciones, no habría podido llevar a otra solución, incluso frente a un texto legislativo descuidado o de dudosa interpretación, si buena parte de nuestra doctrina no estuviera dominada, hasta ahora, por una obediencia irrazonable a la letra o por prejuicios puramente conceptualistas. Nunca, como en este caso, se verá cuán fecunda sea una bien entendida “jurisprudencia de intereses”.

7. No quiero omitir, para terminar, una consideración.

Si la solución dada —aun controvertida en la doctrina y todavía no respaldada por una jurisprudencia firme después de la introducción del nuevo código— me parece que debe aceptarse como protección necesaria, desde el punto de vista lógico, jurídico y económico, del derecho del usufructuario al mantenimiento de su cuota sobre los frutos (es decir, sobre los dividendos), sobre las utilidades realizadas por la negociación social, quisiera añadir que cabe todavía preguntar si el usufructuario no tenga a veces, además de los frutos, también la propiedad plena, en todo o en parte (según el criterio arriba expuesto), de las nuevas acciones emitidas en opción o gratuitamente, y ello, por la reflexión de que en la parte en que son gratuitas, no representan sino utilidades no repartidas (y por tanto, frutos) de precedentes ejercicios. Debo decir en seguida que aquí la norma del artículo 2352 del código civil ya citada, es menos fácil de superar en cuanto habla de propiedad reconocida al nudo propietario de las viejas acciones: el intérprete podrá decir que “propietario” debe en tal caso entenderse como “nudo propietario”, por la exigencia de salvaguardar los derechos del usufructuario, pero difícilmente puede superar del todo la norma, y llegar a decir que el nudo propietario de las viejas acciones no se convierte siquiera en nudo propietario de las nuevas.

Además, es seguro que desde un punto de vista racional y económico, si se acertara a probar que, en realidad, por la política seguida en los balances precedentes, o por límites legales a la distribución de dividendos, prolongados durante años, las nuevas acciones no están constituidas, al ser gratuitas, o en la parte en que lo sean (diferencia entre valor efectivo y precio de suscripción), sino por el reparto de reservas creadas *con dichas utilidades*, y se probase que estas reservas se formaron en un período en el cual existía el usufructo y, por tanto, con perjuicio del usufructuario, deberá llegarse a sostener que las nuevas acciones gratuitas —o en la parte en que lo sean— *pertenecen en plena propiedad* al usufructuario. A quien objete contra esta tesis que, en el momento en que con la aprobación de los balances se aprobó que una parte de las utilidades no se repartiese, se le puede siempre replicar que si normalmente tal decisión es libre, hay, sin embargo, el caso en que la norma ponga —como sucedió en Italia en tiempos de guerra— un límite máximo a los dividendos, y que, después de todo, la renuncia, inclusive espontánea, a la distribución inmediata, no quiere decir necesariamente renuncia a favor de otros (en concreto, del nudo propietario). La tesis, racional-

mente impecable, no será por lo demás puesta en práctica sin graves dificultades, dada la norma textual de la ley, por una parte, y por otra, la dificultad de la prueba de que realmente las nuevas acciones representan sólo el reparto de las reservas que se formaron estando pendiente el usufructo.

Mario ROTONDI,

Director del Instituto de Derecho Comparado A. Sraffa en Milán. Correspondiente del "Institut de France". Traducción de la Lic. Ester DEL PINO.