

**GARCÍA GREWE, C., *EL DERECHO DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTE. EXCLUSIÓN, INEXISTENCIA Y CONFIGURACIÓN ESTATUTARIA*, CIZUR MENOR (THOMSON REUTERS-CIVITAS), 2014, 547 PP.\***

MARTA FLORES SEGURA\*\*

El régimen legal del derecho de suscripción preferente ha experimentado numerosas reformas parciales a lo largo de los últimos años. Sin embargo, como atestigua el actual Anteproyecto de Código mercantil, las sucesivas modificaciones no han concluido. La causa radica en que los problemas que subyacen a esta regulación no han sido resueltos de forma satisfactoria. En este contexto, la monografía *El derecho de suscripción preferente. Exclusión, inexistencia y configuración estatutaria*, de Cristina García Grewe, ofrece una visión coherente y sistemática del derecho de suscripción preferente a través de un pormenorizado análisis de los supuestos de exclusión, limitación e inexistencia del derecho.

Esta obra, cuyo germen fue la tesis doctoral que la autora defendió en 2013, representa la culminación de los estudios de la profesora García Grewe sobre el derecho de suscripción preferente, materia sobre la cual ya ha publicado otros trabajos. La monografía, prologada por el profesor Ángel Rojo Fernández-Río, está estructurada en torno a tres partes principales, precedidas de un capítulo introductorio. Se trata de una obra sólida, fundada sobre una extensa bibliografía, tanto nacional como extranjera, que viene a replantear diversas cuestiones en torno al derecho de suscripción preferente.

El punto de partida para analizar la exclusión, la limitación y la inexistencia del derecho de suscripción preferente consiste en determinar la estructura jurídica del mismo, así como los márgenes que quedan a la autonomía de la voluntad en la configuración estatutaria del Derecho. Existen varias concepciones en torno a la estructura del derecho de suscripción preferente (un derecho instrumental que, como es sabido, tiene por finalidad permitir a los accionistas mantener inalterada su participación en el capital social a pesar de los sucesivos aumentos de capital que pueda realizar la sociedad). En ese sentido, el posicionamiento que

---

\* Fecha de recepción: 20 de julio de 2015.

Fecha de aceptación: 22 de septiembre de 2015.

\*\* Profesora ayudante doctora de Derecho mercantil en la Universidad Autónoma de Madrid. Correo electrónico: marta.flores@uam.es. Este trabajo se integra en el Proyecto de investigación DER2014-52014-P, «Organización y reestructuración de grandes empresas. Consideración especial de las reformas del sistema financiero» (investigadoras principales: Aurora Martínez Flórez y María Luisa Aparicio González).

se adopte en cuanto a la estructura del derecho de preferencia condicionará, necesariamente, las conclusiones que se alcancen en materia de su exclusión, limitación e inexistencia.

A esa tarea está dedicado el capítulo introductorio de la obra. En esta introducción, la autora comienza haciendo referencia a la declaración, en la Ley de Sociedades de Capital, del derecho de suscripción preferente como un derecho mínimo del accionista (art. 93 LSC), y compatibiliza lo anterior con que el derecho de preferencia no sea un derecho absoluto. Ciertamente, la Ley de Sociedades de Capital, siguiendo la regulación contenida en la Segunda Directiva en materia de sociedades (art. 33), consagra el derecho de suscripción preferente, mas no con carácter absoluto: se prevé, en efecto, la existencia de acuerdos de aumento de capital en los que, bien por expresa previsión legal, bien por acuerdo de la junta general, el derecho de suscripción preferente no llegue a nacer. Seguidamente, la monografía afronta la distinción entre derecho abstracto y derecho concreto de suscripción preferente, una teoría aceptada, entre otros, por los principales tratadistas alemanes (que tan bien conoce la profesora García Grewe), pero que carece de base alguna en el Ordenamiento jurídico español: conforme al régimen legal vigente en España, el derecho de suscripción preferente nace en el momento en que se acuerda un aumento de capital con emisión de nuevas acciones y con cargo a aportaciones dinerarias (art. 304.1 LSC), pero no antes. No puede afirmarse la existencia de un derecho abstracto de suscripción preferente (que vendría referido a todos los aumentos de capital que se puedan producir a lo largo de la vida de la sociedad, pero que carecería de objeto concreto, y, por lo tanto, de contenido) y que además relativiza la relevancia de la exclusión del derecho. A continuación, se conceptualiza al derecho de suscripción preferente como derecho subjetivo, en la medida en que, desde su nacimiento (esto es, a partir de la adopción del acuerdo de aumento de capital), el derecho de preferencia pasa a formar parte de la esfera jurídica individual de cada accionista, quien, desde ese momento, tiene pleno poder para disponer del mismo, para ejercitarlo, para renunciar a él o para dejarlo caducar (al margen, por lo tanto, del ámbito competencial de la junta general). Por esto mismo, la autora se inclina por incluir al derecho de suscripción preferente entre los derechos potestativos (*Gestaltungsrechte*).

Las conclusiones que se alcanzan en la obra en cuanto a la estructura del derecho de suscripción preferente, y que tan cruciales resultan en el posterior desarrollo de la investigación, pueden resumirse como sigue: la condición de socio es necesaria para poder llegar a adquirir el derecho de suscripción preferente, pero no es suficiente. En la medida en que no puede aceptarse la existencia de un derecho abstracto de suscripción preferente, el derecho de preferencia solo nace con el acuerdo de aumento de capital. A partir de ese momento, y en tanto que derecho subjetivo, el derecho de suscripción preferente pasa a formar parte de la esfera jurídica individual del socio y, por lo tanto, ya no puede ser suprimido o limitado por un acuerdo mayoritario de la junta general. Estas conclusiones permiten a la autora acotar claramente el único momento en el que se puede acordar la exclusión del derecho: por un lado, no es posible excluir un derecho abstracto de suscripción preferente (porque es imposible excluir algo que no existe). Y, por otro lado, dado que el derecho de suscripción

preferente nace en y con el acuerdo de aumento de capital, tampoco es posible concebir la exclusión del derecho de suscripción preferente en un momento posterior. De este modo, la exclusión debe producirse necesariamente en el mismo acuerdo de aumento de capital (art. 308 LSC).

El capítulo introductorio se cierra con el análisis de la evolución legislativa en materia del derecho de suscripción preferente. La profesora García Grewe describe detalladamente esta evolución, que parte de la total ausencia de un reconocimiento legal del derecho de suscripción preferente (Código de Comercio de 1885), pasa por la concepción del derecho de suscripción preferente como un derecho absoluto (Ley sobre el Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951) y termina con su actual configuración como un derecho de naturaleza derogable (a consecuencia de la trasposición en España de la Segunda Directiva en materia de sociedades de capital). Sin embargo, la autora no se limita a reflejar la evolución regulatoria, sino que también identifica las posibles razones a las que obedecen en cada caso los cambios legislativos, así como las ventajas y desventajas de cada modelo. La adopción de una perspectiva temporal permite a la autora ofrecer una panorámica de las sucesivas reformas legales del régimen del derecho de suscripción preferente y la concepción subyacente acerca de cómo se han de articular los diversos intereses enfrentados. Se trata de una descripción rigurosa y exhaustiva que permite al lector aprehender rápidamente lo conflictiva y fluctuante que resulta la materia.

La primera parte de la monografía (y la más extensa) está dedicada a los casos en los que la *exclusión, total o parcial*, del derecho de suscripción preferente se produce por acuerdo de la junta general. El acuerdo de aumento de capital que excluye el derecho de preferencia produce, de forma inmediata, la dilución de la participación social de los antiguos accionistas. Este efecto directo sobre la condición de socio, sin que medie el consentimiento individual de los accionistas, determina que la Ley exija el cumplimiento de una serie de requisitos formales y materiales destinados a proteger los intereses de los accionistas en la sociedad. Esta parte de la obra está dedicada al meticuloso estudio y revisión de tales requisitos.

Por lo que respecta a los *requisitos materiales*, para la válida adopción de un acuerdo de aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente es necesario, por un lado, que el interés social así lo exija; y, por otro, que el precio de emisión de las nuevas acciones se corresponda con el valor razonable de las antiguas acciones (art. 308 LSC). Ambos requisitos implican conceptos jurídicos indeterminados, lo cual obliga a la autora a contextualizarlos e integrarlos, de cara a alcanzar una interpretación correcta de la norma.

En relación con el *interés social*, la autora realiza un importante esfuerzo por concretar tal concepto, atendiendo a las principales concepciones que se defienden del mismo. Parte de una posición contractualista y considera que el interés de los socios en mantener inalterada su participación en la sociedad también es encuadrable dentro del interés social. A partir de lo anterior, la profesora García Grewe se ocupa de la expresa inclusión de este requisito

en la norma, del ámbito de control judicial, del necesario juicio de proporcionalidad entre sendas manifestaciones de un interés social y del ámbito facultativo que la Ley otorga a la junta general para que esta decida acerca de un aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente. Con la expresa inclusión del interés social en la norma, la Ley lo configura como presupuesto de hecho legitimador del acuerdo, lo cual implica la necesidad de realizar un juicio de proporcionalidad entre sendos intereses enfrentados, determina la nulidad del acuerdo que no lo respete y extiende en consecuencia el control judicial también a aquellos acuerdos que sean neutros para la sociedad pero perjudiquen injustificadamente a determinados accionistas.

El segundo requisito material se refiere al *precio de emisión* de las nuevas acciones: es necesario que este precio se corresponda con el valor razonable de las antiguas acciones de la sociedad, según haya sido determinado por un auditor de cuentas. Tal previsión es una garantía patrimonial para los antiguos accionistas, puesto que, de esta manera, se impide que, con el aumento de capital, se produzca una redistribución del patrimonio de la sociedad entre los antiguos y los nuevos accionistas, con la consiguiente dilución del valor económico que corresponde a cada acción antigua en relación con el patrimonio social. El patrimonio y la cifra de capital de la sociedad deben incrementarse de forma proporcional. El objetivo es proteger el valor que, respecto del patrimonio de la sociedad, representa cada acción. En la parte correspondiente de la monografía, la profesora García Grewe expone, de forma meticulosa y con gran rigor metodológico, el concepto y problemas que suscitan el «valor razonable» y su determinación. Una vez concretado cómo ha de entenderse este concepto en el régimen de la exclusión del derecho de suscripción preferente, la autora se detiene en el análisis de la adecuación y necesidad del «valor razonable» como precio de emisión en las sociedades no cotizadas (tanto *de lege lata* como *de lege ferenda*). De la lectura de esta parte de la obra se desprende la preocupación de la autora por integrar funcionalmente un concepto (el del «valor razonable») preeminentemente contable, aunque de gran relevancia en las normas societarias.

Los *requisitos formales* resultan complementarios a los requisitos materiales y tienen también una clara finalidad tuitiva de los intereses de los accionistas. Pueden identificarse con el concreto procedimiento que debe seguirse para que la junta general adopte un acuerdo de aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente. En la monografía se aborda el estudio de los requisitos formales en orden cronológico. Así, la autora comienza por analizar la *propuesta de acuerdo*. Destacan las reflexiones en torno a si necesariamente tiene que ser una única propuesta o si, por el contrario, el aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente puede ser objeto de dos propuestas separadas; así como el estudio de la autoría de la propuesta. A continuación se aborda el régimen legal de la *convocatoria de la junta general*, que reviste una importancia innegable como mecanismo de tutela de los accionistas y, por eso mismo, impone requisitos imperativos de publicidad, de tiempo y de contenido. Se garantiza así que todos los accionistas de la sociedad dispongan en igualdad de condiciones de la información adecuada para poder tomar una decisión

razonada acerca de los derechos que se activan con ocasión de la junta general. Sigue a lo anterior un detallado análisis de la *información documental* que asiste a los socios: para la válida adopción de un acuerdo de aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, la Ley exige la elaboración de un informe por parte de los administradores de la sociedad, donde se justifique la existencia de un interés social que exija la exclusión del derecho, con indicación del valor de las acciones y el precio de emisión propuesto. Adicionalmente, un auditor de cuentas nombrado por el Registro Mercantil debe elaborar un informe especial en el que se pronuncie sobre el valor razonable de las acciones, el valor teórico del derecho de preferencia que se pretende suprimir y la razonabilidad de los datos incluidos en el informe de los administradores (art. 308 LSC). En la obra se analiza cada documento y la información que ha de contener detalladamente, se explican los motivos de su exigencia y también el papel que juegan en la tutela de los antiguos accionistas. El análisis de los requisitos formales concluye con una sección dedicada a la *adopción del acuerdo*.

La primera parte de la monografía se cierra con el análisis de la posibilidad de limitar o excluir parcialmente el derecho de suscripción preferente (posibilidad que aparece tanto en el art. 308.1 LSC, como en el art. 33.4 de la Segunda Directiva en materia de sociedades, pero a la cual se había dedicado escasa atención). A estos supuestos debe aplicárseles el mismo régimen que el expuesto para la exclusión total del derecho, aunque con particularidades derivadas del carácter parcial de la exclusión (principalmente, en cuanto al interés social que justifica la exclusión y el precio de emisión de las nuevas acciones), y con la necesaria distinción de si la limitación del derecho de preferencia afecta o no por igual a todos los accionistas.

La segunda parte de la obra está dedicada al estudio de los supuestos de *inexistencia legal* del derecho. Recuérdesse que la Ley de Sociedades de Capital, al establecer el ámbito de aplicación del derecho de suscripción preferente, lo hace tanto de forma positiva (definiendo los aumentos de capital que dan lugar al nacimiento del derecho) como de forma negativa (estableciendo determinados aumentos de capital en los que, en ningún caso, los accionistas de la sociedad tendrán el derecho de preferencia). En este sentido, el derecho de suscripción preferente aparece circunscrito a los aumentos de capital que se realicen mediante la emisión de nuevas acciones con cargo a aportaciones dinerarias (art. 304.1 LSC). En estos aumentos, la junta general podrá acordar la exclusión del derecho, siempre que se cumplan los requisitos establecidos por la Ley (y a cuyo análisis está dedicada la primera parte de la obra). Frente a ello, la norma excluye de forma *expresa* e imperativa el derecho de preferencia en determinados aumentos de capital; concretamente, en dos supuestos (art. 304.2 LSC): en los aumentos de capital que sean consecuencia de la absorción del patrimonio de otra sociedad por fusión o escisión, y en los aumentos de capital que sean consecuencia de la conversión de obligaciones en acciones. A lo anterior ha de sumarse otro supuesto (incluido más tardíamente, en el año 2009, con la Ley de Modificaciones Estructurales), en el cual la inexistencia del derecho de suscripción preferente aparece de forma *implícita*: los aumentos de capital realizados con aportaciones *in natura*. La finalidad

de esta segunda parte, según afirma la propia autora, no consiste tanto en proporcionar un análisis exhaustivo de todos los supuestos de inexistencia del derecho de suscripción preferente, sino en posibilitar una visión de conjunto de los mismos, focalizada en los riesgos que conlleva cada una de estas operaciones para los accionistas y en los correspondientes mecanismos de tutela implantados en la Ley. Las conclusiones alcanzadas denotan déficits difíciles de explicar en materia de protección de los accionistas ante aumentos de capital con aportaciones no dinerarias. Precisamente para salvar las dificultades detectadas, la obra incluye una propuesta *de lege ferenda*.

A continuación, se valora la posible regulación estatutaria divergente en el caso de aumento de capital mediante aportaciones no dinerarias: esto es, se avanza una interpretación sobre el carácter imperativo o dispositivo de la inexistencia del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital *in natura*, en atención al carácter tácito con el que la Ley establece este supuesto de inexistencia. La segunda parte de la obra concluye con el análisis del particular régimen de la inexistencia (explícita) del derecho de suscripción preferente en las sociedades profesionales cuando el aumento de capital tenga por finalidad la promoción de empleados de la sociedad (art. 17 LSP).

La tercera y última parte de la monografía está dedicada al análisis del margen que la Ley deja a la autonomía de la voluntad de los socios para *regular estatutariamente* la exclusión, limitación e inexistencia del derecho de suscripción preferente. La profesora García Grewe se plantea así la validez y admisibilidad de las posibles configuraciones estatutarias divergentes o complementarias del régimen legal (por ejemplo, la posibilidad de prohibir la exclusión del derecho de preferencia en los estatutos, la posibilidad de configurar estatutariamente los requisitos materiales para la válida exclusión de este derecho, etc.). En esta parte, destacan especialmente el exhaustivo estudio de las limitaciones estatutarias del derecho de suscripción preferente cuando existen diferentes clases de acciones, así como el análisis de las limitaciones de este derecho en una segunda vuelta configurada estatutariamente. El análisis parte de la normativa nacional, pero la autora presta especial atención a la finalidad de la norma y a los intereses tutelados. En esta materia, se revela particularmente esclarecedor el Derecho comunitario y la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. La obra concluye con el análisis de la posibilidad de establecer obligaciones a cargo de los accionistas respecto del derecho de suscripción preferente en los estatutos como prestación accesoria, y, al margen de los estatutos, en un pacto parasocial.

Se trata, en definitiva, de una obra sólidamente construida y cuidadosamente ejecutada, susceptible de resultar de utilidad tanto a los estudiosos del Derecho como a los prácticos de la abogacía.