

## **ACCIONES PREFERIDAS CON PAGO DE DIVIDENDO GARANTIZADO, INDEPENDIENTEMENTE DE LOS RESULTADOS**

*José Edwaldo Tavares Borda*

### **SÍNTESIS DE LA PONENCIA**

Las acciones preferidas sin voto deben contar con beneficios reales que las compensen por su incapacidad política.

Un dividendo prioritario determinado debe ser la contrapartida de la ausencia de voto y la falta de pago de ese dividendo debe determinar la inmediata adquisición del derecho de voto, hasta que el dividendo sea pagado.

No cabe, sin embargo, garantizar ese dividendo al accionista independientemente de los resultados acumulados. Tal garantía afrentaría el principio de la intangibilidad del capital y comprometería la seguridad de los acreedores, la cual se fundamenta en ese principio.

La propia limitación de la responsabilidad de los accionistas, que tiene por suposición la intangibilidad del capital, estaría siendo abalada en sus fundamentos.

Se puede, sin embargo, consagrar, en la ley o en los estatutos, la obligación de la compañía en distribuir el dividendo prioritario siempre que la sociedad disponga de reservas voluntarias o resultados de ejercicios anteriores.

### **ACCIONES PREFERIDAS CON DIVIDENDO GARANTIZADO**

#### **I- INTRODUCCIÓN**

Las acciones preferidas en los países en desarrollo, representan un instrumento bastante eficaz para el fortalecimiento del mercado de capitales.

Las empresas no cotizadas o familiares todavía dudan en hacer oferta pública, pues sus controladores temen la eventual pérdida del control. Por esa razón se aferran al control mayoritario y evitan la dispersión de las acciones.

Las acciones preferidas, que pueden no tener derecho de voto, permiten la cotización de la sociedad, sin que sea amenazada la hegemonía del grupo controlador. Por supuesto que esta modalidad de acción, para conquistar el respeto del mercado, debe contar con ventajas y beneficios que compensen la ausencia de voto. El inversionista de mercado, en principio, no se encuentra movido por la perspectiva de voto, y sí por el desempeño de la sociedad y por su capacidad de producir resultados.

Sin embargo, la acción preferida, para que mantenga su prestigio en el mercado, y sea capaz de estimular el crecimiento de los negocios bursátiles, tiene que hacerse digna de beneficios reales que compensen su incapacidad política.

Una prioridad real, en lo que tañe a los dividendos, se muestra extremadamente importante y incluso necesaria, a fin de componer un cuadro equilibrado donde la ausencia de voto tenga como contrapartida un dividendo preferente.

Los beneficios a ser atribuidos a la acción preferida deben, sin embargo, subordinarse a los límites representados por la capacidad de la sociedad de producir

ganancias, sean estas las ganancias del ejercicio o las ganancias de ejercicios anteriores. Si no existen estas ganancias, cualquier dividendo que fuera abonado a las acciones preferidas estaría siendo distribuído en detrimento del capital.

Uno de los principios básicos del derecho societario es el principio de la intangibilidad del capital, que funciona como garantía para los acreedores. Se puede incluso afirmar que la intangibilidad del capital es el corolario (la contrapartida) de la limitación de la responsabilidad de los socios o accionistas.

No hay así como garantizar al accionista el pago del dividendo preferente, pues si así se hiciera, la propia sociedad estaría siendo comprometida en sus bases de sustentación.

El dividendo preferente es una prioridad y por eso precede al dividendo de las acciones ordinarias. Supone la existencia de ganancias distribuibles. Si ausentes esas ganancias, no cabe distribuir dividendos, pues estos se condicionan a las ganancias.

La inversión en acciones, además, por ser una inversión de riesgo, depende del desempeño de la sociedad. No hay, pues, cómo o por qué garantizarlo.

El accionista, cualquiera que sea la modalidad de sus acciones, no es un acreedor; su título no es de renta fija.

## **II - LA ACCIÓN PREFERIDA**

En oposición a las acciones ordinarias, que son acciones normales, atributivas de los derechos comunes de los accionistas, las acciones preferidas son siempre diferenciadas, por lo que ofrecen algún beneficio especial o sufren alguna restricción particular.

Los beneficios más frecuentes se relacionan a un dividendo prioritario, a una prioridad en el reintegro del capital o a una preferencia política.

La restricción más usual concierne al derecho de voto.

Algunas legislaciones vinculan la ausencia de voto a un necesario dividendo prioritario fijo o mínimo, mientras otras confieren al estatuto la libertad de disciplinar libremente las acciones preferidas, atribuyéndoles apenas ventajas o apenas desventajas, o aun ventajas y desventajas simultáneamente. Hay, todavía, aquellas legislaciones que disponen a respecto de los beneficios mínimos de la acción preferida.

La acción preferida sin voto permite la democratización del capital de la sociedad sin la simultánea democratización del control. De hecho, es esa su principal finalidad, atendiendo al interés de los controladores en poner en el mercado acciones que no influyan sobre el control de la sociedad.

Las legislaciones en general limitan, por eso mismo, el porcentaje de acciones preferidas sin voto que la sociedad puede emitir, siendo importante resaltar que ese límite tiende a situarse en cincuenta por ciento del capital.

Un porcentaje de acciones sin voto superior al cincuenta por ciento del capital, acogido por algunos sistemas legislativos (Brasil), presenta el inconveniente de entregar el control mayoritario de la sociedad al grupo representativo de menos de veinticinco por ciento del total de las acciones emitidas.

Las acciones preferidas con voto pleno, no están, naturalmente, subordinadas

a cualquier limitación cuantitativa. Apesar de poco frecuentes en la práctica societaria, estas acciones se diferenciarían apenas por las ventajas especiales que disfrutarían.

En líneas generales, se puede afirmar que la principal característica de la acción preferida es la diferenciación. Ellas son preferidas exactamente porque son diferenciadas, porque no se encuadran en el patrón representado por la acción ordinaria.

### **III - EL DIVIDENDO PRIORITARIO**

Los dividendos son frutos de las acciones. Consecuentemente, es necesario que la sociedad produzca ganancias, para que surja la oportunidad de su distribución.

Las ganancias que serán distribuídas podrán haber sido generadas en el propio ejercicio o en ejercicios anteriores. El dividendo se origina, por lo tanto, de la ganancia del ejercicio, de las reservas voluntarias o de las ganancias de ejercicios anteriores.

El dividendo prioritario es, por definición, una precedencia. De las ganancias que se distribuirán a las acciones, se debe, antes de nada, destacar la parcela correspondiente a la preferencia de las acciones preferidas. El saldo, si lo hay, irá atender a las acciones ordinarias, que podrán así nada recibir, recibir un dividendo menor del mínimo previsto para las acciones preferidas, o igual a este, o incluso superior, hipótesis en que todas las acciones serán contempladas con el mismo monto.

Algunos países permiten, en oposición al dividendo mínimo, el llamado dividendo fijo que, una vez atendido, autoriza que todo el saldo del dividendo a distribuir, aunque muy superior al mínimo, sea completamente abonado a las acciones ordinarias. Se trata, en este caso, de una prioridad que es también una limitación, así aviltando la clase de acciones a que se refiere.

Algunas legislaciones establecen de modo suplementario, para las acciones preferidas sin voto, un dividendo mínimo de 5% sobre el valor nominal o de referencia de esas acciones (España, Portugal), creando, de ese modo, de forma compulsoria, una compensación especial para la ausencia de voto. Hay, aun, los sistemas que mandan pagar un dividendo sumado (10 % a más, por ejemplo, de lo que el de las acciones ordinarias) a las acciones preferidas que no estén contempladas en los estatutos, con un dividendo prioritario determinado (Brasil).

No obstante corresponda a una de las ventajas de la acción preferida, el dividendo prioritario significa la justificación más evidente para la exclusión del voto de la acción.

### **IV - LA AUSENCIA DE VOTO**

El derecho de voto se deriva de la condición de accionista y, en principio, a cada acción debería corresponder un voto.

La práctica societaria condujo, sin embargo, a la creación de las acciones preferidas sin voto, las cuales se destinan a inversionistas no interesados en el control.

Las acciones ordinarias tienen, sin embargo, en el voto, una de sus características esenciales.

Lo normal es la atribución de un voto a cada una de esas acciones. Algunas legislaciones permiten, sin embargo, la limitación del número de votos por accionista. Hay, todavía, las que admiten que se condicione cada voto a un determinado número de acciones (Uruguay).

Ocurren, en la tendencia de pensamiento opuesta, legislaciones que consagran el voto plural, permitiendo que el estatuto cree clases especiales que disfruten de más de un voto por acción, a veces dos, a veces hasta cinco votos por acción (Francia, Argentina, Paraguay).

Esos procedimientos destinados a restringir o a ampliar el número de votos por acción ordinaria crean una cierta imprecisión conceptual, y por ello, la tendencia que hoy se observa es en el sentido de no adoptarlos en la legislación, o aún cuando por esta adoptados, no implementarlos en la práctica estatutaria.

La acción preferida sin voto constituye, sin embargo, una práctica corriente, pero la ausencia de voto costumbra ser vista como una contrapartida de las ventajas especiales de que se encuentra dotada, notadamente a respecto del dividendo. Con frecuencia y de acuerdo con los preceptos imperativamente impuestos en ley, la no distribución del dividendo prioritario acarrea, como consecuencia, la adquisición del derecho de voto por esas acciones hasta que el correspondiente dividendo sea pagado. La adquisición de voto se opera, en algunos sistemas inmediatamente tras la primera omisión en el pago del dividendo (Portugal, España, Argentina), mientras que en otros se permite que el estatuto fije, para eso, un plazo no superior a dos o tres ejercicios (Brasil).

Ciertas materias, sin embargo, que cambian de una legislación para otra, deberán ser sometidas a la deliberación de todos los accionistas, con voto o sin voto.

## **V - EL CAPITAL SOCIAL Y SU INTANGIBILIDAD**

El capital social desempeña papel relevante en el ámbito de la sociedad anónima, pues, además de significar una medida de desempeño social - apenas es lucrativa la sociedad cuyo patrimonio neto excede el monto del capital social - sirve todavía para definir el sistema de fuerzas dentro de la sociedad - la posición de cada accionista y su número de votos resulta de la parcela del capital (número de votos) de que se es titular.

El capital se presenta, especialmente, como un indicador de los recursos destinados a la actividad social - un fondo de actuación - a ser mantenido constante.

Para la preservación y la integridad de ese capital fueron instituidos los principios de unidad, realidad e intangibilidad del capital.

El principio de unidad indica que la sociedad, aunque dotada de varios establecimientos, tiene un capital uno, ya que concierne a la persona jurídica.

El principio de realidad se destina a preservar la consistencia del capital, evitando que los bienes destinados a su integralización sean sobrevalorados.

El principio de intangibilidad tiene por escopo impedir que el capital social sea derivado para la remuneración del accionista.

La parcela del patrimonio neto que excede el capital social tiene la naturaleza de lucro y, respetada la reserva legal, puede ser distribuida.

La parcela del patrimonio neto que corresponde al capital apenas puede ser consumida en la actividad social, y cuando desfalcada, debe ser recompuesta, compensándose, en las ganancias futuras, las pérdidas acumuladas.

El capital social apenas puede retornar a los accionistas en la liquidación de la sociedad, después de atendidos todos los acreedores.

La intangibilidad del capital funciona como una garantía para los acreedores de la sociedad.

Es esencial que así sea, especialmente en las sociedades de responsabilidad limitada, como es el caso de la sociedad anónima.

Si los acreedores cuentan apenas con el patrimonio social, tanto que los accionistas no responden por las obligaciones de la sociedad, la parcela de ese patrimonio (patrimonio neto) que corresponde al capital debe mantenerse disponible para el atendimento de los acreedores.

La distribución de dividendos en detrimento del capital funcionaría como una especie de restitución de capital al accionista.

El procedimiento adecuado en ese caso sería la reducción del capital, hipótesis que se subordina a un procedimiento especial y que puede ser impugnada por los acreedores.

Esa cuestión, la preservación del capital, por su importancia, há llevado algunas legislaciones a tipificar como crimen la distribución como dividendo de valores que no correspondan a lucros de hecho computados según balances regularmente aprobados.

## **VI - EL DIVIDENDO GARANTIZADO**

Garantizar un determinado dividendo al accionista preferente puede significar un factor importante para la atracción de las acciones.

Esa garantía, no obstante, potencializará el riesgo de pago de dividendos en detrimento del capital.

Si la empresa no dispone de ganancias del ejercicio o de ganancias de ejercicios anteriores, el cumplimiento de la garantía acarreará el comprometimiento del capital, que estaría siendo desfalcado en beneficio del accionista.

Esa compulsividad del dividendo ciertamente violaría varios principios. El principio de la intangibilidad del capital estaría siendo desconsiderado, y por eso mismo, perdería el capital una de sus funciones precipuas, que es la de ofrecer un margen de garantía a los acreedores.

La teoría de la limitación de la responsabilidad de los accionistas, que se apoya en el hecho de prevalecer la personalidad jurídica de la sociedad y en la consideración del principio de la separación de los patrimonios, estaría siendo abalada en sus fundamentos, en la medida que no apenas los frutos del capital, pero el propio capital pasaba a ser objeto de eventual distribución.

Por otro lado, habría una verdadera subversión en la sistemática de clasificación de las inversiones, pasándose a confundir renta fija con renta variable. La acción es por excelencia un título de renta variable. La atribución, a la acción preferida, de un dividendo garantizado deslocalaría ese título, por lo menos parcialmente, para el rol de los títulos de renta fija. Habría una superposición de conceptos.

El accionista no es acreedor. Consecuentemente, el rendimiento que se acredita deberá ser siempre incierto y variable.

Joaquim Garrigues, después de referirse a esa hipótesis de pago de rendimiento fijo al accionista, independientemente de los resultados, afirma lo siguiente: “pero esta hipótesis es excepcional y su licitud dudosa. Lo corriente es atribuir a las acciones preferentes un dividendo fijo que sólo se repartirá en el caso de que existan beneficios”. (“Tratado de Derecho Mercantil”, Tomo I, Vol. 2º, pag.738, Madrid, 1974).

No es diferente el pensamiento de Tullio Ascarelli: “Note-se coadunarem-se e completarem-se reciprocamente esses dois fins. Com efeito, de um lado, visa o direito possam ser distribuídos aos acionistas apenas importâncias que, decorrendo dos lucros sociais, não desfalquem o capital social; de outro lado, tutela credores quanto a uma diminuição do patrimônio social decorrente da redução do capital social” (“Problemas das Sociedades Comerciais e Direito Comparado”, pag. 325, 2ª edição, São Paulo, 1969).

Esa preocupación con lo acreedores se encuentra igualmente resaltada por George Ripert: “se la société distribue un dividende à ses actionnaires alors qu’elle n’a pas réalisé de bénéfices, elle leur restitue le capital social, sans respecter l’engagement pris par eux envers les créanciers” (“Droit Commercial”, pag 512, Paris, 1948).

Trajano de Miranda Valverde es igualmente enfático, al tratar de la cuestión: “un ponto é certo: os dividendos, mesmo fixos e cumulativos, não poderão ser distribuídos, durante a vida normal da sociedade, com prejuízo do seu capital”. (“Sociedades por Ações”, Vol. I, pag. 137, Rio de Janeiro, 1959).

Como se verifica, la doctrina tradicional se plantea, en esse tema, de manera unísona.

No obstante, el dividendo garantizado sigue siendo objeto de cogitación por parte de inversionistas e intermediarios de mercado.

Incumbe, sin embargo, al jurista ejercer el rechazo, para preservar los principios y las bases axiológicas del derecho societario.

Una solución intermediaria, capaz de producir un efecto práctico y significativo, sería la obligación de distribuir el dividendo prioritario, siempre que la sociedad dispusiera de ganancias del ejercicio o de ganancias de ejercicios anteriores. Esa solución, que no afectaría el capital social, evitaría el expediente, por algunas sociedades adoptado, de mismo contando con exceso patrimonial, nada distribuir en determinados ejercicios, a título de dividendo.

El dividendo de la acción preferida podría ser compulsorio, hasta el límite de las ganancias y reservas voluntarias.

## **VII - LA TENDENCIA A LA UNIFORMIZACIÓN Y LAS LÍNEAS DE PENSAMIENTO DOMINANTES**

Hoy, con la globalización y la integración de los mercados, la sociedad comercial, que siempre manifestó una tendencia nítida a la universalización de su regulación, se inclina más acentuadamente, para la armonización de los preceptos que la rigen.

Las sociedades anónimas en el ámbito de la comunidad iberoamericana, cuyos vínculos comerciales se van estrechando, necesitan aproximar los preceptos básicos que las rigen, haciendo prevalecer las líneas dominantes de las varias legislaciones.

Con la proliferación de empresas binacionales y transnacionales, el estatuto de regencia de esas sociedades necesita fundamentarse en bases comunes.

Las propias bolsas de valores, al negociar títulos de empresas de diferentes nacionalidades, deberían ofrecer al inversionista valores mobiliarios cuyas leyes de regencia no ofrezcan sorpresas o sobresaltos.

La acción preferida es uno de esos instrumentos cuyo perfil básico deberá asumir, en los varios sistemas legislativos, las líneas dominantes caracterizadas por la preservación de los principios y por la eficacia práctica.

## **VIII - CONCLUSIONES**

La acción preferida no debe tener un dividendo prioritario garantizado, pero puede contar con una forma compulsoria de su pago, siempre que disponga la sociedad de ganancias y reservas voluntarias.

El monto de acciones preferidas sin voto debe limitarse a 50% del capital.

La ausencia de voto deberá estar obligatoriamente compensada con un dividendo prioritario determinado o con el derecho de recibir un dividendo mayor del atribuído a las acciones ordinarias.

La falta de pago, en la época propia, del dividendo prioritario, deberá acarrear la inmediata adquisición del derecho de voto por las acciones preferidas. Derecho que será conservado hasta el respectivo pago.

No deberán ser admitidas acciones de voto plural, o mecanismos que limiten el número de votos por accionistas o que condicionen el voto al título de un determinado número mínimo de acciones.

Esas líneas dominantes, aquí destacadas, a título de conclusión, ilustran y apuntan un modelo de acción preferida que atenderá al interés del inversionista y de la sociedad, sin comprometer la seguridad del acreedor.