



UNIVERSIDAD CARLOS III DE MADRID

TESIS DOCTORAL

Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)

Autor:

Miguel Ángel Villacorta Hernández

Director/es:

Miguel Ruiz Muñoz

DEPARTAMENTO DERECHO PRIVADO

Getafe, junio 2011

TESIS DOCTORAL

ACCIONES RESCATABLES Y OTROS HÍBRIDOS FINANCIEROS SOCIETARIOS. ALGUNOS ASPECTOS JURÍDICOS (SUSTANTIVOS, FINANCIEROS Y CONTABLES)

Autor: Miguel Ángel Villacorta Hernández

Director: Miguel Ruiz Muñoz

Firma del Tribunal Calificador:

Presidente: (Nombre y apellidos)

Vocal: (Nombre y apellidos)

Vocal: (Nombre y apellidos)

Vocal: (Nombre y apellidos)

Secretario: (Nombre y apellidos)

Firma

Calificación:

Getafe, de de

UNIVERSIDAD CARLOS III
Facultad de Derecho

**ACCIONES RESCATABLES Y
OTROS HÍBRIDOS FINANCIEROS
SOCIETARIOS. ALGUNOS
ASPECTOS JURÍDICOS
(SUSTANTIVOS, FINANCIEROS Y
CONTABLES)**

Director: Miguel Ruiz Muñoz

Doctorando: Miguel Ángel Villacorta Hernández

Getafe, 23 marzo de 2011

**ACCIONES RESCATABLES Y
OTROS HÍBRIDOS FINANCIEROS
SOCIETARIOS. ALGUNOS
ASPECTOS JURÍDICOS
(SUSTANTIVOS, FINANCIEROS Y
CONTABLES)**

ÍNDICE TEMÁTICO

ÍNDICE TEMÁTICO	5
ABREVIATURAS	9
RESUMEN	13
INTRODUCCIÓN: JUSTIFICACIÓN Y DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN	17
1. JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN	17
2. DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN	18
3. RESULTADOS DEL ESTUDIO EMPÍRICO.....	20
3.1. Rescatables emitidas antes de la LRLMV.....	21
3.2. Rescatables emitidas según la LRLMV y TRLSA.....	21
3.3. Privilegiadas no rescatables emitidas antes del TRLSA.....	22
3.4. Privilegiadas no rescatables según el TRLSA y TRLSA.....	23
3.5. Entidades que han modificado sus estatutos para posibilitar la emisión de rescatables	26
3.6. Emisiones denominadas incorrectamente.....	27
3.7. Clases de acciones emitidas por empresas extranjeras que cotizan en el mercado español.....	29
3.8. Participaciones preferentes emitidas en otros países por empresas españolas.....	35
3.9. Conclusiones del estudio empírico.....	36
CAPÍTULO 1. CLASES DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES SOCIALES: CUESTIONES GENERALES	43
1.1. CONCEPTO Y TERMINOLOGÍA.....	43
1.2. RAZONES PARA NO EMITIR CLASES DE ACCIONES O DE ps.....	46
1.3. MOTIVACIONES PARA LA EMISIÓN	49
1.4. REGULACIÓN EN EL DERECHO COMPARADO	52
1.4.1. Reino Unido.....	55
1.4.2. Estados Unidos	58
1.4.3. Alemania.....	63
1.4.4. Francia	68
1.4.5. Italia	71
1.5. REGULACIÓN EN EL DERECHO ESPAÑOL.....	72
1.5.1. Proyecto de reforma de 1926.....	73
1.5.2. Ley de Sociedades Anónimas de 1951.....	73
1.5.3. TRLSA de 1989.....	76
1.5.4. Reforma de la LMV de 1998.....	80
1.5.5. TRLSA de 2010.....	86
1.6. CLASIFICACIÓN	88
1.7. CLASES PRIVILEGIADAS	89
1.7.1. Conceptualización.....	89

1.7.2. Utilidad.....	90
1.7.3. Diferenciación de los privilegios.....	92
1.7.4. Privilegios admitidos en Estados Unidos.....	101
1.7.5. Privilegios admitidos en España.....	104
1.8. CLASES SIN VOTO.....	107
CAPÍTULO 2. PARTICIPACIONES PREFERENTES.....	121
2.1. CONCEPTUALIZACIÓN.....	122
2.2. HÍBRIDOS FINANCIEROS DE CAPITAL.....	126
2.3. HÍBRIDOS FINANCIEROS DE CAPITAL EN EL DERECHO COMPARADO.....	128
2.3.1. Reino Unido.....	129
2.3.2. Estados Unidos.....	131
2.3.3. Alemania.....	132
2.3.4. Francia.....	134
2.3.5. Italia.....	135
2.4. PARTICIPACIONES PREFERENTES EN EL DERECHO ESPAÑOL....	136
2.4.1. Antecedentes de la regulación en España.....	138
2.4.2. Riesgos de la emisión indirecta.....	140
2.4.3. Finalidad de la regulación.....	143
2.5. LEY 19/2003.....	144
2.5.1. Ámbito de aplicación.....	145
2.5.2. Características.....	145
2.5.3. Régimen legal.....	146
2.5.4. Régimen fiscal.....	148
2.5.5. Evaluación de la consecución de las finalidades.....	150
2.6. REGLAMENTO SOBRE OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN.....	153
2.7. REGULACIÓN BANCARIA DE LOS FONDOS PROPIOS.....	154
2.8. PROPUESTA DE CLASIFICACIÓN.....	158
2.9. PARTICIPACIONES PREFERENTES EMITIDAS DE FORMA INDIRECTA.....	159
2.9.1. Derechos de los inversores.....	160
2.9.2. Incorporación a nuestra legislación y mercado.....	161
2.10. PARTICIPACIONES PREFERENTES EMITIDAS DE FORMA DIRECTA	162
2.10.1. Naturaleza económica.....	162
2.10.2. Naturaleza jurídica.....	163
CAPÍTULO 3. EVOLUCIÓN LEGISLATIVA DE LAS ACCIONES RESCATABLES.....	169
3.1. ACCIONES RESCATABLES EN EL DERECHO COMPARADO.....	170
3.1.1. Reino Unido.....	170
3.1.2. Estados Unidos.....	177
3.1.3. Unión Europea.....	182
3.2. ACCIONES RESCATABLES EN EL DERECHO ESPAÑOL.....	188
3.2.1. Regulación hasta el Anteproyecto de Ley de 1987.....	188
3.2.2. Inclusión en el Anteproyecto de Ley de 1987.....	189
3.2.3. Ausencia de regulación en el TRLSA de 1989.....	190
3.2.4. Regulación en la Reforma parcial de la LSA de 1998.....	197
3.2.5. Regulación en el TRLSC de 2010.....	198

3.3. RÉGIMEN JURÍDICO VIGENTE.....	199
3.3.1. Limitación cualitativa	199
3.3.2. Limitación cuantitativa.....	214
3.3.3. Desembolso total.....	223
3.3.4. Período de carencia.....	225
3.3.5. Iniciativa en el rescate.....	228
3.3.6. Establecimiento de las condiciones de rescate en la emisión.....	233
3.4. SEMEJANZAS CON OTRAS FIGURAS.....	240
3.5. DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS	243
3.6. FINALIDAD DE LAS EMISIONES	245
3.6.1. Necesidades financieras.....	246
3.6.2. Empresas con necesidades decrecientes de financiación.....	249
3.6.3. Capital-Riesgo.....	251
3.6.4. Cobertura financiera de planes de opciones.....	252
3.6.5. Táctica defensiva frente a las OPAS.....	256
3.6.6. Control por parte de las mayorías accionariales.....	258
3.6.7. Reestructuración financiera.....	258
3.7. NATURALEZA DE LAS ACCIONES RESCATABLES.....	260
CAPÍTULO 4. ALTERNATIVAS DEL EMISOR PARA FINANCIARSE CON ACCIONES RESCATABLES.....	269
4.1. PROCEDIMIENTOS DE EMISIÓN.....	269
4.1.1. Creación de rescatables en la fundación de la sociedad.....	269
4.1.2. Emisión de rescatables por sociedades ya constituidas.....	270
4.1.3. Conversión de obligaciones en acciones rescatables.....	274
4.2. PROCEDIMIENTOS DE AMORTIZACIÓN.....	275
4.2.1. Reducción de capital con cargo a recursos disponibles.....	275
4.2.2. Nuevo aumento de capital social.....	280
4.2.3. Reducción efectiva de capital social.....	281
4.2.4. Protección de los procedimientos de rescate.....	282
4.2.5. Disponibilidad de las reservas.....	288
4.2.6. Efectos económicos del rescate.....	317
4.3. POSIBILIDADES DE MEJORAR LAS ACCIONES RESCATABLES	319
4.3.1. Necesidad de habilitación estatutaria previa a la emisión.....	319
4.3.2. Medidas para asegurar la solvencia	324
4.3.3. Reserva para financiar el rescate.....	330
4.3.4. Derecho de convertibilidad.....	334
4.3.5. Efectos del incumplimiento del rescate.....	337
4.3.6. Autocartera.....	339
4.3.7. Combinación con otras clases de acciones	341
4.3.8. Obligatoria publicidad registral del rescate.....	344
4.3.9. Delegación de la emisión	345
4.3.10. Delegación del rescate.....	350
4.3.11. Financiación de la prima de rescate.....	354
4.3.12. Consideración de híbrido financiero.....	354
CAPÍTULO 5. VALORACIÓN Y REGISTRO DE LAS CLASES DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES SOCIALES	357

5.1. DEFICIENCIAS LEGISLATIVAS	357
5.2. BÚSQUEDA DEL CRITERIO DIFERENCIADOR.....	359
5.3. PROPUESTA PARA REGISTRAR LAS CLASES DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES SOCIALES	366
5.4. PRIVILEGIADAS EN EL RESCATE	369
5.5. PRIVILEGIADAS EN EL DERECHO A PARTICIPAR DE LAS GANANCIAS	372
5.6. TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS DIFERENTES CLASES	380
5.7. TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS ACCIONES SIN VOTO.....	384
5.8. TRATAMIENTO CONTABLE DEL DIVIDENDO ACUMULADO	385
5.9. TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS ACCIONES RESCATABLES	388
5.10. MATERIALIZACIÓN DE LA PROPUESTA PARA EL CASO ESPAÑOL.....	391
5.11. CONSECUENCIAS DE LA PROPUESTA.....	392
5.12. TRATAMIENTO CONTABLE DE OTRAS FIGURAS	395
CONCLUSIONES	399
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	423

ABREVIATURAS

AAA = *American Accounting Association*
AA.VV. = Autores varios
AARF = *Australian Accounting Research Foundation*
AASB = *Australian Accounting Standard Board*
ABA = *American Bar Association*
AECA = Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas
AICPA = *American Institute of Certified Public Accountants*
AIA = *American Institute of Accountants*
AIAF = Asociación de Intermediarios en Activos Financieros
AISG = *Accountants International Study Group*
ALI = *American Law Institute*
APB = *Accounting Principles Board*
ARSC = *Accounting Research Steering Committee of The Accounting Standards Committee*
ASA = *American Society of Appraisers*
ASAC = *Accounting Standards Authority of Canada*
ASB = *Accounting Standards Board*
ASC = *Accounting Standards Committee U.K.*
ASSC = *Accounting Standards Steering Committee*
BGHZ = *Bundesgerichtshofzeitung* (Repertorio del Tribunal Supremo alemán)
BIS = *Bank for International Settlements*
Cap. = Capítulo
CCJC = Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil
C.Co. = Código de comercio.
C. de comm. = Code de commerce (francés)
Cfr. = cónfer
CICA = *Canadian Institute of Chartered Accountants*
CNMV = Comisión Nacional del Mercado de Valores
Coord. = Coordinador
CPDC = *Commit Professionnel de Doctrine Comptable*
CSC = *Código das Sociedades Comerciais*
D.A. = Disposición Adicional
DGT = Dirección General de Tributos
Dir. = Director
Drs. = Directores
Dlgs = Decreto Legislativo
DOUE = Diario Oficial de la Unión Europea
D.T. = Disposición Transitoria
ED = *Exposure draft*
EE.UU. = Estados Unidos de América
EFRAG = *European Financial Reporting Advisory Group*
FASB = *Financial Accounting Standard Board*
FACPCE = Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas
FEE = *Fédération des Experts Comptables Européens*
FRSB = *Financial Reporting Standards Board*
GASB = *Governmental Accounting Standards Board*
HBR = *Harvard Business Review*
IAS = *International Accounting Standard*
IASB = *International Accounting Standard Board*
IASC = *International Accounting Standard Committee*
ICAC = Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
IOSCO = *International Organization of Securities Commission*
ICAEW = *Institute of Chartered Accountants in England and Wales*
ICAS = *Institute of Chartered Accountants of Scotland*
IFAC = *International Federation of Accountant*
IFRS = *International Financial Reporting Standard*

IGAE = Intervención General de la Administración del Estado
 IOSCO = *International Organisation of Securities Commission*
 IRPF = Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
 ISAR = Grupo de Trabajo Intergubernamental de Expertos en Normas Internacionales de Contabilidad y Presentación de Información de la Organización de las Naciones Unidas
 ITP y AJD = Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentos
 JGA = Junta general de accionistas
 LMV = Ley del Mercado de Valores
 LRLMV = Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores
 LSA = Ley de Sociedades Anónimas
 LSRL = Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada
 MAB = Mercado Alternativo Bursátil
 MEFF = Mercado Oficial Español de Futuros y Opciones
 MFAO = Mercado de Futuros del Aceite de Oliva
 MIPS = *Monthly-income preferred stocks*
 N° = Número
 NCGA = *National Council on Governmental Accounting*
 NAIC = *National Association of Insurance Commissioners*
 NIC = Normas Internacionales de Contabilidad
 NIIF = Normas Internacionales de Información Financiera
 NYBCL = *New York Business Corporation Law*
 NZSA = *New Zealand Society of Accountants / Institute of Chartered Accountants of New Zealand*
 OCC = *L'Office des Comptables du Canada*
 OCDE = Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
 OECF = *Ordre des Experts Comptables Française*
 OM = Orden Ministerial
 Óp. cit. = Ópere citato
 PGC = Plan General de Contabilidad
 P. = Página
 Pár. = Párrafo.
 Párs. = Párrafos.
 Pp. = Páginas
 PPR = Participaciones preferentes
 Ptas. = Pesetas
 PS = Participaciones Sociales
 PYMES = Pequeñas y medianas empresas
 QUIPS = *Quarterly-income preferred socks*
 RCDI = Revista Crítica de Derecho Inmobiliario
 R.D. = Real Decreto
 RDBB = Revista de Derecho Bancario y Bursátil
 RDGRN = Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado
 RDM = Revista de Derecho Mercantil
 RDS = Revista de Derecho de Sociedades
 RGD = Revista General de Derecho
 RMBCA = *Revised Model Business Corporation Act*
 RPS = *Retractable preferred shares*
 RSAE = Reglamento (CE) nº 2157/2001 del Consejo del 8 de octubre de 2001 que aprobó el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea
 RRM = Reglamento del Registro Mercantil
 S. = *Section*
 SAC = *Statements of Accounting Concepts*
 SCFR = *Special Committee on Financial Reporting*
 SEC = *United States Securities and Exchange Commission*
 SIC = *Standing Interpretations Committe*
 SPV = *Special Purpose Vehicle*
 SRL = Sociedad de Responsabilidad Limitada
 TJCE = Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas
 TOPRS = *Trust Originated Preferred Securities*
 TRLSA = Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas
 TRLSC = Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital
 UE = Unión Europea

Vid. = Vide

Vol. = Volumen

RESUMEN

La investigación analiza las participaciones preferentes, acciones privilegiadas, acciones preferentes, acciones sin voto, participaciones sociales privilegiadas, participaciones sociales preferentes, participaciones sociales sin voto, pero sobre todo las acciones rescatables, desde el punto de vista mercantil, financiero y contable.

Para conseguirlo, la investigación comienza con la elaboración de un estudio empírico que marca la importancia, prevalencia y dimensión de todas las figuras analizadas.

La investigación está estructurada en cinco capítulos. El primer capítulo analiza las clases de acciones y participaciones sociales en general, incidiendo especialmente sobre las acciones o participaciones sociales sin voto y sobre las acciones o participaciones sociales con un privilegio en el reparto de las ganancias sociales. El segundo capítulo se centra en el estudio del régimen legal y las implicaciones económicas de las participaciones preferentes. La conclusión de ambos capítulos es la diferenciación detallada entre las emisiones que son clases y los que no.

El tercer y cuarto capítulo estudia las acciones rescatables de forma detallada. El análisis no pretende ser únicamente descriptivo, sino que en su desarrollo se identifican las deficiencias en el contenido y redacción de su regulación en el Derecho español. Para cada uno de los puntos analizados se sigue la misma estructura: en primer lugar se analiza la adecuación de la inclusión o exclusión de cada medida en la legislación, para después incidir en las deficiencias de redacción de cada detalle del requerimiento legal; a continuación se ofrece la alternativa más adecuada para nuestro Derecho mientras que este texto esté vigente, y cuando es necesario, se propone mejoras para reformas futuras. La conclusión fundamental de ambos capítulos es la elaboración de una propuesta de redacción de los artículos que regulan las acciones rescatables que incluyan todas las aportaciones de la investigación.

El quinto y último capítulo analiza el tratamiento contable de todas las clases de acciones o participaciones sociales. La conclusión de este capítulo es intentar ofrecer una solución de registro y valoración para todos los posibles tipos de acciones o participaciones sociales emitidas por una sociedad.

**INTRODUCCIÓN: JUSTIFICACIÓN Y
DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN**

INTRODUCCIÓN: JUSTIFICACIÓN Y DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN

1. JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

Los recursos de las sociedades de capital¹ han sido adquiridos, fundamentalmente, por tres procedimientos: la financiación obtenida por el desarrollo de la actividad empresarial, la financiación bancaria y la derivada de emisiones realizadas por las propias sociedades. La financiación por medio de emisiones normalizadas es, de los tres, el que presenta una mayor complejidad desde el punto de vista mercantil.

Centrándonos en ellas, es posible observar cómo existen emisiones normalizadas que escapan de las clásicas figuras de acciones (capital) y obligaciones (deuda)². Estas emisiones provocan la existencia de un límite borroso entre los dos instrumentos básicos de financiación y, consecuentemente, la identificación de una zona gris³ intermedia donde incorporar a todas las emisiones que no pueden encuadrarse dentro de las dos categorías tradicionales de financiación. El conjunto de emisiones normalizadas que mezclan rasgos de acciones ordinarias y empréstitos pueden ser denominadas híbridos⁴. Por su problemática y utilidad futura, esta investigación se centra en los híbridos financieros más cercanos a las posiciones de las acciones (participaciones preferentes, acciones preferentes, acciones privilegiadas, acciones sin voto, participaciones sociales preferentes, participaciones sociales privilegiadas, participaciones sociales sin voto y acciones rescatables)⁵, apartándose del análisis de los híbridos más cercanos a los empréstitos (obligaciones indexadas, perpetuas, participativas o convertibles).

Los híbridos financieros son susceptibles de comprensión jurídica desde cuatro perspectivas:

- ❑ Desde la perspectiva jurídica sustantiva del Derecho de sociedades, es necesario conocer si cada híbrido está sujeto a la normativa que rige el capital social, a la prevista para regular la emisión de obligaciones, o a una diferente. Además, debe resolverse si cada híbrido debe incorporarse en el patrimonio neto a efectos sustantivos (a efectos de aplicación de resultados, reducción forzosa de capital y disolución por pérdidas).
- ❑ Desde la perspectiva de la normativa de control de la solvencia de las entidades financieras (Derecho bancario), los problemas de calificación del instrumento se basan en la integración del mismo dentro de las diversas categorías de recursos propios,

¹ El Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC) tipifica la categoría de las “sociedades de capital”, concepto que incluye, tanto las sociedades anónimas, como las sociedades de responsabilidad limitada.

² La distinción entre *equity* (capital, recursos propios o no exigible) y *debt* (deuda, recursos ajenos o exigible) sigue teniendo significado y validez científica, tanto para los juristas del Derecho continental y del *Common Law*, como para los economistas y demás tratadistas de la ciencia financiera. Vid. BURGESS, R.: *Corporate Finance Law*, London, 1985, pp. 5 y ss. BREALEY, RICHARD A.; MYERS, STEWART C.; MARUS, ALAN J.: *Fundamentals of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1996, p. 313 y ss. ROSS, STEPHEN A.; WESTERFIELD, RANDOLPH W.; JAFFE, JEFFREY F.: *Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1997, pp. 365 y ss. LAMANDINI, M.: *Struttura finanziaria e governò nelle societa di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, pp. 11 y ss. VERNIMMEN, P.: *Finance d'entreprise*, 5ª ed. Dalloz, Paris, 2002, pp. 495 y ss. y 763 y ss. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Gobierno corporativo e híbridos financieros. Derechos políticos en cabeza de no-socios. El caso de las participaciones preferentes”, en AA.VV *Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas*, vol. I, Revista de Derecho de Sociedades, Thompson-Aranzadi, 2005, p. 573.

³ FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Gobierno corporativo e híbridos financieros. ...”, *op. cit.*, 2005, pp. 573-574, identifica esta “zona gris” denominándola también como “una incómoda tierra de nadie”.

⁴ La denominación de híbrido financiero es empleada de forma masiva en la literatura especializada, aunque todavía no por lo general en los textos de Derecho positivo.

⁵ Esta investigación no sólo intenta abarcar el estudio de las clases de acciones, sino que amplía el análisis a las emisiones de participaciones sociales (PS) con diferentes derechos concedidos a sus titulares.

fundamentalmente es necesario conocer si cada uno de los híbridos cumple, o no, los requisitos para su integración en el capital básico o *Tier one*⁶.

- ❑ Desde la perspectiva del Derecho contable, es necesario identificar qué híbridos deben registrarse en el pasivo exigible del balance, cuales deben registrarse en el neto, y cuales, en caso que fuese necesario, deben incluirse en una partida intermedia entre pasivo y neto.
- ❑ Desde la perspectiva del Derecho fiscal, interesa conocer si la remuneración de los híbridos tiene, para la entidad emisora, la consideración de gastos deducibles (como ocurre con los intereses de préstamos) o de gastos no deducibles en el impuesto de sociedades.

Esta investigación intenta analizar el tratamiento de las participaciones preferentes (PPR), acciones privilegiadas, acciones preferentes, acciones sin voto, participaciones sociales preferentes, participaciones sociales privilegiadas, participaciones sociales sin voto, pero sobre todo de las acciones rescatables, desde las cuatro dimensiones identificadas.

El análisis de las medidas más adecuadas para regular las clases de acciones, permitirá incluir mejoras en la legislación de la figura, que necesariamente será reformada en breve⁷.

2. DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN

Para obtener todo lo anterior, la presente investigación desarrolla cinco capítulos. El primero está centrado en el análisis jurídico de las clases de acciones y de las clases de participaciones sociales (PS), observando el marco jurídico de todas las figuras que integran el concepto de las clases de acciones y de PS, identificando las principales características de cada una de ellas. Dentro del capítulo se realiza un estudio detallado de la figura acciones y PS sin voto; no se reserva un capítulo íntegro a las acciones sin voto porque la literatura sobre ellas es muy amplia y el tema ya está tratado con la suficiente profundidad por otros autores. Estudiar el conjunto de las clases de acciones o PS, y no dedicar la investigación enteramente a las acciones rescatables, está justificado porque las acciones rescatables son una clase al conferir diferentes derechos⁸, y porque en el caso que tuvieran una acogida masiva, lo normal sería que estuvieran vinculados a diferenciaciones en otros derechos, como el derecho al beneficio o al voto.

En el segundo capítulo se analiza la realidad normativa y de mercado de las participaciones preferentes (PPR). Aunque no son clases, en un análisis inicial puede existir alguna duda sobre si son o no clases de acciones o de PS. Además se observa el régimen jurídico e importancia económica de las PPR porque, aunque no forman parte de las clases de acciones o de PS, debe ser estudiada con detalle por ser su principal competidor en el mercado financiero. El análisis de la naturaleza de las PPR permite alcanzar una conclusión adicional, establecer las cualidades que deben tener las emisiones para poseer la calificación jurídica de

⁶ Las pruebas de resistencia (o *stress test*) de los bancos y cajas de ahorro consisten en simulaciones sobre la capacidad para enfrentarse a un deterioro general de la economía y algunas de sus secuelas, como aumento del desempleo, impago de créditos y devaluación de sus inversiones. Para aprobar el examen es necesario obtener un mínimo nivel de solvencia, medido a partir del indicador *Tier 1*. Con las pruebas de resistencia se analiza la cuantía que cada intermediario financiero posee en capital más reservas, beneficios no distribuidos y PPR perpetuas (o cuotas participativas en el caso de las cajas) para hacer frente a los activos (créditos concedidos, acciones y otras inversiones) de riesgo. Para este ejercicio teórico, los supervisores de la banca europea han fijado un mínimo de *Tier 1* del 6%. Cuanto mayor es este porcentaje, mayor es la solvencia.

⁷ El punto V de la Exposición de Motivos del TRLSC se encuentra alienado con la creciente necesidad de modificar el Código de Comercio decimonónico vigente o, en su caso, aprobar un nuevo Código de las Sociedades Mercantiles acorde con la nueva sociedad económica: “El texto refundido nace -y es importante destacarlo- con decidida voluntad de provisionalidad; nace con el deseo de ser superado pronto, convirtiéndose así en un peldaño más de la escala hacia el progreso del Derecho. De un lado, porque no es aventurado afirmar que, en el inmediato futuro, el legislador debe afrontar importantes reformas de la materia, con la revisión de algunas de soluciones legales tradicionales, con la ampliación de la dinámica de los deberes fiduciarios de los administradores, con la más detallada regulación de las sociedades cotizadas”.

⁸ Las acciones rescatables son una clase al conferir diferentes derechos a sus titulares, aunque no se debería afirmar que en todo caso poseen privilegios. Si el rescate favorece al inversor, las acciones rescatables tendrán un privilegio, mientras que si el rescate favorece al emisor, tendrá una minoración del derecho para los titulares.

acciones y PS. Esto servirá para observar la naturaleza, tanto de las PPR, como de otras alternativas de emisión sobre los que también puedan surgir dudas sobre su naturaleza: bonos de disfrute⁹, bonos del fundador¹⁰, *warrants*¹¹ y préstamos participativos.

En el tercer y cuarto capítulo se analizan las acciones rescatables. El elemento principal del capítulo tercero es el examen detallado de la legislación española y comparada de la figura. Dentro de este capítulo tiene especial relevancia la realización del análisis de las deficiencias e imprecisiones legislativas de las acciones rescatables en el Derecho español. El estudio no pretende ser únicamente descriptivo, sino que a lo largo de su elaboración se identifican las deficiencias encontradas en el contenido y redacción de nuestra regulación. Para cada uno de los puntos analizados, se sigue la misma estructura: en primer lugar, se analiza la adecuación de la inclusión o exclusión de cada medida en la legislación, para después incidir en las deficiencias de redacción de cada detalle del requerimiento legal; una vez observado esto se pretende ofrecer la alternativa más adecuada para nuestro Derecho mientras que este texto esté vigente, y en los casos que fuera necesario proponer mejoras para reformas futuras. La conclusión fundamental es la elaboración de una propuesta de redacción de los artículos que regulan las acciones rescatables que incluyan todas las aportaciones de la investigación.

El cuarto capítulo se centra en las posibilidades que posee el emisor para confeccionar las emisiones de las acciones rescatables en el Derecho español. Para ello se identifica, en primer lugar, los procedimientos de emisión posibles, para continuar identificando los diversos procedimientos de amortización; el capítulo termina indicando las opciones, no incluidas en la legislación española, y que podrían ser utilizadas por el emisor para generar una emisión más competitiva frente al resto de alternativas ofrecidas en el mercado financiero, especialmente con su principal competidor, las PPR. Además, dentro del capítulo, se analiza un concepto fundamental, tanto para la amortización de las acciones rescatables en particular, como para la protección mercantil en general: la disponibilidad de los recursos de neto. La conclusión fundamental de este apartado es elaborar una clasificación de las reservas a efectos mercantiles, que sirva para los propósitos de todo el Derecho Mercantil.

En el quinto y último capítulo, se analiza el tratamiento contable de las clases de acciones o PS en las diferentes legislaciones y normativas internacionales. Su propósito fundamental es proponer el correcto tratamiento contable, dentro del ámbito español, tras las últimas modificaciones legislativas mercantiles y contables.

Al finalizar la investigación se intentará haber estudiado las distintas emisiones, con el suficiente detalle, como para realizar unas reflexiones muy avanzadas sobre la categorización de las alternativas de financiación empresarial. El objetivo final es marcar la diferencia, por un lado, entre las emisiones que son jurídicamente acciones y las que no, y por otro lado entre las que deben ser consideradas contablemente neto o pasivo.

⁹ Los bonos de disfrute son utilizadas en muchas legislaciones europeas. Para no dejar al accionista desvinculado de la sociedad, en algunos supuestos se le entregan, en compensación, ciertos derechos económicos. El art. 341 TRLSC establece que los bonos de disfrute entregados a los titulares de acciones amortizadas no conllevan el derecho de voto.

¹⁰ Los partes o bonos de fundador retribuyen periódicamente a los promotores y fundadores de una compañía.

¹¹ También es posible entregar a los fundadores opciones a suscripción (*warrants*). En algunas ocasiones, las acciones privilegiadas van acompañadas del derecho a opción de compra de acciones ordinarias (*common stock purchase warrant*) a un precio determinado. Este derecho puede ser vendido separadamente de las acciones privilegiadas, adquiriendo la condición de *ex-warrant*. El *common stock purchase warrant* es una opción que permite suscribir títulos de una sociedad en ciertas condiciones y a un precio determinado. En estos casos el titular de la opción adquirirá la acción cuando su cotización se encuentra por encima del precio prefijado. Los *warrants* son utilizados por las grandes compañías internacionales como sistema de premios (*bonus*) complementarios a los sueldos de los altos ejecutivos. En Estados Unidos, los *warrants* pueden sustituir a los bonos de fundador, que se entregan a los promotores de una sociedad como retribución ligada a los resultados de la gestión. El valor de un *warrant* es la diferencia entre el precio de suscripción de una acción a la que da opción la suscripción, y el precio de cotización de la misma. El *warrant* puede ser objeto de negociación, pues existe un mercado de *warrants*.

Para realizar con eficacia todas las tareas previstas, el único punto de partida posible es la elaboración de un estudio empírico que señale la importancia y recurrencia de todas las figuras que van a ser abordadas en esta investigación.

3. RESULTADOS DEL ESTUDIO EMPÍRICO

Las clases de acciones y de PS se encuentran actualmente legisladas en España en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC), aprobado en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Con anterioridad a este texto, la regulación era divergente para cada una de las dos formas jurídicas de sociedades de capital. Las clases de acciones se encontraban reguladas en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA) de 1989 y sus diversas modificaciones; la principal es la D.A. decimoquinta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LRLMV). Las PS con ventajas de derechos sobre el resto de PS estaban legisladas en la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (LSRL).

La regulación sobre las clases de acciones (o de PS) con ventajas sobre el resto de acciones (o PS) tiene como objetivo reglar una forma determinada de inversión-financiación. El único modo de saber si la ordenación establecida es correcta, es observar las emisiones realizadas hasta el momento en los mercados financieros. Como solamente el mercado será el juez que dictamine la adecuación y oportunidad de la regulación, todo estudio de las clases de acciones (o de PS) debe partir de un análisis empírico acerca de ellas. El estudio empírico realizado en esta investigación ha analizado, tanto las clases emitidas por empresas y grupos españoles, como las emitidas por empresas y grupos extranjeros que actúan en los mercados financieros españoles.

El diseño del estudio empírico está realizado teniendo en cuenta que las sociedades y grupos españolas han emitido cuatro modalidades de clases de acciones o PS diferentes a las ordinarias: acciones rescatables emitidas con anterioridad a su regulación en la LRLMV, acciones rescatables emitidas según la LRLMV y el TRLSC, acciones (o PS) privilegiadas no rescatables (incluyendo las acciones sin voto) emitidas con anterioridad a su regulación en el TRLSA y, por último, acciones (o PS) privilegiadas no rescatables emitidas según lo establecido en el TRLSA y TRLSC. El análisis se basa en una diferenciación de las emisiones realizadas antes y después de su inclusión en el derecho mercantil porque este hecho es verdaderamente significativo en su proceso de confección y elaboración.

Además de analizar las anteriores emisiones, esta investigación incluye un estudio de las empresas o grupos que han modificado sus estatutos para posibilitar la emisión de acciones rescatables, ya que es importante conocer, por un lado, si las sociedades han emitido acciones rescatables, pero también saber si las empresas no se han atrevido o no han sabido encontrar su utilidad pero les parece una alternativa interesante para el futuro y desean que sus estatutos recojan la posibilidad de emitirlos.

El estudio continúa con las participaciones preferentes (PPR) emitidas en otros países por empresas españolas. Ellas son consideradas acciones (*preference shares*) en las legislaciones donde han sido emitidas y por las que se regulan.

Además, se detallan las emisiones que han utilizado incorrectamente la denominación clases de acciones, siendo una serie o simplemente otra mera emisión. Igualmente, se analizan las emisiones que no han sido definidas como clases cuando realmente sí lo son.

A todo esto se añade un estudio de las emisiones de clases de acciones emitidas por empresas extranjeras que cotizan en el mercado bursátil español, destacando, por el número de emisiones, las cotizadas en el segmento Latibex.

A continuación se resumen los principales resultados del estudio empírico, comenzando con el análisis de las acciones rescatables emitidas con anterioridad a la LRLMV.

3.1. Rescatables emitidas antes de la LRLMV

A pesar de que hasta 1998 no estuvieron legisladas, dos empresas españolas emitieron las acciones rescatables con anterioridad a esa fecha. Las finalidades de ambas emisiones era satisfacer las necesidades decrecientes de capital (Sociedad de Aparcamientos Tarrasa) y atender a la reestructuración financiera (Compañía General de Ferrocarriles).

3.2. Rescatables emitidas según la LRLMV y TRLSC

En segundo lugar se analizan las acciones rescatables emitidas después de la entrada en vigor de la Ley 37/1998. A pesar de la flexibilidad normativa de la figura, y las potenciales finalidades que puede satisfacer¹², el número de emisiones de acciones rescatables al amparo de la LRLMV y TRLSC es mínimo¹³. En concreto se limita a cinco, Aguas de Barcelona, Campofrío Alimentación, Indra, Prisa y Sogecable, todas ellas cotizando en la Bolsa de Madrid.

Las cinco emisiones poseen rasgos coincidentes. Dada sus particulares finalidades, todas ellas han privado a los accionistas de los derechos preferentes de suscripción¹⁴. Ninguna emisión tiene diferenciación alguna en los derechos económicos y políticos, salvo el de rescate. Es evidente que si el objetivo de la emisión fuese la captación de financiación, cosa que no ha ocurrido hasta el momento, lo habitual probablemente será, al igual que ocurre en otros mercados internacionales, que para dotarlas de un mayor atractivo tengan privilegios en los derechos económicos respecto a las no rescatables. A pesar de que la normativa española para regular las acciones rescatables tiene una clara orientación financiera, las emisiones realizadas hasta el momento poseen otras motivaciones: servir de cobertura a planes financieros de empleados (Agbar, Indra, Prisa y Sogecable) o facilitar la transferencia de recursos a empresas del Grupo (Campofrío).

Las emisiones de Agbar, Indra, Prisa y Sogecable tienen como finalidad la utilización de las acciones rescatables como mecanismo de cobertura financiera de los planes de opciones del emisor. En los cuatro casos, la junta de accionistas acuerda ampliar el capital con exclusión del derecho de suscripción preferente de los accionistas para la cobertura del correspondiente plan de opciones a favor del personal de la compañía¹⁵. A tal propósito, la ampliación se realiza por la cuantía máxima prevista de acciones a entregar a los beneficiarios del plan y se suscribe en su integridad por una entidad de crédito que actúa como agente de colocación de la emisión entre los beneficiarios del plan y en el momento en que proceda por ellos el ejercicio de su correspondiente derecho de opción. La aceptación de la entidad bancaria suscriptora se formaliza en virtud de un acuerdo en que se regulan los derechos y deberes de las partes. La entidad bancaria, a cambio de una remuneración, se compromete a tener inmovilizadas (no transmitir las ni gravarlas) y a gestionar la cartera de valores en beneficio final de los

¹² “El futuro de este tipo de las acciones rescatables en España debe valorarse en función de las múltiples posibilidades que ofrecen y no a tenor de las pocas emisiones realizadas hasta ahora”. Vid. PRIETO PÉREZ, F.; CRESPO ESPERT, J.L.: “Acciones Rescatables: un producto aún por descubrir”, *Bolsa de Madrid*, marzo, 66-69, 2003, p. 67.

¹³ Las empresas no se han atrevido a emitir acciones rescatables, a pesar de que algunas se lo plantearon seriamente. Por ejemplo, “el BBVA anunció en 1999 que iba a emitir un número importante de acciones rescatables”, sin que nunca llegara a hacerse efectiva. Vid. VEGA JIMÉNEZ, J. J. DE LA; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: “Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables”, *Actualidad Financiera*, nº 9, septiembre, 51-59, 1999, p. 51.

¹⁴ En el momento en que se realizaron todas estas emisiones, el derecho de suscripción preferente estaba regulado en el art. 158 del TRLSA. En la actualidad está regulado en los arts. 304 y 416 TRLSC.

¹⁵ El fin social lícito de la exclusión estaba argumentado en el art. 159 TRLSA para “facilitar al personal la adquisición de sus acciones”.

destinatarios de las opciones. Igualmente, se compromete a no ejercitar los derechos políticos incorporados a las acciones y, en cuanto a los derechos económicos, a darles el destino que corresponda según el flujo de contraprestaciones financieras reguladas en dicho acuerdo. En el caso de ejercicio del derecho de opción por los beneficiarios del plan (trabajadores o causahabientes), la entidad financiera se compromete a no ejercitar el rescate de las acciones que deberían corresponderles y a cambio, a instar a la compañía emisora la conversión en acciones ordinarias que se entregan a aquellos. Cuando deje de ser necesaria la emisión, total o parcialmente, la entidad suscriptora procede a ejercitar el rescate por el exceso de cobertura y por el precio de rescate acordado en la emisión. De esta manera, la entidad financiera interpuesta podrá recobrar el desembolso en su día realizado para la suscripción de las acciones.

3.3. Privilegiadas no rescatables emitidas antes del TRLSA

Una vez observada la recurrencia de las acciones rescatables, se analiza la emisión del resto de clases de acciones no rescatables en España. Para ello, no sólo se han analizado las acciones emitidas tras la entrada en vigor del TRLSA, sino que primeramente se han observado las emitidas antes de esa fecha. Han existido catorce emisiones de acciones privilegiadas no rescatables realizadas con anterioridad al TRLSA.

El 3 de diciembre de 1910, la "Compañía de los Ferrocarriles Económicos de Villena a Alcoy y Yecla"¹⁶ emitió 27.400 acciones preferentes, al portador, de 475 pesetas de valor nominal.

Por su parte, la *Barcelona Traction Light and Power Company Limited* emitió, en 1914, acciones preferentes de 100 dólares al 7% no acumulativo¹⁷.

La "Compañía de los Caminos de Hierro del Norte de España" emitió, el 22 de julio de 1918, acciones al portador con un interés fijo del 3% sobre el valor nominal. Como el valor nominal era de 500 pesetas, el interés anual era de 15 pesetas.

"Construcciones y Ferrocarriles S.A." realizó, el 7 de marzo de 1919, un aumento de capital de 4.000 acciones de 500 pesetas de valor nominal, mitad ordinarias, mitad privilegiadas.

"Ferrocarriles de Cataluña S.A." emitió acciones preferentes de 500 pesetas de valor nominal, por medio de ocho aumentos de capital de acciones preferentes de 500 ptas. de valor nominal: el 7 de marzo de 1919, el 1 de mayo de 1941, el 30 de enero de 1943, el 22 de febrero de 1944, el 24 de junio de 1963, el 27 de mayo de 1968, el 14 de abril de 1969 y el 1 de mayo de 1969¹⁸. El 27 de mayo de 1968, realizó la mayor ampliación de capital de su historia, al emitir 270.000 acciones preferentes de 500 ptas. de valor nominal. Las acciones preferentes cotizaban en la Bolsa de Barcelona y concedían un derecho a un dividendo adicional no acumulativo del 5%¹⁹.

La "Compañía General de Ferrocarriles Catalanes, S.A." (CGFC) emitió acciones preferentes el 27 de mayo de 1963²⁰ con la denominación "Acciones preferentes serie A" y "Acciones preferentes serie B". En ese momento, el capital social estaba formado por 74.000

¹⁶ Esta compañía estuvo en funcionamiento desde 1909 hasta 1965.

¹⁷ El grupo, constituido en Toronto en septiembre de 1911, llegó a ser la séptima empresa de producción eléctrica del mundo y la mayor de Europa.

¹⁸ *Vid.* La Vanguardia Española, Barcelona, 30 de marzo de 1960, p. 8. La Vanguardia Española, Barcelona, 21 de marzo de 1961, p. 10. La Vanguardia Española, Barcelona, 11 de octubre de 1966, p. 12. La Vanguardia Española, Barcelona, 21 de septiembre de 1968, p. 11. La Vanguardia Española, Barcelona, 1 de octubre de 1954, p. 8.

¹⁹ La empresa se encuentra en proceso de liquidación; el último Informe Anual depositado en el Registro Mercantil es el del ejercicio contable 1996.

²⁰ La CGFC se fundó el 14 de julio de 1919, con un capital social de 15 millones de ptas. repartido en 30.000 acciones. La empresa estuvo en funcionamiento hasta 1977.

acciones ordinarias, 109.303 acciones de la serie A y 35.303 acciones de la serie B. Las acciones preferentes tenían un derecho a un dividendo no acumulativo del 4%.

La "Compañía del Ferrocarril de Madrid a Aragón" tuvo 3.182 acciones privilegiadas con origen en un canje de obligaciones por acciones privilegiadas.

El 27 de julio de 1989, se constituyó la sociedad "Dalsa, S.A.", con un capital de 10 millones de pesetas, dividido en 10.000 acciones, con un valor nominal de 1.000 ptas. distribuidas en dos series: una de 100 acciones preferentes, y otra de 9.900 ordinarias²¹.

El 27 de julio de 1989 se constituyó la sociedad "Inversiones Barna, S.A." con un capital de 10.000.000 ptas., dividido en 10.000 acciones, con un valor nominal de 1.000 ptas., distribuidas en dos series: una, de 100 acciones preferentes, y otra, de 9.900 ordinarias²².

El 27 de julio de 1989 se constituyó la sociedad "Inversiones Donosti S.A." con un capital de 10 millones de ptas., dividido en 10.000 acciones, con un valor nominal de 1.000 ptas., distribuidas en dos series: una, de 100 acciones preferentes, y otra de 9.900 ordinarias²³.

El 27 de julio de 1989 se constituyó la sociedad "INVERSIONES GARBI, S.A." con un capital de 10 millones de ptas., dividido en 10.000 acciones, con un valor nominal de 1.000 ptas., distribuidas en dos series: una, de 100 acciones preferentes, y otra, de 9.900 ordinarias²⁴.

El 27 de julio de 1989 se constituyó la sociedad "Inversiones Taber, S.A." con un capital de 10.000.000 ptas., dividido en 10.000 acciones, con un valor nominal de 1.000 ptas., distribuidas en dos series: una, de 100 acciones preferentes, y otra, de 9.900 ordinarias²⁵.

El 16 de octubre 1984, "IREC SA" amplió capital social, mediante la emisión de 2.000 acciones privilegiadas al portador de diez mil pesetas de valor nominal que desde su desembolso gozarán de un dividendo preferente y acumulativo del 12% de su valor nominal desembolsado²⁶.

La *Société Générale de Tramways de Madrid et d'Espagne* (SGTME), sociedad belga con domicilio en Bruselas, se constituyó en 1886 y se centró en la explotación de los Tranvías del Norte de Madrid. Su capital inicial estaba formado por 10.000 acciones ordinarias y 10.000 privilegiadas, con un valor de 250 francos²⁷.

3.4. Privilegiadas no rescatables según el TRLSA y TRLSC

El análisis continúa con el estudio de las emisiones privilegiadas no rescatables realizadas por empresas y grupos empresariales españoles en virtud del TRLSA y TRLSC, independientemente de que las entidades coticen o no. Para observar las emisiones cotizadas, se analiza la Bolsa de Madrid, por ser el principal mercado bursátil de nuestro país. Aunque la Bolsa de Madrid ha recogido, en algún momento, ocho emisiones de acciones privilegiadas no

²¹ Vid. Sentencia 8259/2009, de 3 de diciembre de 2009, del Tribunal Supremo Sala III de lo Contencioso-Administrativo.

²² Vid. Sentencia 5612/2009, de 16 de julio de 2009, del Tribunal Supremo. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección 2ª).

²³ Vid. Sentencia 8822/2003, de 5 de junio de 2003, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección 2ª).

²⁴ Vid. Sentencia 8548/2003, de 20 de enero de 2003, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección 2ª).

²⁵ Sentencia 3803/2009, de 30 de abril de 2009, del Tribunal Supremo. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección: 2ª).

²⁶ Vid. Sentencia 892/1986, de 25 de enero de 1986, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil (Sección: 1ª).

²⁷ En 1906, tanto las emisiones ordinarias, como las privilegiadas se quedaron sin valor nominal.

rescatables, en la actualidad sólo cotiza una. La mayoría de las emisiones cotizadas actualmente están amortizadas (CEVASA), excluidas de cotización (Abertis, Amadeus, Banco Guipuzcoano, Dragados y FILO) o incursas en un proceso de suspensión de pagos (Document on Demand); sólo Grifols cotiza actualmente en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid. De las ocho sociedades, cinco (Abertis, Banco Guipuzcoano, Dragados, Filo y Grifols) cotizaron o cotizan en el Mercado Continuo²⁸, una en el segmento Nuevo Mercado (Amadeus) y dos cotizaron en el Parquet de la Bolsa de Madrid (Compañía española de viviendas de alquiler CEVASA y Document on Demand). Por último, existen cinco emisiones realizadas por empresas no cotizadas: Arco, Canal Metro Madrid, CEDONOSA, Club de Golf Villamartin y la Sociedad Desarrolladora Hotelera del Norte.

La emisión de acciones privilegiadas realizada por Abertis²⁹ está compuesta por 37.036.366 acciones de nominal 3 euros. Su capital social está fijado en 1.654.444.125 euros, dividido en 551.481.375 acciones de dos clases: 514.445.009 acciones de la clase "A" y 37.036.366 de la clase "B". Las acciones de clase "A" cotizaban en el Mercado Continuo, formando parte del selectivo índice Ibex 35, mientras que las acciones clase "B" se negocian en la modalidad de mercado *fixing*. La emisión ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, PRIV.B (ISIN=ES0111845113) fue excluida de cotización del Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid el 30 de octubre de 2007.

El Banco Guipuzcoano fue la primera entidad en poner en circulación acciones preferentes sin voto en España. El 25 de febrero de 1993 emitió 1.472.800 acciones con un valor nominal de 500 pesetas (ISIN=ES0113580D30). Estas acciones tenían la consideración de preferentes sin voto-A, ya que poseían el derecho de percibir un dividendo adicional especial equivalente al 50% del que se acuerde repartir a las acciones ordinarias y que nunca será inferior a 100 pesetas. El Banco Guipuzcoano mantuvo la emisión de acciones preferentes sin voto hasta el momento de su exclusión de cotización el 12 de abril de 2007.

La empresa Dragados y Construcciones emitió, el 22 de febrero de 1946, 20.000 acciones de valor nominal 500 pesetas con el privilegio de un derecho preferente respecto a las ordinarias a participar en el patrimonio resultante de la liquidación. Esta emisión fue completamente cancelada. El 15 de diciembre de 2003, la empresa emitió 60.000 "Acciones grupo Dragados 5,5% preferentes" de un euro de valor nominal. En la actualidad, todas las acciones de la empresa han dejado de cotizar en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid, ya que el 15 de diciembre de 2003 quedaron excluidas de cotización.

El 30 de junio de 1997, la junta general de accionistas de FILO acordó emitir acciones privilegiadas (serie B). Estas acciones tenían derecho a un dividendo preferente, consistente en percibir el 6% de la cantidad desembolsada en concepto de nominal y prima de emisión aportada. Además, tenían derecho a que los dividendos percibidos hasta el 31 de diciembre de 2001, fuesen en su conjunto superiores a los de las acciones ordinarias. El 26 de enero de 1998 fueron admitidas a cotización 23.500.096 acciones privilegiadas de valor nominal 100 pesetas. La compañía FILO fue excluida de cotización del Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid el 27 de mayo de 2002.

El 10 de agosto de 2005, Grifols realizó una ampliación de capital mediante la emisión de 260.000 acciones sin voto (clase B). Estas acciones, de valor nominal 0,5 euros, desaparecieron por una reducción de capital, mediante amortización exclusiva de acciones sin voto, realizada el 16 de mayo de 2006.

²⁸ De los datos recogidos, es posible inferir que 5 de las 168 empresas y grupos que cotizan en el Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid presentan clases de acciones; esto supone un porcentaje de 2,976% (5*100/168).

²⁹ "Abertis" es el resultado de la fusión de "Acesa Infraestructuras" y de "Aurea, Concesiones de Infraestructuras" (Acesa), tras la integración en la primera, de "Ibérica de Autopistas, S.A." ("Iberpistas"). La "ACCIONES ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A., PRIVILEGIADAS, SERIE B" fueron excluidas de cotización el 30 de octubre de 2007.

El capital social de Amadeus es de 23.044.370 euros, representado por 761.443.700 acciones, divididas de la siguiente forma: 590.000.000 acciones privilegiadas, de un céntimo de euro de valor nominal, integrantes de la clase "A", formada por una única serie; y por 171.443.700 acciones ordinarias, de diez céntimos de euro de valor nominal, integrantes de la clase "B", formada por una única serie. La compañía Amadeus inició su cotización en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Paris y Frankfurt en el año 1999, y fue excluida de cotización el 16 de diciembre de 2005.

En 1970, la empresa Española de Viviendas de Alquiler (CEVASA) admitió a cotización 12.737 acciones privilegiadas de 1.000 pesetas de valor nominal. Las acciones eran preferentes con derecho a percibir un dividendo de hasta el 7,5% de su valor nominal con carácter fijo y preferente a las ordinarias. Además del dividendo preferente, también tienen derecho a recibir el dividendo de las acciones ordinarias, por lo que es posible expresar que poseían el dividendo adicional, característico de las acciones sin voto actuales (hay que tener en cuenta que las acciones sin voto no estaban reguladas en España en el momento de la emisión de estas acciones privilegiadas). La compañía fue excluida de cotización el 23 de noviembre de 2001.

El 17 de junio de 1996, Document on Demand (antes Roberto Zubiri) empezó a cotizar con 600.000 acciones privilegiadas de valor nominal 1.000 pesetas. Las acciones eran preferentes, pues tenían derecho a recibir, en caso de que la junta general de accionistas lo acordase, el 20% del importe establecido cada año como dividendo. La cotización del título está suspendida desde el 16 de marzo de 1998, cuando entró en un proceso de suspensión de pagos. El 18 de abril de 2000, la compañía fue excluida de cotización al entrar en proceso de liquidación.

Entre las no cotizadas, Arco Bodegas Unidas SA posee 1700 acciones representativas del 0,0574 por ciento del capital social. Estas acciones tienen la posibilidad de amortizarse al 10% anual "siempre y cuando dicha amortización se llevase a cabo con cargo a los dividendos preferentes en su condición de acciones privilegiadas"³⁰. La sociedad Canal Metro Madrid, S. A. posee acciones privilegiadas que dan derecho a percibir una parte alícuota de dividendos superiores a la que corresponda a los titulares de las acciones ordinarias³¹. Cerámica Domínguez del Noroeste S.A. (CEDONOSA) amplió su capital el día 23 de noviembre de 1988 emitiéndose 9.600 acciones privilegiadas de 100 ptas. nominales cada una, a la par³². El Club de Golf Villamartin posee quinientos socios titulares de acciones privilegiadas, clase 2ª, serie B³³. Por último, el 30 de diciembre de 2009 la Sociedad Desarrolladora Hotelera del Norte, S.A. (filial al 99.69% de Sol Meliá) realizó una emisión de acciones preferentes de 50 millones de

³⁰ Vid. Sentencia 323/2010, de 27 de abril de 2010, del Tribunal Superior de Justicia. Sala de lo Social.

³¹ La Junta General Extraordinaria y Universal de Canal Metro Madrid, S. A. (16/10/2002 BORME número 198), celebrada el 21 de enero de 2003, acordó, por unanimidad, una operación de ampliación y simultánea reducción de capital para restablecer el equilibrio patrimonial.

En primer lugar, aprobó una ampliación de capital social de 6.386.279 euros. La emisión fue de 6.386.279 nuevas acciones nominativas de 1 euro de valor nominal. Las acciones emitidas eran de dos clases, clase A (o privilegiadas) y clase B (u ordinarias). Las acciones privilegiadas dan derecho a percibir una parte alícuota de dividendos superiores a la que corresponda a los titulares de las acciones de clase B u ordinarias, tal y como se determina en el art. 26 de los estatutos sociales. Tras el incremento de capital, el capital social, que está totalmente suscrito y desembolsado, se fijó en 6.446.389 euros. Dicho capital estaba dividido en 6.446.389 acciones nominativas, de 1 euro de valor nominal.

En segundo lugar, se aprobó una reducción de capital social que tenía como única finalidad restablecer el equilibrio entre el capital, fijado en la cantidad de 6.446.389 euros, y el patrimonio de la sociedad disminuido por consecuencia de pérdidas, y que, de acuerdo con el balance que sirve de base para los acuerdos arroja la cantidad negativa de 6.386.279 euros, esto es, por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital social, dejando el capital social en la cifra de 60.110 euros. El capital social se redujo en 6.386.279 euros. La reducción del capital se realizó sin devolución de aportaciones a los accionistas y sin variar el valor nominal de las mismas, mediante el procedimiento de amortizar las acciones proporcionalmente a los porcentajes que cada accionista ostentaba. Esta amortización afectó por igual a todos los accionistas de la entidad. Tras la reducción de capital, el capital social, que estaba totalmente suscrito y desembolsado, se fijó en la cifra de 60.110 euros.

³² Vid. Sentencia 578/2005, de 3 de febrero de 2005, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso.

³³ Vid. Sentencia 4258/2005, de 14 de enero de 2005, de la Audiencia Provincial de Elche.

dólares equivalentes al 30% del patrimonio neto de la sociedad. La emisión genera un dividendo preferente anual del 6.5%³⁴.

3.5. Entidades que han modificado sus estatutos para posibilitar la emisión de rescatables

Además de analizar las emisiones de acciones rescatables, esta investigación incluye un estudio de las empresas que han modificado sus estatutos para posibilitar su emisión, ya que es importante conocer, por un lado, si las sociedades han emitido acciones rescatables, pero también saber si no se han atrevido a emitirlos, o no han sabido analizar su utilidad, pero les parece una alternativa interesante en el futuro y desean que sus estatutos recojan la posibilidad de financiarse con ellas en un momento posterior.

La razón para modificar los estatutos con el objeto de admitir las acciones rescatables tiene su origen en un precepto recogido en la legislación comunitaria y que la legislación española ha omitido. El art. 39.a de la Segunda Directiva 77/91/CEE en materia de Sociedades dispone que "la recuperación (rescate) deberá ser autorizada por los estatutos o por la escritura de constitución antes de la suscripción de las acciones rescatables". Derivado de este artículo pueden existir dudas acerca de si sería válida la emisión de estos valores sin modificación previa de los estatutos³⁵. Por ello, algunas empresas o grupos españoles han decidido modificar los estatutos para admitir la posible emisión futura de acciones rescatables.

Del estudio empírico se infiere que la inclusión de la posibilidad de emitir acciones rescatables realizadas por las empresas españolas está englobada en una estrategia más amplia. Tras su modificación, los estatutos posibilitan que las nuevas emisiones puedan realizarse por cualquiera de las clases de acciones reguladas en nuestra legislación (privilegiadas, rescatables y sin voto), y además, permite la exclusión del derecho de suscripción preferente a voluntad de la entidad emisora.

El listado de las empresas y grupos españoles que han modificado sus estatutos para poder emitir en un futuro cualquier clase de acciones, incluidas las rescatables, es el siguiente: ACS, Actividades de Construcción y Servicios, Azkoyen, Banco de Andalucía³⁶, Banco de

³⁴ La jurisprudencia muestra dos sociedades más con acciones privilegiadas. *Vid.* Sentencia 3040/2002, de 10 de julio de 2002, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso. Sentencia 1522/2001, de 2 de febrero de 2001, del Tribunal Superior de Justicia. Sala de lo Contencioso.

³⁵ Teniendo en cuenta lo anterior, se ha llegado a advertir que "a falta de la mención estatutaria no debería permitirse la emisión de rescatables en España, a menos que los estatutos se reformen". *Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1988. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Mc Graw Hill, Madrid, 1999, p. 33.

³⁶ Como ejemplo de empresas que todavía no han emitido acciones rescatables, pero que han modificado sus estatutos para poder emitir cualquier tipo de acciones privilegiadas se muestra la información recogida en los estatutos del Banco de Andalucía: "Art. Final.- 1. Cuando un aumento de capital se realice por emisión de nuevas acciones, podrá efectuarse por emisión de acciones ordinarias, acciones sin derecho a voto, acciones privilegiadas o acciones rescatables, pudiendo, en su caso, excluirse el derecho de suscripción preferente cuando así lo exija el interés del Banco, todo ello de conformidad con la legislación vigente en cada momento. 2. Los titulares de acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable que apruebe la Sociedad en el acuerdo de emisión correspondiente. La Sociedad estará obligada a acordar el reparto de dicho dividendo siempre que existan beneficios distribuibles. De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, el dividendo preferente total o parcialmente impagado deberá ser satisfecho a los titulares de acciones sin voto en los cinco ejercicios siguientes, sin atribuírseles durante ese período el derecho de voto. Los titulares de estas acciones podrán, de acuerdo con lo previsto en la Ley, ejercitar el derecho de suscripción preferente si así lo acordara la Sociedad al emitir acciones u obligaciones convertibles en acciones. 3. En las acciones privilegiadas en las que el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, la Sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles. De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, el dividendo preferente total o parcialmente impagado deberá ser satisfecho en los cinco ejercicios siguientes. En materia de dividendos, los titulares de esta clase de acciones tendrán derecho a percibir sólo el dividendo que corresponda a la acción privilegiada, determinándose su cuantía en el acuerdo de emisión. 4. La Junta General o, en su caso, el Consejo de Administración, en el momento de adoptar el acuerdo de emitir acciones rescatables, determinará si el rescate tendrá lugar a solicitud de la Sociedad emisora, de los titulares de dichas

Castilla³⁷, Banco de Crédito Balear³⁸, Banco de Galicia³⁹, Banco de Vasconia⁴⁰, Bankinter, BBVA, Banco Guipuzcoano, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Vasconia, ENDESA, FADESA (en concurso de acreedores), Ferrovial, Papeles y cartones de Europa (EUROPAC), Recoletos-Unidad editorial, Sogecable, Sol Melia, Unión Fenosa y Vocento⁴¹. De los datos obtenidos, se puede inferir que veinticuatro empresas o grupos españoles han modificado sus estatutos para poder emitir, en un futuro, cualquier clase de acciones, incluidas las rescatables. De las veinticuatro unidades económicas, once son entidades de crédito, lo que junto con los resultados del estudio de las PPR, confirma la idea de que los intermediarios financieros son el sector más motivado para financiarse con instrumentos financieros híbridos.

3.6. Emisiones denominadas incorrectamente

La presente investigación identifica tres emisiones realizadas por sociedades y grupos españoles que, por su nomenclatura, podría pensarse que son acciones privilegiadas, pero que, analizando los derechos concedidos a sus titulares, se observa que realmente no lo son: Logística Hidrocarburos A, Logística Hidrocarburos C y Logística Hidrocarburos D. Además, se ha identificado una verdadera clase de acciones, la emitida por el grupo FILO, cuya información societaria denomina de forma incorrecta como "serie" en vez de "clase".

Logística de Hidrocarburos (CLH) presenta su capital dividido en tres "clases": "clase" A, "clase" C y "clase" D⁴². El capital social es de 84.070.140 euros, representado por 70.058.450 acciones de 1,2 euros de valor nominal cada una, íntegramente suscritas y desembolsadas y distribuidas en tres clases, denominadas A, C y D. La "clase" A está constituida por 90.000 acciones, que están admitidas a negociación en el mercado de valores. La "clase" C está constituida por 68.279.401 acciones. La "clase" D está integrada por 1.689.049 acciones, que están admitidas a negociación en el mercado de valores.

Las acciones de las "Clases" A y D están representadas por medio de anotaciones en cuenta. Estas acciones se constituyen, como tales, en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable, que reflejará las menciones recogidas en la escritura de emisión y si están o no enteramente desembolsadas, en su caso. La legitimación para el ejercicio de los derechos de accionista, incluida en su caso la transmisión, se obtiene mediante la inscripción en el registro contable, que presume la titularidad legítima y habilita al titular registral a exigir que la sociedad le reconozca como accionista. Dicha legitimación podrá

acciones o de ambos, y fijará las condiciones para el ejercicio de ese derecho. En el caso de acciones rescatables privilegiadas o sin voto, el dividendo preferente no repartido carecerá de carácter acumulativo. 5. Por acuerdo de la Junta General Ordinaria y Extraordinaria de 12 de abril de 2002, el Consejo de Administración podrá aumentar el capital social hasta el máximo legal permitido, por elevación del valor nominal de las acciones existentes o mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias, privilegiadas, rescatables, con o sin prima, con o sin voto, conforme a las clases y tipos admitidos legal y estatutariamente, en la oportunidad y cuantía que decida, sin previa consulta a la Junta General, en una o varias veces, dentro del plazo de cinco años, que finalizará el 11 de abril de 2007, de conformidad con lo establecido en el art. 153.1.b) de la vigente Ley de Sociedades Anónimas, con la previsión de lo dispuesto en el art. 161.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, y podrá excluir el derecho de suscripción preferente de acuerdo con el art. 159.2 de la vigente Ley de Sociedades Anónimas." Vid. BANCO DE ANDALUCÍA: Estatutos, Banco de Andalucía, Sevilla, 2008, p. 13.

³⁷ El Banco de Castilla ha modificado sus estatutos dejando sus contenidos de forma idéntica a la del ejemplo anterior: Vid. BANCO DE CASTILLA: *Estatutos*, Banco de Castilla, Salamanca, 2008, p. 14.

³⁸ También sirve como ejemplo la información recogida en los estatutos del Banco de Crédito Balear, que es igual a la ejemplificada en el Banco de Andalucía. Vid. BANCO DE CRÉDITO BALEAR: *Estatutos*, Banco de Crédito Balear, Palma de Mallorca, 2008, p. 13.

³⁹ Otro ejemplo más de contenidos calcados, es la información resultante, tras la modificación, de los estatutos del Banco de Galicia. Vid. BANCO DE GALICIA: *Estatutos*, Banco de Galicia, Vigo, 2008, p. 13.

⁴⁰ El último ejemplo de información idéntica es la recogida en los estatutos del Banco de Vasconia. Vid. BANCO DE VASCONIA: *Estatutos*, Banco de Vasconia, Pamplona, 2008, p. 13.

⁴¹ El resto de empresas que han modificado sus estatutos presentan unos contenidos muy similares a los expresados en los ejemplos anteriores.

⁴² Vid. LOGÍSTICA DE HIDROCARBUROS: *Estatutos*, Madrid, 2008, art. 7 y 8.

acreditarse mediante la exhibición de los certificados oportunos, expedidos por la entidad encargada de los registros contables.

Las acciones de la "Clase" C, numeradas correlativamente del 1 al 68.279.401, ambos inclusive, están representadas por medio de títulos nominativos, que podrán ser simples o múltiples. El accionista tiene derecho a la entrega, libre de gastos, tanto de los títulos simples como del título múltiple. En caso de entrega de título múltiple, el accionista tiene derecho a exigir de la sociedad que, previa anulación de los que a tal efecto presente, expida, en sustitución de los mismos, tantos títulos simples como acciones sean de su titularidad, o uno o varios títulos múltiples representativos de un número de acciones distinto al que figurase en aquél o aquellos cuya sustitución se solicita. Cada título simple o múltiple irá firmado por uno o varios administradores. La firma podrá ser autógrafa o estar reproducida por medios mecánicos. La Sociedad llevará un Libro-registro de acciones nominativas para las de la "Clase" C, debidamente legalizado, a los efectos prevenidos en la Ley. Cualquier accionista de la indicada "Clase" que lo solicite podrá examinar el referido Libro".

Las diferencias entre las acciones de CLH son que las acciones "clase A" y "clase D" están representadas mediante anotaciones en cuenta y admitidas a cotización, mientras que las acciones de "clase C" están representadas por acciones nominativas no cotizadas. Las tres emisiones de acciones tienen los mismos derechos, por lo que no pueden denominarse, de ninguna manera, como clases de acciones. Así es posible afirmar que la empresa Logística de Hidrocarburos ha utilizado erróneamente la terminología clase para designar a sus emisiones.

Por su parte, el capital de FILO, constituida en el año 1970, estaba representado en ese momento por 63.588.494 acciones de la "serie A" y 23.500.096 acciones de la "serie B". El 26 de enero de 1998 son admitidas a cotización 23.500.096 acciones privilegiadas (serie B) de valor nominal 100 pesetas. Las acciones privilegiadas tenían derecho a un dividendo preferente, consistente en percibir el 6% de la cantidad desembolsada en concepto de nominal y prima de emisión aportada, con cargo a los beneficios distribuibles obtenidos. Además, tienen derecho a que los dividendos percibidos, sean en su conjunto superiores a las de las acciones ordinarias. También poseen la capacidad de participar en la ampliación liberada mediante la entrega de acciones privilegiadas a la par, que se emitirán con cargo a una reserva especial constituida al efecto.

Los privilegios de la "serie B", respecto a la "serie A", son los siguientes:

- Derecho a un dividendo preferente, consistente en percibir el 6% de la cantidad desembolsada en concepto de nominal y prima de emisión aportada, con cargo a los beneficios distribuibles. Por la modificación estatutaria de 30 de junio de 1997 este dividendo preferente no será acumulativo, sino únicamente prioritario en rango frente al ordinario, de tal forma que, una vez retribuido el dividendo preferente, las acciones de la serie B sólo tendrán derecho, en igualdad de condiciones que las ordinarias, a cualquier dividendo que se apruebe en la parte que exceda del 6% recibido por las acciones de la "serie B".
- Derecho a que los dividendos que perciban durante los cuatro ejercicios siguientes a su emisión, sean en su conjunto superiores a los dividendos recibidos por las acciones serie A en un importe mínimo determinado por medio de una fórmula financiera.
- Derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, así como en la emisión de obligaciones convertibles en acciones. Participarán asimismo del derecho de asignación gratuita para el supuesto de realización de ampliaciones de capital con cargo a reservas. Sin perjuicio de todo lo anterior, las acciones de la serie B gozarán de un privilegio especial respecto de las ordinarias, consistente en el derecho a participar, en el plazo de dos años a contar desde el cierre del periodo de suscripción de las acciones privilegiadas, en la ampliación de capital que a tal efecto se acuerde. Dicha ampliación de capital se instrumentará mediante la entrega gratuita de acciones de la serie B a la par, que se emitirán con cargo a una reserva especial constituida al efecto.
- Derecho preferente de conversión que permitirá a sus titulares convertir un porcentaje de ellas en acciones preferentes sin voto. El Consejo de Administración tiene la facultad de

acordar o no dicha conversión. En el supuesto de que el Consejo finalmente lo acordase, cada accionista suscriptor de las acciones privilegiadas podrá solicitar la conversión en acciones sin voto hasta el límite del 50% de las acciones de nueva emisión de las que sea titular.

Teniendo en cuenta que las acciones pertenecientes a la "serie B" poseen unos derechos diferentes a los de la "serie A", es posible inferir que la denominación de serie para designar a ambas emisiones es incorrecta. Su nomenclatura correcta debería ser "clase A" y "clase B".

Los supuestos de CLH y FILO son los dos únicos casos de inadecuación terminológica encontrados en la información ofrecida por los emisores españoles⁴³. Es más frecuente que el error conceptual tenga su origen en la prensa especializada. Un ejemplo de ello, es el de Esteban Espuña⁴⁴. La información de la empresa en la prensa especializada señala "que el capital social de Esteban Espuña asciende a 708.338,6 euros representado en dos series de acciones: una de 4.767 acciones ordinarias de 120,20 euros de valor nominal cada una y otra de 1.126 acciones privilegiadas de 120,2 euros de valor nominal"⁴⁵. Sin embargo, el Informe Anual de Esteban Espuña recoge, de forma textual, que "todas las acciones tienen los mismos derechos"⁴⁶, por lo que no es posible considerar a las emisiones de capital de Esteban Espuña como "clases" de acciones.

3.7. Clases de acciones emitidas por empresas extranjeras que cotizan en el mercado español

Dentro de las clases de acciones que financian sociedades no domiciliadas en España destacan, por su número, las cotizadas en el Latibex. Este segmento bursátil recoge las acciones de empresas latinoamericanas que cotizan en euros. En el momento actual están incluidos treinta y dos valores⁴⁷ pertenecientes a siete países. Existen catorce empresas del Latibex que poseen clases de acciones: Aracruz Celulose (Acciones Preferidas⁴⁸ clase A y Acciones Preferidas clase B), Bradesco (Acciones Preferidas), Bradespar (Acciones Preferidas), Braskem (Acciones Preferidas clase A y Acciones Preferidas clase B), Cemig (Acciones Preferidas clase A y Acciones Preferidas clase B), Copel (Acciones Preferidas clase A y Acciones Preferidas clase B), Eletrobras (Acciones Preferidas clase A y Acciones Preferidas clase B), Net Serviços (Acciones Preferidas), Petrobras (Acciones Preferidas), Sadia (Acciones Preferidas), Suzano Papel e Celulose (Acciones Preferidas clase A y Acciones Preferidas clase B), Suzano Petroquímica (Acciones Preferidas)⁴⁹ y Vale do Rio (Acciones Preferidas clase A y Acciones Preferidas clase B).

⁴³ Entre empresas brasileñas es frecuente que, según las ideas recogidas en esta investigación, se produzcan errores terminológicos. La denominación utilizada por las empresas brasileñas que cotizan en las bolsas españolas es errónea, porque no existen acciones ordinarias. Las denominadas por estas empresas como "preferentes" son privilegiadas y las denominadas "ordinarias" son acciones convertibles. No pueden ser nunca acciones ordinarias si tienen un derecho de conversión.

⁴⁴ Según la información recogida en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, existen dos emisiones de 4.767 y 1.126 acciones, todas de 120,20 euros de valor nominal, totalmente desembolsadas, representadas mediante anotaciones en cuenta representativas del capital social de 708.338,60 euros. Vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV): *Esteban Espuña*, www.cnmv.es.

⁴⁵ Vid. LA BOLSA: www.labolsa.com/noticias/20040107191308 y FINANZAS: <http://www.finanzas.com/id.6771455/noticias/noticia.htm>.

⁴⁶ Vid. ESTEBAN ESPUÑA: *Informe Anual 2008*, Madrid, 2009, art. 10.

⁴⁷ El índice Latibex incluye treinta y seis valores de treinta y dos empresas o grupos. Existen más valores que empresas porque hay compañías que tienen diferentes tipos de acciones.

⁴⁸ Las sociedades brasileñas utilizan la denominación "Preferidas" para designar a todas las acciones preferentes o privilegiadas. Nuestro análisis las designa en todo momento por su denominación oficial (preferidas), aunque para hacerlo en función de los derechos que confieren a sus titulares, la mayoría son privilegiadas.

⁴⁹ Existen dos empresas Suzano que forman parte del mismo holding de empresas. Las dos unidades económicas son sociedades jurídicas distintas, con distinto NIF y con diferente cifra de capital social: "SUZANO BAHIA SUL PAPEL E CELULOSE, SA", NIF: 16404287/0, Capital social: 181.531.176 reales brasileños; y "SUZANO PETROQUIMICA, SA", NIF: 04705090/0, Capital social: 129.319.934 reales brasileños.

El capital social de "Aracruz Celulose S.A." es de 1.854.506.731,94 reales brasileños, que se encuentra divididos en 1.032.544.120 acciones nominativas, sin valor nominal, de las cuales 455.390.699 son acciones ordinarias y 577.163.421 acciones preferidas, que se dividen a su vez en dos clases: clase A y clase B⁵⁰. Las acciones preferidas no disponen de derecho de voto, pero se aseguran recibir un dividendo de un 10% mayor que el atribuido a cada acción ordinaria y la prioridad en el reembolso de capital, en caso de disolución de la sociedad. Las acciones preferidas clase "A", tienen prioridad en la percepción de un dividendo mínimo del 6% al año, calculado sobre el valor del capital que representan y dividido entre ellas en partes iguales. Las acciones preferidas clase "B", si bien tienen derecho al dividendo superior no tendrán prioridad para recibir dividendos. Las acciones preferidas clase "A", podrán ser convertidas en acciones preferidas clase "B".

El capital social del "Banco Bradesco S.A." está fijado en 7.700.000.000 reales brasileños, que se encuentra dividido en 491.933.125 acciones nominativas registradas, sin valor nominal, de las cuales 247.143.186 son acciones ordinarias y 244.789.939 acciones preferidas⁵¹. Las acciones preferidas no tienen derecho a voto, pero confieren a sus titulares los siguientes derechos y ventajas: prioridad en el reembolso en caso de liquidación, dividendos 10% mayores que los atribuidos a las acciones ordinarias, inclusión en oferta pública resultante de eventual enajenación del control de la sociedad, estando asegurado que sus titulares recibirán un precio igual al 80% de la cantidad pagada por acción ordinaria integrante del bloque de control⁵².

El capital social de "Bradespar S.A." es 2.044.546.272 reales brasileños, dividido en 43.711.175 acciones nominativas, sin valor nominal, de las cuales 15.333.063 son acciones "ordinarias" y 28.378.112 "preferidas"⁵³. Los estatutos aseguran a las accionistas, en cada ejercicio, a título de dividendo obligatorio, un 30% del beneficio líquido ajustado. En cuanto a los derechos económicos, las acciones "preferidas" son privilegiadas, teniendo dos ventajas: prioridad en el reembolso del capital social en caso de liquidación de la sociedad, y obtención de unos dividendos un 10% mayor a los atribuidos a las acciones "ordinarias". En lo que se refiere a los derechos políticos, las acciones "preferidas" carecen de derecho de voto en la junta general de accionistas; adquirirán derecho de voto si la compañía deja de pagar los dividendos que le correspondan por un plazo superior a tres ejercicios consecutivos.

El capital social de "Braskem" es de 3.402.968.293,84 reales brasileños, el cual se encuentra dividido en 90.640.690.253 acciones, que se reparte de la siguiente manera: 30.215.024.848 acciones "ordinarias", 60.205.279.187 acciones preferidas de la clase "A" y 220.386.218 acciones preferidas de clase "B"⁵⁴. Cada acción "ordinaria" da derecho a un voto en la Junta General, mientras que las acciones preferidas no tienen derecho a voto. Las acciones preferidas de la clase "A" y "B" tienen la misma prioridad en la distribución en cada ejercicio, de un dividendo mínimo, no acumulativo, del 6% sobre su valor unitario. Las acciones "ordinarias" solamente tienen derecho a dividendo después del pago del dividendo mínimo de las acciones preferidas. Una vez que las acciones "ordinarias" se hayan asegurado un dividendo del 6% sobre su valor unitario, las acciones preferidas de clase "A" concursan en igualdad de condiciones que las "ordinarias" en la distribución del beneficio restante. Las acciones preferidas

⁵⁰ Vid. ARACRUZ CELULOSE: *Annual Report 2009*, Sao Paulo, 2009, punto 8 de la Memoria. En atención a la legislación mercantil brasileña, el número de acciones preferidas sin derecho a voto o sujetas a restricciones a ese derecho en el ejercicio, no podrá sobrepasar los dos tercios del total de las acciones emitidas. Cada acción ordinaria concede un derecho a un voto en las deliberaciones de la Asamblea General.

⁵¹ No está permitida la conversión de acciones ordinarias en acciones preferidas y viceversa. Vid. ARACRUZ CELULOSE: *Estatutos*, Sao Paulo, 2007, art. 14

⁵² En el caso de oferta pública resultante de enajenación del control de la Sociedad, las acciones ordinarias no integrantes del bloque de control tienen derecho a recibir el 100% de la cantidad pagada por acción ordinaria.

⁵³ No está permitida la conversión de acciones "ordinarias" en acciones "preferidas" y viceversa. Vid. BRADESPAR: *Estatutos*, www.bradespar.com.br.

⁵⁴ Vid. BRASKEM: *Estatutos*, Sao Paulo, 2010, art. 4. Las acciones preferidas clase "B" están integradas con recursos previstos en la legislación de incentivos fiscales del "Fondo de Inversiones del Nordeste" (FINOR). Para cumplir la legislación brasileña, las acciones preferidas sin derecho a voto y con voto restrictivo, no podrán sobrepasar los 2/3 del capital total de la compañía. Vid. BRASKEM: *Annual Report 2009*, Sao Paulo, 2010.

de clase "B" no participan en los beneficios restantes, después de haber recibido el mínimo del 6%. Las acciones preferidas de clase "A" y "B" participarán, sin restricciones y en igualdad de condiciones con las acciones "ordinarias", en la distribución por la compañía, de acciones resultantes de la corrección monetaria del capital. Únicamente las acciones "ordinarias" y preferidas de clase "A" participan en la distribución por la compañía de acciones por aumento con cargo a reservas. Las acciones preferidas de la clase "A" y "B" tienen asegurada la prioridad en el reembolso del capital. Las acciones preferidas sin derecho a voto con dividendos fijos o mínimos, adquirirán el ejercicio de ese derecho si la compañía deja de pagar los dividendos fijos o mínimos durante tres ejercicios sociales consecutivos. Este derecho lo conservan hasta el pago. Los poseedores de acciones preferidas de clase "B" podrán en cualquier momento, pedir la conversión en acciones preferidas de clase "A" bajo la paridad "2/1", es decir, el accionista podrá convertir cada dos acciones preferidas de clase "B" en una acción preferente de clase "A".

La Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG) una de las mayores y más importantes concesionarias de energía eléctrica del Brasil, posee 549.122 acciones preferidas. Estas acciones conceden a su titular un dividendo privilegiado de un tres por ciento, siendo acciones sin voto y no rescatables.

El capital social de "Compañía Paranaense de Energía" (COPEL) es de 3.480.000.000 reales brasileños, representado por 273.655.376.270 acciones, sin valor nominal, siendo 145.031.080.782 acciones ordinarias y 128.624.295.488 acciones preferidas, dividiéndose éstas en 405.611.695 acciones clase "A" y 128.218.683.793 acciones clase "B"⁵⁵. Las acciones preferidas clase "A" tendrán prioridad en la distribución de dividendos mínimos del 10% al año sobre el capital que esa clase de acciones representan⁵⁶. Las acciones preferidas clase "B" tendrán prioridad en la distribución de un dividendo mínimo de un 25% del beneficio líquido ajustado. Los dividendos de las acciones preferidas clase "B" serán prioritarios sólo en relación a las acciones ordinarias, y solamente serán pagados después de haber efectuado el desembolso de los dividendos prioritarios de las acciones preferidas clase "A". El dividendo a pagar por las acción preferidas, independientemente de la clase, será como mínimo, un 10% superior al atribuido a cada acción ordinaria. Las acciones preferidas adquirirán derecho de voto si, por el plazo de tres ejercicios consecutivos, no les fueran pagados los dividendos mínimos establecidos.

El capital social de "Electrobras" es 20.785.195.909,48 reales brasileños, que se encuentra dividido en 452.511.763.550 acciones "ordinarias", 73.460.000 acciones "preferidas clase A" y 84.917.297.330 acciones "preferidas clase B", todas ellas sin valor nominal⁵⁷. Las acciones ordinarias tendrán derecho a voto, mientras que las acciones preferidas no tendrán derecho a voto en la Junta General, pero tendrán prioridad en el reembolso de capital y la distribución de dividendos⁵⁸. Las acciones "preferidas clase A" tienen prioridad en la distribución de dividendos, que será de un 8% al año sobre el capital que esa clase de acciones representan. Las acciones "preferidas clase B" también tienen prioridad en la distribución de dividendos, pero en un porcentaje del 6%. Las acciones preferidas percibirán un dividendo por acción, por lo menos, un 10% mayor del percibido por cada acción ordinaria.

⁵⁵ Vid. COPEL: *Informe Anual 2006*, Curitiba-Parana, 2007, punto 8 de la Memoria. El capital social podrá ser aumentando, mediante deliberación del Consejo de Administración e independientemente de reforma estatutaria, hasta el límite de 500.000.000.000 de acciones. Los aumentos podrán ser efectuados mediante la emisión de acciones preferidas clase "B", sin ser necesario, guardar proporción con las clases existentes o con las acciones ordinarias. Las acciones preferidas no tienen derecho a voto. Vid. COPEL: *Informe Anual 2006*, Curitiba-Parana, 2007, punto 8 de la Memoria.

⁵⁶ Esta expresión es algo muy cercano al valor nominal, que estas acciones no poseen.

⁵⁷ Como establece la legislación mercantil brasileña, la sociedad podrá aumentar su capital social hasta el límite de 2/3 de acciones preferidas, en relación al total de las acciones emitidas.

⁵⁸ Las acciones preferidas no se podrán convertir en acciones ordinarias. Vid. ELETROBRAS: *Estatutos*, Rio de Janeiro, 2009, art. 12.

La sociedad "Net Serviços de comunicação, S.A." tiene un capital social de 3.387.408.498,71 reales brasileños que se encuentra dividido en 1.573.518.496 acciones "ordinarias" y 2.280.359.030 acciones "preferidas", todas ellas nominativas y sin valor nominal⁵⁹. Las acciones "preferidas" tienen unos derechos económicos garantizados: tienen asegurado recibir dividendos dinerarios un 10% mayor que los pagados en las acciones ordinarias, y tienen prioridad en el reembolso en caso de liquidación de la sociedad. Las acciones "preferidas" tendrán derecho a voto exclusivamente en las siguientes materias: transformación, fusión o escisión de la sociedad; evaluación de bienes destinados a la integración de aumento de capital de la sociedad; elección de la empresa especializada para determinación del valor económico de las acciones de la sociedad; alteración o revocación de los Estatutos Sociales de la sociedad. Las acciones "preferidas" adquirirán el ejercicio del derecho de voto, para todas las situaciones, si la sociedad dejará de pagar dividendos.

La compañía "Petróleo Brasileiro S.A.", más conocida como "Petrobras"⁶⁰ tiene su capital social dividido en acciones ordinarias con derecho a voto y preferidas sin derecho a voto. Las acciones preferidas no podrán ser convertidas en acciones ordinarias y viceversa. Los accionistas tienen derecho, en cada ejercicio, a percibir los dividendos, que no podrán ser inferiores al 25% del ingreso neto ajustado, prorrateado entre las acciones en que se divide el capital. Las "acciones preferidas" tienen prioridad en el caso de reembolso del capital y en la percepción de los dividendos, como mínimo del 5% calculado sobre la parte del capital representada por esa clase de acciones, o del 3% del valor patrimonial neto de la acción, prevaleciendo siempre el mayor, participando en igualdad de condiciones con las acciones ordinarias, en los aumentos del capital social provenientes de incorporación de reservas. Las acciones preferidas participarán, no acumulativamente, pero en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias, en la distribución de los dividendos, cuando sean superiores al porcentual mínimo que se les garantiza⁶¹.

Sadia S.A., tiene un capital social de 1.500.000.000 reales brasileños dividido en 683.000.000 de acciones sin valor nominal, siendo 257.000.000 "ordinarias" y 426.000.000 acciones "preferidas". Todas las acciones tienen asegurado un dividendo mínimo obligatorio del 28% del beneficio líquido del ejercicio. Sólo las acciones "ordinarias" poseen derecho a voto en las deliberaciones de la Asamblea General. Las acciones "preferidas" no tienen derecho de voto, pero gozan de las siguientes ventajas: prioridad en la recepción proporcional de dividendos mínimo, no acumulativos, de un 28% del beneficio líquido, concurriendo en igualdad de condiciones con las acciones "ordinarias" en el dividendo que le fuera atribuido por encima de ese porcentaje, derecho a dividendo de un 10%, como mínimo, mayores que los que sean atribuidos a las "ordinarias", y por último, prioridad en el reembolso de capital en caso de liquidación de la sociedad. Las acciones preferidas, sin derecho de voto, adquirirán el ejercicio del derecho a voto si la sociedad deja de pagar el dividendo mínimo durante tres ejercicios consecutivos⁶².

⁵⁹ El capital social podrá ser aumentado hasta el límite máximo de 5.000.000.000 reales brasileños. Atendiendo a la legislación mercantil brasileña, las acciones "preferidas" podrán representar hasta el límite de 2/3 del total de las acciones emitidas por la sociedad, pudiendo en su emisión ser alterada la proporción anteriormente existente entre acciones "ordinarias" y "preferidas".

⁶⁰ El capital social de "Petrobras", totalmente suscrito y desembolsado, es 32.896.137.750 reales brasileños; el capital se encuentra dividido en 1.096.537.925 acciones, todas escrituradas sin valor nominal, que se encuentran repartidas de la siguiente manera: 634.168.418 acciones ordinarias y 462.369.507 acciones preferidas. *Vid. PETRÓLEO BRASILEIRO: Estatutos*, Rio de Janeiro, 2008, art. 4. El control del Gobierno Nacional será ejercido mediante la propiedad y posesión de, como mínimo, cincuenta por ciento, más una acción del capital con derecho a voto de la Sociedad, es decir, de las acciones ordinarias. A fecha 1 de febrero de 2009, el Gobierno federal controlaba el 55,7% de las acciones ordinarias. El capital social podrá ser aumentado con la emisión de acciones preferidas sin guardar proporción con las acciones ordinarias respetando el límite legal de la legislación mercantil brasileña de los dos tercios del capital social, así como también, dando cumplimiento al derecho de preferencia de todos los accionistas.

⁶¹ *Vid. PETRÓLEO BRASILEIRO: Estatutos*, Rio de Janeiro, 2008, art. 5-10.

⁶² *Vid. SADIA: Estatutos*, Sao Paulo, 2008, art. 12.

El capital social de Suzano Papel e Celulose⁶³ es de 1.477.963.325,62 reales brasileños, divididos en 285.277.173 acciones que se reparten de la siguiente manera: 102.374.458 acciones "ordinarias", 181.531.176 acciones "preferidas clase A" y 1.371.539 acciones "preferidas clase B"⁶⁴. Las acciones "preferidas clase A" no tienen derecho de voto, pero cuentan con tres ventajas en los derechos económicos: prioridad en el reembolso del capital en caso de liquidación de la sociedad, diviendo por acción por lo menos un 10% mayor que el atribuido a las acciones ordinarias y derecho a participar en igualdad de condiciones con las acciones ordinarias en la distribución de beneficios o capitalización de reservas. Las acciones "preferidas clase B" tampoco tienen derecho de voto, pero también poseen ventajas especiales de tipo económico: prioridad en el reembolso del capital en caso de liquidación de la sociedad, prioridad en la recepción de un dividendo mínimo del 6% al año, diviendo por acción por lo menos un 10% mayor que el atribuido a las acciones ordinarias, derecho a participar en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias en la distribución de beneficios o capitalización de reservas y, por último, derecho a participar en los resultados de la sociedad, de modo que ninguna de las otras clases de acciones puedan ser atribuidas unas ventajas patrimoniales superiores. Las acciones "preferidas clase B" adquirirán derecho de voto si, durante tres ejercicios consecutivos, dejan de pagar los dividendos mínimos⁶⁵.

La sociedad Suzano Petroquímica S.A. tiene un capital social, totalmente suscrito, de 794.382.910,44 reales brasileños. El capital se encuentra dividido en 221.195.380 acciones nominativas sin valor nominal, de las cuales 97.375.446 son acciones "ordinarias" y 123.819.934 acciones "preferidas". Las acciones "preferidas" gozan de los siguientes derechos: prioridad en el reembolso de capital y derecho de participar en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias del dividendo a ser distribuido (que será por lo menos de un 30% del beneficio líquido de cada ejercicio). Las acciones "preferidas" no gozan de derecho de voto, salvo en las siguientes situaciones: transformación, escisión y fusión de la sociedad; aprobación de contratos entre la sociedad y el accionista controlador; evaluación de los bienes destinados a integrar un aumento de capital; elección de la empresa especializada para determinación del valor económico de las acciones de la sociedad y alteración o revocación de los Estatutos.

El capital social de la Companhia Vale do Rio Doce", de 7.300.000.000 reales brasileños, se encuentra dividido en 1.165.677.168 acciones, distribuidas de la siguiente manera: 749.949.429 acciones ordinarias y 415.727.739 acciones preferidas clase "A". Éstas últimas incluyen tres acciones de clase "especial", todas ellas sin valor nominal. Las acciones son "ordinarias" y "preferidas"; y a su vez las "acciones preferidas" pueden ser de la clase "A" y "especial". Las acciones preferidas de la clase "especial" pertenecerán exclusivamente al estado brasileño. Estas acciones tendrán los mismos derechos que las acciones preferidas de clase "A", más un derecho de veto en cinco materias: cambio de denominación social, cambio de sede social, cambio de objeto social, liquidación, y modificación de los derechos de las acciones preferidas y emisión de acciones preferidas⁶⁶. Las acciones preferidas de la clase "A" y "especial" tendrán los mismos derechos políticos que las acciones "ordinarias", con excepción del voto para la elección de los miembros del Consejo de Administración, así como el derecho de elegir y destituir, un miembro del Consejo Fiscal y el respectivo suplente. Los titulares de las acciones preferidas adquirirán el ejercicio completo del derecho a voto si la sociedad dejará de

⁶³ Las acciones "preferidas clase B" están reservadas para ser suscritas por los incentivos fiscales de "FINOR" (legislación de incentivos fiscales del "Fondo de Inversiones del Nordeste"). Vid. SUZANO BAHÍA SUL PAPEL E CELULOSE: *Estatutos*, Sao Paulo, 2008, art. 5.

⁶⁴ La denominación utilizada por Suzano Papel e Celulose es errónea, porque no existen acciones ordinarias. Las denominadas por la sociedad como "ordinarias" son acciones convertibles y las denominadas como "preferidas" son privilegiadas. La utilización de las emisiones con origen en Brasil, por parte de los inversores españoles, puede generalizar terminologías erróneas, ya que no pueden ser nunca acciones ordinarias si tienen un derecho de conversión.

⁶⁵ En caso de aumento de capital, las acciones "preferidas clase B" no tendrán derecho de preferencia en la suscripción de nuevas acciones. Los accionistas podrá solicitar la conversión de sus acciones "ordinarias" en acciones "preferidas clase A"; cada acción ordinaria será convertida en una acción privilegiada, respetando el límite de los 2/3 del capital social.

⁶⁶ Vid. VALE DO RÍO DOCE: *Estatutos*, Rio de Janeiro, 2008, art. 5.

pagar, durante tres ejercicios consecutivos, los dividendos mínimos establecidos para las acciones preferidas. En lo que se refiere a los derechos económicos, las acciones preferidas tienen un derecho privilegiado. Este derecho presenta, en primer lugar, prioridad en el cobro de dividendos, el cual tendrá un mínimo que corresponderá con el mayor de dos cifras: un 3% del valor patrimonial líquido de la acción y un 6% calculado sobre el capital constituido por esa clase de acciones. En segundo lugar, poseen derecho a participar en los beneficios distribuidos, en igualdad de condiciones con las acciones "ordinarias", después de haber asegurado el mínimo anterior. Y por último, presentan un derecho a participar de eventuales bonificaciones, en igualdad de condiciones que las acciones ordinarias.

De los datos anteriores es posible inferir que catorce de las treinta y siete empresas y grupos que cotizan en el Latibex presentan clases de acciones. Este porcentaje (43,75%)⁶⁷ es muy superior al observado en el Mercado continuo español (2,976%)⁶⁸. Asimismo, el número de acciones integrantes de cada una de las emisiones de las sociedades cotizadas en el Latibex es mayor que el número de títulos de las emisiones de empresas españolas.

Además de las empresas del Latibex, existen otros dos grupos extranjeros que cotizan en España con clases de acciones: Jazztel (en el Nuevo Mercado, que emitió acciones sin voto) y Reno Medici (en el Mercado Continuo, que emitió acciones privilegiadas con la denominación "de ahorro").

Las acciones sin voto de "Jazztel p.l.c."⁶⁹ no tienen derechos políticos ni tampoco derecho a participar en los dividendos, únicamente conceden a su titular el derecho a recibir la cantidad desembolsada por dichas acciones en la liquidación de la sociedad. No posee el derecho a percibir dividendos, ni a recibir las convocatorias de la junta general de la sociedad o a asistir a las mismas⁷⁰.

La sociedad "Reno de Medici S.p.A."⁷¹ tiene un capital social de 148.342.940,35 euros, dividido en 269.714.437 acciones de valor nominal de 0,55 euros cada una, repartidas de este modo: 269.194.231 "acciones ordinarias" y 520.206 "acciones de ahorro" convertibles en acciones ordinarias a petición de los accionistas durante los meses de febrero y septiembre de cada año⁷². Las acciones de ahorro no confieren ningún derecho político, sino solamente derechos económicos privilegiados frente a las acciones ordinarias, las cuales sí que confieren derechos políticos y económicos, aunque éstos últimos en menor medida que los concedidos a las acciones de ahorro⁷³. Las acciones de ahorro no confieren derecho de voto en las Juntas, sean ordinarias o extraordinarias, ni el derecho de convocar la Junta. La reducción del capital social por pérdidas no conllevará la reducción del valor nominal de las acciones de ahorro excepto por la parte de las pérdidas que excedan el valor nominal total del resto de acciones. En caso de exclusión de la negociación de las acciones ordinarias o de ahorro, las acciones de ahorro mantendrán sus respectivos derechos y características. Respecto al aumento de capital, las acciones de ahorro podrán ser emitidas para tal fin, de acuerdo con lo establecido en el art. 2441 del Código Civil italiano, así como para convertir las acciones de otra categoría ya

⁶⁷ $14 \cdot 100 / 32 = 43,75\%$.

⁶⁸ $5 \cdot 100 / 168 = 2,976\%$.

⁶⁹ Las acciones de "Jazztel p.l.c." cotizan en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, negociándose en el segmento de Nuevo Mercado. A 31 de marzo de 2008, el capital social de "Jazztel" ascendía a 50.000 libras esterlinas y 77.647.031,84 euros, dividido en 5.000.000 acciones "sin voto" de 0,01 libras esterlinas de valor nominal y 970.587.898 acciones "ordinarias" de 0,08 euros de valor nominal; todas ellas íntegramente suscritas y desembolsadas (*Vid. JAZZTEL: Informe Anual 2008*, Londres, 2009, punto 8 de la Memoria).

⁷⁰ La sociedad dispone de total libertad, para en cualquier momento reembolsar comprar o transmitir, sin autorización, todas las acciones "sin voto" que se encuentren en circulación, a un precio no superior a un penique por la totalidad de las acciones "sin voto" reembolsadas en cada momento determinado, tras comunicar su intención a los titulares con una antelación mínima de cinco días. *Vid. JAZZTEL: Estatutos*, Londres, 2009, art. 12.

⁷¹ La italiana "Reno de Medici S.p.A." se dedica a la producción y venta de cartón, y comercializa sus productos principalmente en Italia, Francia, España, Suiza y Alemania.

⁷² *Vid. RENO DE MEDICI: Informe Anual 2006*, Milán, 2007, punto 8 de la Memoria.

⁷³ *Vid. RENO DE MEDICI: Estatutos*, Milán, 2008, art. 6 y 22. Las acciones ordinarias provenientes de la conversión de las acciones de ahorro tendrán disfrute desde el uno de enero o desde el uno de julio del año precedente con relación al disfrute uno de enero o uno de julio de las acciones de ahorro convertidas.

emitidas. Los beneficios netos que resulten del balance regularmente aprobado, tras deducir la cuota de reserva legal, deberán ser distribuidos entre las acciones de ahorro hasta alcanzar el 5% del valor nominal de la acción. Los beneficios restantes tras la asignación a las acciones de ahorro del dividendo privilegiado, se distribuirán de la siguiente manera: serán distribuidos primero entre las acciones ordinarias hasta un máximo del 3% de su valor nominal, si están desembolsadas en su totalidad, o de la menor cuota pagada, si están parcialmente desembolsadas; serán distribuidos, sucesivamente, en igual medida, entre las acciones de ahorro y las acciones ordinarias hasta un máximo de un 2% de su valor nominal, de modo que a las acciones de ahorro se le asigne un dividendo máximo de hasta el 7% de su valor nominal y a las acciones ordinarias se les asigne un dividendo máximo de hasta el 5% de su valor nominal⁷⁴. Cuando en un ejercicio se hubiese asignado a las acciones de ahorro un dividendo inferior a la proporción indicada (un 5% de su valor nominal) la diferencia será conmutada en aumento de dividendo privilegiado en los dos ejercicios sucesivos. Tras la disolución de la sociedad, las acciones de ahorro tendrán la preferencia para el reembolso del capital por la totalidad del valor nominal.

3.8. Participaciones preferentes emitidas en otros países por empresas españolas

Por último, se analizan las PPR emitidas por entidades españolas. Las PPR han cosechado éxito y difusión desde 1998. En ese año 1998 se registraron en la CNMV dos emisiones por un importe nominal total de 600 millones de euros (correspondientes a "Banco Vizcaya International LTD" y "Santander Finance Ltd.").

En 1999 el número de emisiones ascendió a once, por un importe nominal total de 4,4 millardos de euros⁷⁵ y un importe efectivo total de 5,7 millardos de euros⁷⁶. Los emisores más destacados, atendiendo a sus importes, fueron BSCH (1,3 millardos de euros), La Caixa (un millardo de euros) y Caja Madrid (900 millones de euros)⁷⁷. Todas estas entidades utilizaron, como instrumento para la emisión, filiales domiciliadas en paraísos fiscales, principalmente, las Islas Caimán.

Desde 1998, la emisión de las PPR ha aumentado cuantitativamente, tanto en número de emisiones como de efectivo. El número de emisiones y sus saldos en circulación han crecido sobremanera, hasta poder afirmar que las PPR son uno de los medios preferidos por las empresas españolas para financiarse. En la actualidad hay 1.198 emisiones de 13 sectores productivos: Energía y agua, Petróleos, Metal mecánica, Alimentación, Inmobiliarias, Transportes y comunicaciones, Bancos y cajas, Seguros, Entidades de financiación, Corporaciones locales, Otros organismos públicos, Entidades estatales y Organismos internacionales⁷⁸.

Las verdaderas ventajas de los PPR sobre las clases de acciones no son económicas, sino fiscales y procedimentales. Los titulares de PPR disfrutaban de un dividendo preferente no

⁷⁴ El régimen de los beneficios económicos que se establecen para cada categoría de acciones en el reparto de los beneficios está recogido en el art. 22 de los Estatutos. Vid. RENO DE MEDICI: *Estatutos*, Milán, 2008.

⁷⁵ Un millardo es el número natural que se escribe 1.000.000.000 y cuyo nombre usual es mil millones. Esta palabra no debe confundirse con el concepto estadounidense *billion* (el billón equivale a 10^{12} , millón de millones, en España e Hispanoamérica y 10^9 , mil millones, en Estados Unidos y Brasil). Además de todo lo anterior, el millardo tiene una diferente terminología en Estados Unidos y en el Reino Unido; "en el primer país equivale a *one billion* 10^9 , en el segundo equivale a *one thousand million* 10^9 ". Vid. Andrew Miles: *Diccionario de economía y empresa*, Gestión 2000, Barcelona, 2002, p. 98.

⁷⁶ Esto se debe a que algunas de estas emisiones fueron realizadas con altas primas.

⁷⁷ Datos tomados de CNMV: *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1999, pp. 3-15.

⁷⁸ Todas las emisiones colocadas hasta 2010 están obligadas a dar intereses cuando haya beneficios; incluso el Banco de España autorizó a CajaSur a pagar el cupón a pesar de sus pérdidas. Las primeras PPR adaptadas a Basilea III fueron emitidas a finales de 2010 por Banca Cívica.

acumulable. El dividendo será entregado con cargo a los recursos disponibles del emisor y, si no es posible, directamente por la entidad garante. El dividendo es pagadero periódicamente y puede ser fijo o variable. La mayoría de las emisiones analizadas presenta un tipo de interés anual o trimestral aplicado sobre el nominal de las PPR, en función de un índice de referencia. Estas ventajas económicas las podrían conceder las clases de acciones, por lo que las verdaderas ventajas son fiscales.

El método y procedimiento de deslocalización de las es similar para todas las PPR. Se utiliza una filial totalmente participada y domiciliada en un paraíso fiscal; filial constituida bajo la Ley sustantiva correspondiente. El objeto de la filial es, exclusivamente, según aparece en los folletos depositados en la CNMV, servir de vehículo de financiación para el grupo a través de la emisión de valores en los mercados de capitales. La sociedad matriz garantiza, con todo su patrimonio, la emisión. Los titulares poseen derecho a percibir un dividendo fijo, preferente y no acumulativo. La emisión de acciones está sujeta a la legalidad correspondiente al domicilio social (ley extranjera), pero al mismo tiempo se pretende que las PPR sean aptas para la cobertura de las exigencias legales de inversión previstas en la legislación española sobre Entidades de Crédito, Instituciones de Inversión Colectiva, Seguros y Planes de Pensiones. El diseño es tal que permite su incorporación dentro de los recursos propios calculados en base consolidada de la entidad matriz. En muchos casos se solicita la admisión a negociación en Bolsas de valores extranjeras (típicamente la de Luxemburgo) y también, en España, en el mercado AIAF de Renta Fija⁷⁹, mercado secundario organizado de valores creado por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, autorizado por Orden Ministerial de 1 de agosto de 1991⁸⁰ y con la consideración de mercado oficial por la D.T. 6ª.1 de la LRLMV. Cuando existe oferta pública en España la emisión de PPR se verifica por la CNMV⁸¹.

El propósito de la deslocalización es eludir la Ley fiscal española que de otro modo resultaría aplicable a la emisión. Además, mediante la deslocalización se impide el cumplimiento de requisitos tales como la escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil que serían exigibles en una emisión de acciones (o PS) realizada por una sociedad española. La emisión de PPR por parte de sociedades domiciliadas en paraísos fiscales persigue la opacidad de los suscriptores extranjeros. Aunque según la Ley española la percepción por residentes en España de los dividendos satisfechos por la filial sea objeto de retención a cuenta (retención practicada por la entidad que tiene a su cargo la gestión de cobro de los dividendos por cuenta de los titulares de las PPR) no existe obligación de retención respecto de los no residentes. Si la sociedad que reconoce los dividendos no se hubiera deslocalizado en un paraíso fiscal, y fuese española, la percepción de dividendos por no residentes, estaría sujeta al Impuesto sobre la Renta de no residentes⁸², sin perjuicio de lo que fije el convenio de doble imposición.

3.9. Conclusiones del estudio empírico

Tras realizar el estudio empírico, se han obtenido siete conclusiones:

⁷⁹ El "AIAF, Mercado de Renta Fija" fue autorizado como mercado secundario organizado no oficial de valores por la OM de 1 de agosto de 1991 y reconocido como "oficial" por la D.T. 6.1 LRLMV. A diferencia de la negociación de la renta fija en las Bolsas de Valores, "AIAF, Mercado de Renta Fija" está compuesto por un sistema de negociación descentralizado, complementado con un sistema electrónico-informático (*bróker ciego*). Con posterioridad al citado texto se han dictado otras disposiciones que modifican el régimen de funcionamiento del mercado y los términos iniciales en que fue concedida la autorización: OM de 11 de mayo de 1993, por la que se aprueba la modificación del Reglamento de Mercado de Renta Fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y de sus estatutos; OM de 27 de julio de 1995, por la que se aprueba la modificación de la autorización del Mercado AIAF de Renta Fija como mercado secundario organizado no oficial de valores, del Reglamento del citado Mercado, de los estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y se autorizan los estatutos de la entidad a constituir "AIAF, Mercado de Renta Fija, Sociedad Anónima"; y OM de 19 de noviembre de 1996, por la que se aprueban las modificaciones de los estatutos de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y de "AIAF, Mercado de Renta Fija, Sociedad Anónima".

⁸⁰ Completada y modificada por Orden Ministerial de 27 de julio de 1991, Orden Ministerial de 11 de abril de 1993 y Orden Ministerial de 19 de noviembre de 1996.

⁸¹ Emisiones en España por no residentes: art. 26 del R.D. 291/1992.

⁸² Ley 41/1988, 9 de noviembre, arts. 23 y 24.

- ❑ La terminología de clases es aplicada de forma correcta.
- ❑ La utilización de acciones o PS privilegiadas en España es menor que en otros países.
- ❑ El mercado financiero ha asistido al crecimiento espectacular de la utilización de PPR por los grupos y empresas españolas.
- ❑ La calificación jurídica de las PPR es equivocada.
- ❑ Hasta el momento, existen muy pocas emisiones de acciones rescatables en España. Además, sus finalidades son diversas pero ninguna presenta la motivación financiera que, explícitamente, establece el legislador español.
- ❑ De las pocas acciones rescatables emitidas en España, ninguna ofrece a sus titulares ni privilegios económicos ni políticos, salvo el de rescate.
- ❑ Aunque las empresas no advierten la utilidad de las acciones rescatables, muchas valoran su flexibilidad y posibilidades, por lo que han modificado sus estatutos para poder emitirlos en un futuro.

La primera conclusión es que la denominación clases de acciones es aplicada de forma correcta en la gran mayoría de las emisiones analizadas, aunque dos folletos de emisión y gran parte de la prensa económica, han aplicado la nomenclatura de forma deficiente. Respecto a la mejor terminología, lo óptimo es la diferenciación en clases de acciones, entendida como la agrupación de acciones que confieren a su titular los mismos derechos, sin hacer distinción entre privilegiadas, ordinarias y postergadas. Aunque la mayoría de las emisiones utilizan de forma correcta el término clases, en dos de ellas debemos realizar alguna precisión. La diferenciación utilizada por la empresa Logística (CLH) es errónea, pues las acciones "clase A" y "clase D" están representadas mediante anotaciones en cuenta y admitidas a cotización, mientras que las acciones de "clase C" están representadas por acciones nominativas; esta diferenciación no es susceptible de ser generadora de clase. La diferenciación sobre los derechos de cada clase debe hacer referencia a distinción en los derechos, no en la forma en que se presentan o representan las acciones; por esta razón la diferenciación entre acciones nominativas y en anotaciones en cuenta no debe ser causa y origen de generación de clase. Todo lo contrario ocurre con la empresa FILO, que denomina a sus emisiones como series, cuando la "serie B" poseen unos derechos diferentes a los de la "serie A", por tanto, la nomenclatura serie, para designar a ambas emisiones, es incorrecta. La denominación correcta es "clase A" y "clase B". Más frecuente es que la prensa económica utiliza la clase de acciones de forma errónea, siendo confundida de forma masiva con el término series.

La segunda conclusión es que la emisión de acciones o PS privilegiadas en España, al contrario de lo que ocurre en muchos países, tiene escasa importancia. Solamente se han emitido treinta y cuatro clases de acciones: dos rescatables antes de la LRLMV, cinco rescatables según la LRLMV, catorce no rescatables emitidas antes de la entrada en vigor de la TRLSA y trece no rescatables según el TRLSA y TRLSC.

La tercera conclusión es que las clases de acciones en España tienen actualmente poca importancia, pero sin embargo, la globalización de los mercados financieros está provocando que las empresas de nuestro país se interesen progresivamente por la inversión-financiación en PPR, de tal forma que un gran número de empresas y grupos españoles se financian por medio de PPR en paraísos fiscales (casi todas en las Islas Caimán)⁸³.

La cuarta conclusión es que la consideración jurídica de las PPR necesita una puntualización. La mayoría de PPR son consideradas fondos propios por los Estados Financieros de los intermediarios financieros analizados empíricamente. Esta no es una denominación equivocada, porque es coherente con la legislación estadounidense en la que se basa, y según ella son acciones (*preferred shares*). Sin embargo, en España nunca podrían ser consideradas

⁸³ Sólo Endesa ha emitido PPR fuera de las Islas Caimán, en concreto en Delaware. Esta emisión presenta la mayor cuantía de todas las PPR emitidas por una empresa o grupo español.

como acciones porque los titulares de las PPR no tienen la calificación de accionistas en nuestro derecho; además no poseen ningún poder de decisión en la gestión de la empresa⁸⁴.

La quinta conclusión es que las emisiones de acciones rescatables en España presentan finalidades diversas, que en ningún caso coinciden con el objetivo financiero considerado como principal por la legislación española. Las necesidades financieras eran el *leitmotiv* de la LRLMV, porque su Exposición de Motivos establecía que el objetivo de la figura es "favorecer una mejora en la financiación empresarial, especialmente a través de los mercados financieros". Aunque las rescatables son concebidas en su origen como un instrumento de financiación de las sociedades cotizadas, pueden, y de hecho son empleadas, para otras finalidades; por ejemplo, son susceptibles de utilización como mecanismo de protección de un determinado *statu quo* societario o como forma de instrumentalizar una operación, principalmente la cobertura financiera de planes de retribución participativa de trabajadores y directivos.

Existen siete posibles finalidades para emitir acciones rescatables: necesidades financieras, sociedades con necesidades decrecientes de capital, desinversión de capital-riesgo, cobertura financiera de los planes de opciones, reestructuración financiera, táctica defensiva frente a las OPAS⁸⁵ y utilización de control por parte de las mayorías accionariales.

Teniendo en cuenta las siete posibilidades, podemos identificar una finalidad fundamental de cada una de las emisiones analizadas empíricamente. La emisión de la Sociedad de Aparcamientos Tarrasa tiene como objetivo satisfacer las necesidades de las sociedades con necesidades decrecientes de capital. Las emisiones de Agbar, Indra, Prisa y Sogecable tienen como finalidad la cobertura financiera de los planes de opciones sobre acciones. Por último, la Compañía General de Ferrocarriles y Campofrío pretenden servir para ayudar a una reestructuración financiera. De momento, en España no existe ninguna emisión que pretenda satisfacer las necesidades de desinversión de capital-riesgo, ni defenderse de OPAS, ni de control de mayorías, ni las necesidades financieras. La importancia de esta última es fundamental ya que es la finalidad establecida en la LRLMV para las acciones rescatables, y todavía ninguna emisión de estas acciones ha sido utilizada con fines primarios de financiación en el mercado financiero español.

Dentro de las acciones rescatables emitidas en España podemos encontrar cuatro características comunes coincidentes en todas ellas:

- ❑ La posibilidad de rescate corresponde exclusivamente a los inversores.
- ❑ Los precios y fechas de rescate están fijados en el momento de la emisión.
- ❑ El derecho de suscripción preferente sobre la emisión rescatable está excluido.
- ❑ Aunque han sido emitidas en Bolsa, y no existen restricciones legales o estatutarias a su transmisibilidad, no se ha procedido a ningún tipo de negociación sobre ellas.

Las características mencionadas, compartidas por las emisiones de capital rescatable efectuadas, se han establecido para que puedan servir a los objetivos para los que se han emitido en cada caso. Sin embargo, las características que pueden tener las futuras emisiones de este tipo de acciones, principalmente si poseen el objetivo de captar recursos financieros para la empresa, pueden ser muy variadas.

La sexta conclusión es que las acciones rescatables realizadas en España hasta el momento ostentan los mismos derechos económicos y políticos que las no rescatables. Además, al emitirse, han privado a los accionistas de los derechos preferentes de suscripción, dado el particular carácter finalista de las ampliaciones realizadas. Por el contrario, si el objetivo de la emisión fuese la captación de financiación, lo habitual probablemente será, al igual que ocurre en otros mercados internacionales, que para dotarlas de un mayor atractivo concedan privilegios en los derechos económicos o políticos.

⁸⁴ Además de las PPR emitidas de forma indirecta, la Ley 19/2003 permite la emisión de otro tipo de PPR, regulados por la legislación española, y cuya naturaleza será analizada en el capítulo segundo de esta investigación.

⁸⁵ OPA es el acrónimo de Oferta Pública de Adquisición de acciones. También se denomina *takeover bid*.

La séptima conclusión es que, a pesar de la intención del legislador, las emisiones de acciones rescatables realizadas hasta el momento por parte de las compañías que cotizan en la Bolsa española han sido escasas. Pese a lo anterior, un número importante de sociedades ya han procedido a la modificación de sus estatutos para incorporar la posibilidad de emitirlos. Si interpretamos estos datos podemos afirmar que hay pocas emisiones, pero muchas empresas sí han modificado los estatutos para poder realizar su emisión en un futuro. La acusada flexibilidad de la regulación de las rescatables en España abre un abanico enorme de posibilidades, tanto es así, que muchas compañías están modificando los estatutos para tener la posibilidad de emitirlos en un futuro, porque todavía no saben cómo sacarlas ventajas, pero entienden que su flexibilidad las capacita para desarrollar un gran número de finalidades potenciales.

**CAPÍTULO 1. CLASES DE ACCIONES:
CUESTIONES GENERALES**

CAPÍTULO 1. CLASES DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES SOCIALES: CUESTIONES GENERALES

1.1. CONCEPTO Y TERMINOLOGÍA

En el ámbito internacional, las acciones privilegiadas se caracterizan por la utilización de una gran diversidad de nomenclaturas. Así, es posible observar, en las diversas empresas, muy diferente terminología de forma simultánea:

- ❑ Clase A y Clase B⁸⁶ (NACCO Industries⁸⁷)
- ❑ Acciones ordinarias y acciones privilegiadas (Standard Oil Company⁸⁸)
- ❑ Acciones Privilegiadas "A" y Acciones "B" (Amadeus Global Travel⁸⁹)
- ❑ Acciones comunes y Acciones preferentes (Witco Corporation⁹⁰) (Microsoft⁹¹)
- ❑ Acciones preferentes clase "B" y Acciones preferentes clase "A" (Braskem⁹²)
- ❑ Acciones preferentes, acciones comunes y acciones de la clase B (Ford Motor Company⁹³)
- ❑ Comunes, rescatables preferentes, primera serie de acciones preferentes, segunda serie de acciones preferentes y tercera serie de acciones preferentes (Pennwalt Corporation⁹⁴)
- ❑ Clase A común, Clase B común, acciones preferentes acumulativas y acciones preferentes (New York Times Company⁹⁵)
- ❑ Preferentes rescatables acumulativas (*Cumulative Redeemable Preferred Shares*), Primeras preferentes rescatables (*Redeemable First Preferred Shares*) Primeras preferentes (*First Preferred Shares*) (Power Financial Corporation⁹⁶).

La práctica mercantil española y la doctrina se une a la variedad terminológica utilizando varios términos para denominar figuras similares, sin diferenciarlas claramente: privilegiadas, preferentes, especiales y clases. La terminología privilegiadas o preferentes es la más extendida en la práctica comercial española, como consecuencia de la traducción directa de las figuras en otros ordenamientos: *vorzugsaktien* (Alemania), *azioni preferenziali* (Italia), *preferred shares* (Reino Unido)⁹⁷ o *preferred stocks* (Estados Unidos).

⁸⁶ La utilización de *Shares A* y *Shares B* en Estados Unidos supone un trato diferente en el pago del dividendo. Por el contrario, en otros países, como China y Noruega, clase A y B también se utiliza para diferenciar la adquisición de acciones por inversores nacionales (A) o extranjeros (B).

⁸⁷ Vid. NACCO INDUSTRIES: *Annual Report 2009*, Nacco, Hampshire, 2010. Tanto en las preguntas más frecuentes de la página web, como en el Informe Anual, se detalla que "There are 6.7 million shares of Class A and 1.6 million shares of Class B stock ... Each share of Class A Common Stock is entitled to one vote for each matter properly brought before the shareholders. NACCO Class B Common Stock was issued in 1986 as a stock dividend to then current holders of NACCO Class A Common Stock in connection with the formation of the NACCO parent company. Each share of Class B Common Stock is entitled to ten votes for each matter. Common Stock is equal in respect of rights to dividends and any other distributions in cash, stock or property of the Company. Each share of Class B Common Stock can be converted into one Class A Share. Class B shares are not publicly traded".

⁸⁸ Vid. THE STANDARD OIL COMPANY: *Annual Report 2009*, The Standard Oil Company, Ohio, 2010.

⁸⁹ Vid. AMADEUS GLOBAL TRAVEL DISTRIBUTION, SA: *Annual Report 2009*, Amadeus, Madrid, 2010.

⁹⁰ Vid. WITCO CORPORATION: *Annual Report 2009*, Witco, Lawrenceville, Atlanta, 2010.

⁹¹ Vid. MICROSOFT: *Annual Report 2009*, Microsoft, Washington, 2010.

⁹² Vid. BRASKEM: *Annual Report 2010*, Braskem, Sao Paulo, 2009.

⁹³ Vid. FORD MOTOR COMPANY: *Annual Report 2009*, Ford, Detroit, 2010.

⁹⁴ Vid. PENN WALT CORPORATION: *Annual Report 2009*, Pennwalt, Philadelphia, 2010.

⁹⁵ Vid. NEW YORK TIMES COMPANY: *Annual Report 2009*, NYTC, New York, 2010.

⁹⁶ Vid. POWER FINANCIAL CORPORATION: *Annual Report 2009*, Power Financial, Ontario, 2010.

⁹⁷ Además de la denominación *preferred shares*, utilizada en toda la legislación mercantil británica, en *The Companies Act 2006* también se utiliza el concepto clases de acciones (*classes of shares*). Cfr. CHAPTER 9, CLASSES OF SHARE AND CLASS RIGHTS, *Introductory*, s. 629 *Classes of shares*: "For the purposes of the Companies Acts shares are of one class if the rights attached to them are in all respects uniform. For this purpose the rights attached to shares are not regarded as different from those attached to other shares by reason only that they do not carry the same rights to dividends in the twelve months immediately following their allotment". Vid. BIRDS, J R.: *Companies Act 2006: The New Law*, Jordans, 2007.

De todas las denominaciones, la legislación mercantil española sólo utiliza dos: acciones (o PS⁹⁸) privilegiadas⁹⁹ y clases de acciones (o de PS)¹⁰⁰.

El art. 94 TRLSC¹⁰¹ regula la emisión de acciones (o PS) privilegiadas, entendidas como las que confieren unos derechos de mayor categoría respecto a las ordinarias, indicando que la creación de estas acciones requiere el cumplimiento de las formalidades prescritas para la modificación de estatutos.

En el mismo artículo se define el concepto de clase¹⁰²: “Las participaciones sociales y las acciones pueden otorgar derechos diferentes. Las acciones que tengan el mismo contenido de derechos constituyen una misma clase de acción”¹⁰³. La diferenciación de emisiones en clases, aunque menos utilizada en el mercado financiero, es la terminología adecuada. No es conveniente denominar acciones privilegiadas a las clases con mayor número de derechos respecto a una clase existente, ya que si posteriormente se realiza una nueva emisión, el privilegio de la anterior emisión podría ser ahora un derecho inferior frente a la nueva. Además, no en todos los casos resulta fácil a un observador decidir cuándo se encuentra ante acciones (o PS) privilegiadas en términos absolutos o ante emisiones con una ventaja en un derecho y una desventaja en otro. Por ejemplo, las acciones sin voto constituyen una clase de acciones, incluso podrían denominarse acciones especiales¹⁰⁴, si se acepta a otra emisión de acciones previa como ordinaria, pero difícilmente podría entenderse siempre como acciones privilegiadas o preferentes, pues las posibles ventajas económicas son ensombrecidas por la pérdida de voto¹⁰⁵. Otro ejemplo son las acciones rescatables, que sólo pueden ser consideradas privilegiadas si la posibilidad de rescate es dejada a voluntad del accionista, pero nunca si el rescate es a voluntad del emisor¹⁰⁶. Por esta razón, parece más conveniente hablar de

⁹⁸ El legislador español admite la posibilidad de que se emitan clases de PS desde que la LSRL 1953 eliminó la igualdad de las PS. Desde ese momento, se permite la creación de PS desiguales, con privilegios y minoraciones en los derechos de los socios, pero sólo en los supuestos admitidos por la ley.

⁹⁹ El legislador español entiende que es posible la existencia de acciones privilegiadas y de PS privilegiadas. El término acciones privilegiadas es utilizada en los arts. 95 y 499 TRLSC, mientras que en el texto no aparece ni una sola vez el de “participaciones sociales preferentes”. La denominación “preferente”, desaparecida totalmente del TRLSC, era muy utilizada en la doctrina española como equivalente a “privilegiadas”.

¹⁰⁰ El legislador español entiende que es posible la existencia de clases de acciones y de clases de PS, pero sólo utiliza el término clases de acciones en los arts. 23, 260, 293 y 320 TRLSC, mientras que no hace referencia a las clases de PS en ningún artículo.

¹⁰¹ Con el mismo contenido aparecía el art. 50.1 TRLSA. La única diferencia es terminológica pues mientras que el art. 50.1 TRLSA las denominaba acciones privilegiadas, el art. 94 TRLSC no utiliza tal denominación, sino las que “confieran algún privilegio frente a las ordinarias”. Sin embargo, hemos mantenido el análisis terminológico porque aunque el TRLSC no lo utiliza aquí, sí las denomina acciones privilegiadas en los arts. 95 y 499.

¹⁰² El art. 31 de la Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea 77/91 establece una concepción similar al de “clases” de acciones con la utilización del término “categorías”.

¹⁰³ El art. 94 TRLSC continúa haciendo una distinción entre clases y series, al igual que realizaba el art. 49 TRLSA, sin embargo ha eliminado el calificativo “de acciones” al realizar la definición de clase: “Cuando dentro de una clase se constituyan varias series, todas las que integren una serie deberán tener igual valor nominal”. Aunque reconoce la posibilidad de la existencia de clases de participaciones sociales, para referirse a las clases se centra exclusivamente en las clases de acciones.

¹⁰⁴ Vid. CUESTA RUTE DE LA, J. M^a.: “Clases especiales de acciones y su problemática”, *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, nº 106-107, julio-octubre, 1973, pp. 913-928. AGUILERA RAMOS: “Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas”, en AA.VV., en *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. 11, vol. I (Capital y acciones), Madrid, 1994, p. 159.

¹⁰⁵ Analizando las más habituales acciones calificadas como *preference shares* o *preference stocks* en el mercado anglosajón, se puede afirmar que no son tan privilegiadas frente a las ordinarias. El privilegio en el derecho al beneficio suele concebirse como una cantidad fija a recibir con prioridad a las acciones ordinarias, careciendo de la posibilidad de participar en los posibles excesos. El derecho a recibir una cantidad mayor en la cuota de liquidación no parece una ventaja considerable, debido a la predisposición a la duración indefinida de las grandes sociedades. Las acciones rescatables sólo pueden ser consideradas privilegiadas o postergadas, en función del sujeto que tenga el derecho de rescate. Además, las acciones privilegiadas son minoritarias en número, por lo que su poder es muy limitado a la hora de formar la voluntad social en la junta general.

¹⁰⁶ Si el rescate está definido de otra forma, “es difícil considerarlo como un privilegio”. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de sociedades británico y estadounidense*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008, p. 359.

emisiones especiales¹⁰⁷ en vez de privilegiadas o preferentes¹⁰⁸ y, aun mejor, de diferentes clases. El término clases de acciones (o de PS) sólo requiere que dos emisiones tengan derechos diferentes, en contraposición a la consideración de privilegiadas, que precisa considerar a una de las emisiones como ordinaria o normal.

Frente al concepto de clase, el art. 94 TRLSC¹⁰⁹ define el concepto de series: "Cuando dentro de una clase se constituyan varias series, todas las que integren una serie deberá tener igual valor nominal"¹¹⁰. De esta forma, la denominación de clase está relacionada con la concesión de distintos derechos, y dentro de cada clase, aquellas que tengan distinto valor nominal constituirán diferentes series. Así pues, si en una sociedad sólo existen diferentes series, quiere decir que existen distintos valores nominales, pero no diferentes derechos. Igualmente, si el capital de una sociedad solamente está formado por distintas clases, quiere decir que únicamente existen diferencias de derechos, pero no distintos valores nominales¹¹¹.

El TRLSC especifica cuáles son los privilegios permitidos y cuáles no para la emisión de acciones o PS con diversidad de derechos¹¹². Dentro de las acciones o PS con diversidad de derechos se encuentran las que poseen un privilegio en el reparto de las ganancias sociales (privilegiadas)¹¹³, y dentro de ellas se podría especificar unas que tuvieran como privilegio, no una mayor remuneración, sino una mera preferencia en el cobro de la remuneración (preferentes). Todos estos tipos de emisiones, y cualquier otro que la ingeniería financiera pueda imaginar, constituirán una clase siempre que contengan los mismos derechos.

La existencia de clases de acciones o PS relativiza el principio de paridad de trato recogido en el art. 28 TRLSC. No significa igualdad de contenido de todas las posiciones de

¹⁰⁷ Al margen de los términos legales de clases de acciones y acciones privilegiadas, la doctrina ha utilizado la expresión acciones especiales para referirse a las acciones que poseen una especialidad en el contenido de sus derechos, siendo por tanto un término más amplio que el concepto de acción privilegiada o preferente, pues abarca cualquier especialidad (tanto positiva como negativa) referida al contenido de los derechos atribuidos por la posición de socio. *Vid.* GARRIGUES, JOAQUÍN: *Curso de Derecho Mercantil*, Silvio Aguirre Torre, Tomo I, 7ª ed., Madrid, 1976, p. 453 y ss. GARRIGUES, J.; URÍA, R.: *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, T I, 2ª edición, Madrid, 1958, p. 425 y ss. CUESTA RUTE DE LA, J. Mª: "Clases especiales de acciones y su problemática", *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, nº 106-107, julio-octubre, 1973, pp. 913-982, p. 159. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "La acción y los derechos del accionista", en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, 1994, pp. 292 y ss.

¹⁰⁸ Normalmente las acciones preferentes se equiparan a las acciones privilegiadas por otorgar ventajas o privilegios, lo que aparece en el art. 94 TRLSC como con algún privilegio frente a las ordinarias. La razón de generalizar el uso indistinto de los dos términos es que, ambos términos ofrecen, en la mayoría de los casos, ventajas de contenido económico. El término acciones preferentes debe reservarse a las que tengan una preferencia temporal en el derecho de recibir el beneficio, y el término acciones privilegiadas debe ser utilizado para las que concedan ese derecho o cualquier otra ventaja, ya sea en los derechos económicos o políticos. Como las principales ventajas se dan en el derecho económico o patrimonial, las acciones privilegiadas serán normalmente las que concedan un derecho al dividendo acumulativo, fijo, mínimo, mixto, diferido o preferente en el tiempo.

¹⁰⁹ El art. 94 TRLSC es complementado con el art. 122 RRM.

¹¹⁰ El art. 49.2 TRLSA definía el concepto de series de la misma manera.

¹¹¹ El concepto de serie se vincula, exclusivamente, a la diferenciación del valor nominal. Sin embargo, para algún autor el concepto de serie puede estar relacionado con otras cualidades distintas del valor nominal como son la fecha de emisión. *Vid.* BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las clases de acciones como instrumento de financiación de las sociedades anónimas", en AA.VV.: *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, Homenaje a Evelio Verdera y Tuells, tomo I, La Ley, Madrid, 1994, pp. 204 y 205. No lo compartimos.

¹¹² Art. 96 TRLSC: "1. No es válida la creación de participaciones sociales ni la emisión de acciones con derecho a percibir un interés, cualquiera que sea la forma de su determinación. 2. No podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia. 3. No podrán crearse participaciones sociales que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de preferencia."

¹¹³ Art. 95 TRLSC: "1. Cuando el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, las demás participaciones sociales o acciones no podrán recibir dividendos con cargo a los beneficios mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al ejercicio. 2. La sociedad, salvo que sus estatutos dispongan otra cosa, estará obligada a acordar el reparto de ese dividendo si existieran beneficios distribuibles. 3. Los estatutos habrán de establecer las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo preferente, si este tiene o no carácter acumulativo en relación a los dividendos no satisfechos, así como los eventuales derechos de los titulares de estas participaciones o acciones privilegiadas en relación a los dividendos que puedan corresponder a las demás."

socio, sino igualdad de tratamiento a los titulares de acciones o PS de la misma clase¹¹⁴. El principio de paridad prohíbe, además, la desigualdad de trato entre las diferentes clases cuando no venga justificada por las diferencias entre ellas o su distinta naturaleza¹¹⁵.

1.2. RAZONES PARA NO EMITIR CLASES DE ACCIONES O DE PS

Como hemos observado en el estudio empírico, la emisión de clases de acciones o de PS en España, al contrario de lo que ocurre en muchos países, tiene escasa importancia¹¹⁶. Las sociedades españolas que han emitido clases de acciones o de PS son únicamente treinta y cuatro, incluyendo todas las privilegiadas, preferentes, sin voto, rescatables e, incluso, las denominadas por el emisor como ordinarias y en las que hemos detectado algún privilegio.

La poca iniciativa de los emisores españoles, para acudir a la financiación mediante la diferenciación de las clases de acciones, se debe a las siguientes razones:

1. Existen marcadas diferencias históricas, entre las distintas zonas geográficas. El capital social de las empresas en Estados Unidos de América y el Reino Unido de la Gran Bretaña está compuesto por acciones ordinarias y privilegiadas, mientras que el capital en la Europa continental está formado por acciones ordinarias en casi todos los casos¹¹⁷.
2. En España ciertas compañías han tenido expresamente prohibida la emisión de acciones privilegiadas: Entidades de Financiación de Ventas a Plazos (Decreto-ley de 27 de diciembre de 1962), Sociedades de Inversión Mobiliaria (Orden de 5 de junio de 1964 en desarrollo de la Ley de 26 de diciembre de 1958 y Decreto-ley de 30 de abril de 1964), Sociedades de Empresas (art. 3.b de la Ley de 28 de diciembre de 1963), Instituciones de Inversión Colectiva (Ley de 26 de diciembre de 1984), Sociedades Anónimas Deportivas (R.D. 1084/1991 de 5 de julio) y Sociedades Laborales (Ley 4/1997)¹¹⁸. Por otro lado, las entidades de crédito españolas, durante mucho tiempo, tuvieron vetada la emisión de acciones privilegiadas (Decreto-Ley 53/1.962, de 29 de noviembre, Decreto 63/1.972, de 13 de enero y Decreto 2.246/1.974, de 9 de agosto); en la actualidad tal limitación está derogada (R.D. 1.144/1.988, de 30 de septiembre).
3. La legislación mercantil española garantiza la figura del acreedor respecto al resto de sujetos financiadores de la empresa, por esta razón, ante similares características económicas, los inversores preferirán adquirir el estatus de acreedor que el de accionista.
4. La financiación de la empresa por medio de acciones privilegiadas, como todas las acciones, obliga a atender la normativa mercantil de protección de los acreedores, no sólo con el capital social, sino también con el mantenimiento del 20% del nuevo capital en concepto de reserva legal. Al emitir nuevas acciones, se incrementa proporcionalmente la cuantía de la reserva legal.

¹¹⁴ La igualdad de tratamiento a los titulares de acciones o PS de la misma clase fue expresada por GIRÓN TENA como “la obligatoriedad de tratar de forma distributivamente igual a los accionistas de las distintas clases”. Vid. GIRÓN TENA, J.: *Derecho de sociedades anónimas (según la Ley de 17 de julio de 1951)*, Publicaciones de los Seminarios de la Facultad de Derecho, Valladolid, 1952, p. 223.

¹¹⁵ Un estudio detallado del principio de paridad puede observarse en ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía nº 23, Revista de Derecho de Sociedades, 2004, pp. 21-185.

¹¹⁶ Las modificaciones introducidas por la LRLMV en el TRLSA pretendían, como declaró el legislador, “mejorar la competitividad de nuestros agentes económicos ante el reto de la moneda única y la globalización de los mercados” (Introducción LRLMV). Sin embargo, la realidad es que la utilización de clases de acciones (o de PS) legalmente tipificadas ha tenido escaso eco, como puede observarse en el escaso número de emisiones realizadas en nuestro país.

¹¹⁷ Vid. MARISTANY, E.: “Los ferrocarriles americanos”, *REVISTA DE OBRAS PÚBLICAS*, nº 1.581, 25/enero/1906, 1.906, pp. 2-6. MORRISON ALAN D.; WILHELM WILLIAM J.: *Investment Banking. Institutions, Politics, and Law*, Oxford University Press, Oxford, 2007, p. 176.

¹¹⁸ La prohibición de estas sociedades para emitir acciones privilegiadas aparece materializada en la exigencia de que todas sus acciones confieran los mismos derechos.

5. Analizando las características económicas de los títulos, en una situación favorable de la economía habrá otras inversiones más atractivas, ya que serán más rentables. Para entornos económicos desfavorables, el resto de alternativas de inversión tendrán menos riesgo y, además, no poseerán el principal inconveniente de las acciones privilegiadas: en el momento de la liquidación se sitúan en una posición subordinada respecto a los titulares de renta fija y al resto de acreedores.
6. Teniendo en cuenta las características fiscales, las acciones privilegiadas tienen más coste que las deudas con similares rasgos económicos. La emisión de acciones y obligaciones tributan de forma diferente, estando más favorecida la deuda. En España, la emisión de acciones está sujeta al impuesto de operaciones societarias, mientras que la de empréstitos está sujeta, pero exenta, del impuesto de transmisiones patrimoniales onerosas, debiendo satisfacer únicamente referente a actos jurídicos documentados. Además, la retribución de ambas tiene distinta consideración tributaria: los intereses de deudas tienen tratamiento de gastos deducibles, por lo tanto, minoran los beneficios fiscales y, en consecuencia, la base imponible del impuesto de sociedades; por el contrario, los dividendos de las acciones privilegiadas no gozan de la consideración de gastos deducibles a efectos fiscales, y en consecuencia, tributan por el impuesto de sociedades¹¹⁹. Es evidente que las clases de acciones no han tenido éxito fundamentalmente por motivos fiscales, ya que otros instrumentos financieros tienen un tratamiento fiscal más favorable, por ejemplo las PPR. En los próximos años, con las limitaciones para emitir PPR en paraísos fiscales, es posible que las clases de acciones o de PS tengan una recurrencia mayor.
7. Por último, la entrada en vigor de la LRLMV desincentivó a las sociedades emisoras a decantarse por acciones privilegiadas a la hora de financiarse. Las acciones privilegiadas realizadas a partir de esta fecha, obligan al emisor a repartir dividendos a los titulares en el primer ejercicio en que existan beneficios, lo cual representa una desventaja más¹²⁰. Algunas situaciones pueden desaconsejar a la empresa el reparto de dividendos, aun teniendo beneficios, por ejemplo, cuando exista un desequilibrio entre las masas patrimoniales. La actual legislación española obliga a entregar la remuneración a los titulares de acciones privilegiadas, aunque este hecho suponga comprometer la estabilidad futura de la empresa; en otras legislaciones, como la estadounidense, la entrega de dividendos se puede omitir aun teniendo beneficios, protegiendo la solvencia de la entidad.

Dentro de los pocos incentivos para emitir las acciones privilegiadas en general, destacamos las razones del poco éxito en el mercado español de las acciones sin voto, ya que esta figura no ha tenido acogida significativa entre los emisores españoles. La principal razón para explicar esta falta de éxito es su alto coste, a pesar de que el legislador modificó su regulación al observar que la remuneración estaba fuera de mercado.

Hasta noviembre de 1998, fecha de emisión de la LRLMV, el TRLSA obligaba a garantizar una retribución anual mínima del cinco por ciento incrementado por los dividendos ordinarios repartidos por la sociedad. La regulación del TRLSA convertía a las acciones sin voto en un recurso caro y poco competitivo frente a la captación de recursos ajenos, vía préstamo o

¹¹⁹ Por tanto, pagar un dividendo preferente al 10% de una emisión de acciones, hay que compararlo con la alternativa equivalente de una emisión de obligaciones retribuidas a un tipo de interés de 13% (si el impuesto es del 30%). Al estudiar las distintas opciones de conseguir un capital para financiar un proyecto, la decisión entre una alternativa de acciones privilegiadas frente a otra de emisiones de obligaciones con características análogas, el emisor se inclinará, en principio, a favor de los empréstitos por ser más baratas. Al análisis anterior, es necesario añadir también otras consideraciones más allá del coste, porque también deben evaluarse factores como el porcentaje de endeudamiento de la empresa.

¹²⁰ Para observar la tradición española de las acciones ordinarias a efectos de evitar el reparto, ofrecemos el ejemplo de la empresa FILO. La compañía obtuvo 19 millones de pesetas de beneficios en 1998 y 372 millones de pesetas de beneficios en el primer semestre de 1999. Sin embargo, los accionistas ordinarios no recibieron dividendos desde julio de 1995 cuando se distribuyó un único pago de 13 pesetas por acción, aunque el director financiero de FILO no consideraba “previsible conceder dividendo en los ejercicios venideros”. Vid. APARICIO, L.: “Menos dividendos para el accionista”, *Periódico El País* 26 de septiembre de 1999, *Los negocios*, 1999, p. 53.

emisión de obligaciones. Además, generaba imprevisibles efectos sobre el equilibrio político de la sociedad al prever la recuperación del derecho de voto en determinadas circunstancias (algunas de ellas, como la falta de beneficios, ciertamente probables). La percepción de las acciones sin voto, por parte de los inversores, era negativa por las desventajas frente a los obligacionistas respecto al cobro, y frente a los accionistas con voto respecto a las posibilidades de gobierno de la empresa. El legislador español no supo prever que al establecer un porcentaje mínimo del cinco por ciento de dividendo, pocas sociedades se encontrarían en las saneadas condiciones económicas que les permitiesen asegurar esa rentabilidad. De esta forma, la financiación con esta figura era excesivamente cara, sobre todo teniendo en cuenta que, al contrario que en otros países¹²¹, no se ofrecían ventajas fiscales.

La LRLMV flexibilizó la rígida remuneración del TRLSA, que representaba una importante carga para la sociedad. Con la eliminación de la obligatoriedad de remunerar con un cinco por ciento como mínimo, los emisores pueden ofrecer una rentabilidad acorde con el bajo precio del dinero. La posibilidad de remuneración variable puede beneficiar a la empresa emisora sin perjudicar a los inversores; a la sociedad no la obliga a entregar una cantidad fija todos los años y a los inversores puede no perjudicarles si se fija de antemano en función de un índice que no esté al arbitrio del emisor (por ejemplo algún punto por encima del dividendo a distribuir a las acciones ordinarias).

Con la LRLMV, los accionistas sin voto de empresas cotizadas, además de no recibir el dividendo mínimo, no pueden defenderse con el derecho de voto, por lo que la empresa no temerá la pérdida de poder en las situaciones de impago del dividendo.

Aunando las dos modificaciones de la LRLMV, queda claro que, con la actual regulación, las acciones sin voto consiguen financiación sin que el grupo mayoritario pierda poder relativo, lo que unido a la flexibilidad en la retribución, supone que sean legislativamente más atractivas al emisor (mucho más que antes de la LRLMV).

A pesar de que la actual regulación del Derecho español es más favorable a su emisión, en los años posteriores a la LRLMV no han aumentado las emisiones de acciones sin voto, como pretendía el legislador, hasta el punto de ser únicamente una la emisión de acciones sin voto realizada por las empresas españolas cotizadas. Continúan siendo escasas, en parte, porque los derechos económicos están poco protegidos en la legislación mercantil, frente al alto nivel de protección de los derechos políticos¹²².

Algo parecido ha ocurrido con la emisión de acciones rescatables. Desde su inclusión en nuestro Derecho en 1998, no se han logrado los propósitos establecidos en la Exposición de Motivos de la LRLMV, pues ni se han emitido un número destacable de acciones rescatables (solamente seis), y las pocas que se han realizado han sido utilizadas para otras funciones que no son las financieras, explícitamente señaladas como las finalidades-objetivo del ordenamiento español. Y ello, a pesar de que las entidades emisoras cuentan con el beneficio añadido de poseer un enorme vacío legislativo y normativo sobre las acciones rescatables, debido a la escasa regulación existente en las normas mercantiles (LMV y TRLSA) y contables¹²³.

La situación en nuestro mercado de capitales presenta una particularidad notable si la comparamos con otros: grandes reticencias a la emisión de clases de acciones (o de PS), unida a un gran número de emisiones por parte de las sociedades cotizadas españolas realizadas bajo la forma de PPR emitidas de forma indirecta en paraísos fiscales. Las clases de acciones (o de

¹²¹ En Italia se ofrecen ventajas fiscales a la *cedolare secca*.

¹²² Al comparar las acciones sin voto de una sociedad con las acciones con voto de la misma, es posible atisbar que las acciones con voto tienen más valor para el accionista por su capacidad de controlar la compañía, e incluso, en un proceso de OPA.

¹²³ El Plan General de Contabilidad (PGC) del 2007 tiene una regulación escasa sobre las acciones rescatables y el PGC de PYMES ninguna. Hasta el uno de enero de 2008 que entraron en vigor, las regulaba el PGC de 1990, emitida con anterioridad a la autorización legal de financiarse con acciones rescatables.

PS) no han tenido éxito porque no poseen las ventajas fiscales que presentan sus productos-competencia, principalmente, los instrumentos financieros englobados en la categoría PPR.

La flexibilización de la regulación de las acciones privilegiadas realizada por la LRLMV tuvo como objetivo el intento del legislador de regular esas emisiones en nuestro mercado. Sin embargo, no se está incentivando a las sociedades a decantarse por acciones privilegiadas a la hora de financiarse. Por un lado, la legislación mercantil obliga a la sociedad emisora a repartir dividendos a los titulares de las acciones privilegiadas en el primer ejercicio en que existan beneficios, y esto puede comprometer la estabilidad futura del emisor. Las empresas preferirán las normativas donde la entrega de dividendos se puede omitir, aunque tengan beneficios contables. Por el otro, la figura hubiera sido más atractiva con una serie de incentivos fiscales.

Los esfuerzos del legislador mercantil no han reportado éxito en el mercado de capitales español, pues las cotizadas españolas emiten muy pocas clases de acciones (o de PS), incluyendo privilegiadas, rescatables y sin voto. Las únicas emisiones que han tenido éxito son las de PPR emitidas por filiales en paraísos fiscales. Por ello, es posible afirmar que el peso relativo de las motivaciones fiscales es mayor que el de la regulación mercantil, por lo que si el legislador hubiera querido realmente fomentar estas emisiones, debería haber sido acompañado de incentivos fiscales.

1.3. MOTIVACIONES PARA LA EMISIÓN

En cuanto a la creación o nacimiento de las clases de acciones o de PS se puede distinguir entre: nacidas al fundarse la sociedad y creadas durante la vida de la sociedad. El procedimiento de creación más simple es el de las clases que nacen con el contrato social mismo, es decir, al constituirse la sociedad, ya que basta con que la escritura de constitución señale expresamente el hecho de que la sociedad emitirá clases de acciones o PS, estipulando los derechos distintos que tendrán con relación al resto de clases, respetando las limitaciones legales. Para crearlas cuando la sociedad ya está en marcha debe atenderse, en primer lugar, a si los estatutos contienen cláusulas expresas que autoricen o impidan su emisión durante la vida de la sociedad, y establecen al mismo tiempo las condiciones en que debe tomarse el acuerdo, sus características y el tipo de mayoría de votos necesario para aprobarlo. Si existen estas cláusulas debe atenderse a lo regulado por la sociedad; si no existen las cláusulas estatutarias habrá de observarse lo dispuesto por la legislación vigente¹²⁴.

La concesión de un mayor número de derechos a los titulares de acciones o PS, de los que mínimamente le corresponden, es una postura difícilmente comprensible *a priori*. Identificamos cinco razones para emitir acciones o PS privilegiadas: defensiva, fiscal, legal, estratégica y financiera¹²⁵.

En primer lugar, las clases, sobre todo de acciones, pueden configurarse como un procedimiento de defensa de las "relaciones de poder preexistentes en la sociedad"¹²⁶. La estratificación del capital en emisiones con diferentes derechos es utilizada, sobre todo en el mercado estadounidense, en situaciones en las que una compañía se encuentra ante la

¹²⁴ En España esta legislación está incluida principalmente en los arts. 94-97 TRLSC.

¹²⁵ Hasta hace un breve espacio de tiempo existía otra motivación que era la contable. La emisión de acciones privilegiadas era un medio para mejorar la estructura financiera de la empresa emisora, pues permitía aumentar la capacidad de endeudamiento. Su emisión suponía registrar contablemente en los fondos propios una operación que tenía algunas características de deuda. Como consecuencia de esta reducción artificial de la ratio de endeudamiento, la empresa podía aumentar las emisiones de deuda o solicitar préstamos adicionales a los intermediarios financieros. Sin embargo, en la actualidad, esta motivación ha perdido fundamento. Tanto el IASB, el ASB, el FASB como el PGC de 2008 y el PGC-PYMES, establecen que las clases de acciones deben ser contabilizadas según el fondo económico de la operación y no según su forma jurídica, por lo que las que tengan naturaleza de pasivo financiero no pueden ser registradas como componentes del patrimonio neto. Esto será analizado en el Capítulo 5.

¹²⁶ Vid. RECKKINGER, G.: "Vorzugsaktien in der Bundesrepublik", en *Die Aktiengesellschaft*, 1983, pp. 216 y ss.

necesidad de disponer de una cierta capacidad de maniobra para poder defenderse de supuestas agresiones por parte de terceros, interesados en conseguir posiciones de control por medio de maniobras en el mercado financiero (por ejemplo OPAS).

La emisión de clases de acciones también puede tener una motivación fiscal¹²⁷. En algunos países, la inversión en acciones privilegiadas posee una serie de ventajas fiscales respecto a la inversión en acciones ordinarias¹²⁸. Este proceso es observable, sobre todo, en Estados Unidos, donde los dividendos de acciones privilegiadas están exentos de impuestos en un 80%¹²⁹.

La tercera motivación para emitir clases de acciones es legal. Entre las razones de tipo legal destaca la que se produce en la legislación estadounidense, donde las empresas de servicios públicos de electricidad están obligadas a que la deuda no exceda del 60% de su pasivo¹³⁰. Esta situación obliga, a las empresas de sectores regulados, a utilizar emisiones de acciones; ante ello muchas empresas eligen acciones privilegiadas porque son permitidas y se asemejan económicamente a las deudas. En España no existen tales limitaciones sobre la estructura de capital de las empresas del sector eléctrico, sin embargo, sí las hay en las entidades de crédito. Los bancos y cajas de ahorros españolas también presentan limitaciones cuantitativas respecto al porcentaje de deuda que debe poseer respecto al total del pasivo. Derivado de este hecho, la utilización de recursos propios con algunas características de deuda es considerada como un atractivo instrumento de financiación por los intermediarios financieros.

En cuarto lugar, existen razones de tipo estratégico para emitir acciones privilegiadas, ya que éstas pueden ser utilizadas como un método de financiación útil en el caso de encontrarse en tres situaciones: en fusiones¹³¹, también en la adquisición de una filial¹³², por medio de la emisión de acciones privilegiadas por la adquirente para entregárselas a los accionistas de la filial como parte del precio de compra¹³³ y, por último, en situaciones de evolución negativa de la empresa, porque en este caso es preferible emitir acciones privilegiadas en vez de deuda, debido a que el impago de los dividendos de las primeras no puede ser causa para ser declarado en quiebra¹³⁴.

¹²⁷ En este comentario nos referimos a las ventajas fiscales de las acciones privilegiadas, respecto a acciones ordinarias, presente en algunos países. Sin embargo, la emisión de cualquier tipología de las acciones es más gravosa fiscalmente que la emisión de otros valores como las obligaciones, pues los dividendos están más gravados que los intereses en todos los países.

¹²⁸ La motivación fiscal no es aplicable a las emisiones realizadas en España, pero es incluida para ofrecer una visión general de la figura.

¹²⁹ La motivación fiscal es apuntada frecuentemente en la doctrina estadounidense: Vid. WALL STREET JOURNAL: 20 de mayo, 1988, p. 2. HOUSTON, ARTHUR L.; HOUSTON, CAROL O.: "The Changing use of preferred stock", *Management Accounting*, december, 1991, p. 49. COLLINS, JULIE, H.; SHACKELFORD, DOUGLAS A.: "Foreign tax credit limitations and preferred stock issuances", *Journal of Accounting Research*, vol. 30, supplement, 103-124, 1992, p. 105. OUTSLAY, EDMUND: "Discussion of foreign tax credit limitations and preferred stock issuances", *Journal Accounting Research*, vol. 30, supplement, 125-130, 1992, p. 125. BREALEY, RICHARD A.; MYERS, STEWART C.; MARUS, ALAN J.: *Fundamentals of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1996, p. 364. WHITE, GERALD I.; SONDHAI, ASHWIN PAUL C.; DOV, FRIED: *The Analysis and use of financial statements*, John Wiley & Sons, New York, 1997, p. 495. PATTERSON ALAN: "Turning away from stock", *Euromoney*, December, 344., 1997, p. 137. ROSS, STEPHEN A. *et al.*, *Corporate Finance*, *op. cit.*, 1997, p. 424. VAN HORNE, J.C.: *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall, New York, 1997, p. 393. INGRAM, ROBERT W.; BALDWIN, B.A.: *Financial Accounting*, South-western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1998, p. 311.

¹³⁰ Vid. *Pricing Electricity in a Competitive Environment, Background, Modeling Competitive Electricity Pricing*, IEA/DOE de Estados Unidos, <http://www.eia.doe.gov/emeu/pgem/electric.html>.

¹³¹ Vid. BREALEY, RICHARD A. *et al.*: *Fundamentals of Corporate Finance*, *op. cit.*, p. 363.

¹³² La utilización de los híbridos, principalmente en los países anglosajones, constituyó una protección por parte de los grupos dominantes de las empresas ante posibles intentos de *merger* o *acquisition*.

¹³³ Vid. HOUSTON, ARTHUR L.; HOUSTON, CAROL O.: "The Changing use of preferred stock", *Management Accounting*, december, 1991, p. 49.

¹³⁴ Vid. BRÄNDEL, O.C.: *Aktiengesetz. GroBkommentar*, Water de Gruyter, Berlin, 1992, p. 247. ROSS, STEPHEN A. *et al.*, *Corporate Finance*, *op. cit.*, 1997, p. 426.

En quinto lugar, y para concluir, la principal causa que motiva a las sociedades internacionales a emitir acciones privilegiadas tiene carácter financiero, ya que su diseño tiene como objetivo hacer más atractiva la emisión para que los inversores potenciales elijan la opción de invertir en la empresa frente a los productos financieros de otras entidades. Con la emisión de acciones con derechos y privilegios variados, la compañía puede llegar a una gama mayor de inversores, incidiendo en un ajuste del coste efectivo de las fuentes de financiación, teniendo en cuenta los condicionantes de mercado y la fiscalidad¹³⁵.

Entre los procedimientos de financiación a los que puede recurrir una sociedad de capital, se encuentra la figura de las clases de acciones o de PS¹³⁶. Como instrumento de financiación, las clases de acciones o de PS resultan útiles para dos momentos de la evolución de la empresa. Por un lado, son un instrumento válido para lograr la expansión de las actividades de la empresa. Por el otro, permite luchar contra la escasez de disponibilidades financieras. Una sociedad que necesita imperiosamente recursos, o que está amenazada por una crisis, tendrá dificultades para conseguir que los potenciales inversores suscriban sus acciones, sin embargo, puede captar nuevos fondos si ofrecen ventajas a los suscriptores.

En ambos casos, la idoneidad de las clases como instrumento de financiación pasa por la atribución al inversor de preferencias que incentiven la suscripción, y, a estos efectos, son adecuadas, tanto las clases con una diversidad en derechos patrimoniales, como en derechos administrativos¹³⁷. En efecto, para lograr que una sociedad obtenga nuevas aportaciones cuando se encuentra en una situación en la que es difícil atraer a los inversores, pueden emitirse clases con diferenciación en los derechos patrimoniales (unas de ellas son las privilegiadas y preferentes)¹³⁸ y con diferenciación en otro tipo de derechos (como rescatables o acciones sin voto).

La consecución de los cinco objetivos anteriores justifica la mayor parte de las emisiones de clases de acciones, sin embargo, no es necesario que el fin perseguido se encuentre definido explícitamente en la emisión. Una clase de acciones emitida en su origen con una finalidad protectora de las relaciones de poder preexistentes, puede convertirse en un instrumento de financiación de la sociedad, y viceversa. A esto hay que añadir que no siempre es posible separar radicalmente los objetivos de una emisión de clases de acciones o de PS, por el contrario, cuando una sociedad crea clases lo habitual es que lo haga atendiendo,

¹³⁵ La motivación financiera, a la hora de emitir clases de acciones, es observada en CREMADES, B. M.: «Aspectos actuales de la financiación de las empresas», *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, nº 1, 1986, pp. 1186-1193. CAMPOBASSO, G. F.: «Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni», en P. ABBADESSA; A. ROJO (dir.), *Il diritto delle Società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, 225-285, p. 225. VENTURA, F.: «Il finanziamento delle impresa da parte dei soci», *Le società*, núm. 12, 2, 1982, 1412-1414, 1982, p. 1412. BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las clases de acciones ...", *op. cit.*, 1994, p. 199. TAPIA HERMIDA, A.J.: «Instrumentos jurídicos para la financiación de la sociedad de responsabilidad limitada», *Revista de Sociedades*, núm. extraordinario, 633-648, 1994, p. 638.

¹³⁶ La emisión de clases como instrumento de financiación debería ser tenida en cuenta en sociedades con muy diferente estructura accionarial: sociedades familiares, sociedades públicas, sociedades participadas, etc.

¹³⁷ La utilidad de las clases de acciones como instrumento de financiación, tanto con una diversidad en derechos patrimoniales, como en derechos administrativos, es compartida por BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las clases de acciones ...", *op. cit.*, 1994, p. 200.

¹³⁸ Las acciones privilegiadas más comunes, las acciones privilegiadas en derechos económicos, pueden tener unas finalidades adicionales. Las acciones con una preferencia en derechos económicos pueden incentivar la suscripción cuando la situación del mercado de capitales no permita una colocación rápida y ventajosa de nuevas acciones ordinarias. Ante la prohibición de emisión de nuevas acciones por debajo del valor nominal (que se establece en la mayoría de los ordenamientos europeos), si la cotización bursátil de las acciones es especialmente baja, cerca del valor nominal, sólo es posible una nueva emisión de acciones ligeramente por encima del valor de cotización. Ello supondría que la sociedad absorbería un capital propio muy caro, porque si la cotización de la emisión sube, los costes reales del capital descienden. Para evitar esto y, a la vez, asegurar una colocación ventajosa en el mercado de acciones con una cotización aceptable, se ofrece como fórmula la acción privilegiada en derechos económicos, "donde el privilegio en derechos económicos funciona como incentivo". *Vid.* DONALDSON, G.: «In defence of preferred stock», *Harvard Business Review*, nº 40, 1962, pp. 124-126.

simultáneamente, "a razones financieras y de protección de las relaciones de poder preexistentes"¹³⁹.

Aunque existen cinco motivaciones para emitir clases de acciones en el ámbito internacional, las sociedades españolas sólo han tenido dos: la legal y la financiera. La motivación legal sólo es aplicable a las entidades de crédito. De esta forma, para las empresas españolas del resto de sectores productivos sólo existe la motivación financiera. Esta es una de las razones que explican porqué las empresas españolas emiten menos clases que las domiciliadas en otros países.

1.4. REGULACIÓN EN EL DERECHO COMPARADO

El origen de las clases de acciones no es reciente. Las primeras acciones privilegiadas aparecieron en el siglo XVII¹⁴⁰. Por su parte, las primeras emisiones de acciones privilegiadas de gran importe fueron emitidas por los *cartels* y *trusts* estadounidenses en el siglo XIX¹⁴¹. Estos *cartels* y *trusts* concentraban gran parte de la producción de una rama industrial determinada, de forma que podía obtener enormes beneficios y crear unidades productivas de proporciones inmensas¹⁴².

Para realizar un análisis detallado de las posibilidades de creación de clases de acciones o PS conferidas por cada legislación mercantil, se debe analizar los contenidos de Reino Unido, Estados Unidos, Alemania, Francia e Italia¹⁴³.

¹³⁹ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo", *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, nº 613, 1992, p. 2498.

¹⁴⁰ Las primeras emisiones de acciones privilegiadas "datan del año 1639 en Países Bajos". Vid. GASPERONI, NICOLA: *Las Acciones de las Sociedades Mercantiles*, Editorial Revista de Derecho Privado. Madrid, 1950, p. 162.

¹⁴¹ Las clases de acciones habían sido utilizadas anteriormente por las compañías inglesas que operaban en las colonias norteamericanas. Estas sociedades contenían en sus *charters* autorización para emitir acciones preferentes sobre las otras acciones en cuanto a la percepción de dividendos o en cuanto a los derechos en la liquidación, y similares autorizaciones aparecían en las *charters* otorgadas por los Parlamentos de los primeros Estados de la Unión y en las primeras leyes sobre *corporations* promulgadas en los mismos. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones ...*, *op. cit.*, 2008, p. 293.

¹⁴² Lamentablemente, ningún tratadista profundiza sobre los privilegios que confirieron primitivamente esas acciones a sus tenedores, por lo que hay que conformarse con señalar únicamente la época en que surgieron. No obstante, lo que sí es posible realizar es un análisis detallado de las posibilidades de creación de clases de acciones conferidas por cada legislación a lo largo de la historia.

¹⁴³ Las clases de acciones también han sido reguladas en los países iberoamericanos. En la Sexta Conferencia Internacional Americana, de 1928 en La Habana, se adoptó una resolución sobre la unificación de las diferentes legislaciones relativas a las sociedades anónimas, que comprendía, a las acciones privilegiadas. En dicha resolución aparecía, refiriéndose a cada uno de los países integrantes de la Unión Panamericana: "que reformen su legislación en el sentido de permitir la organización de sociedades anónimas, cuyas acciones puedan estar divididas en diversas categorías con derechos diferentes respecto a voto y otros actos de gestión y a la participación en el haber social y en las ganancias". La recomendación formulada a los países participantes de la Conferencia fue puesta en práctica por la mayoría de ellos. En Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Paraguay, Perú (Nueva Ley General de Sociedades 26887 de 2002), El Salvador y Uruguay (Decreto Ley Nº 11.073 de 24 de junio de 1948 y Decreto Ley Nº 16.060 de 1 de noviembre de 1989).

El primer país donde se regularon expresamente fue Panamá. La Ley Nº 32, de 26 de febrero de 1927, las autorizó, de forma amplia, al disponer en su art. 23: "Todas las acciones de una clase, ya sean con valor nominal o sin valor nominal, serán iguales a las acciones de esa misma clase, con sujeción, no obstante, a las preferencias, privilegios, facultad de voto, restricciones o requisitos conferidos con respecto a cualquier clase de acciones".

Brasil las reglamentó disponiendo en el art. 1º Inc. 3º Decreto Nº 21-536, de 15 de junio de 1932: "Los estatutos podrán dejar de conferir a las acciones preferidas alguno o algunos de los derechos conocidos a las acciones comunes, inclusive el de voto, o de conferirlos con restricciones, no pudiendo, sin embargo, impedir a sus poseedores la fiscalización de los actos de administración o la quiebra de la sociedad, en los casos previstos por la Ley". El art. 1º.4 del citado Decreto establece que "está vedado el voto plural". El art. 3º del Decreto mencionado dispone: "las acciones preferenciales adquirirán el derecho de voto de que no gozan por los estatutos siempre que en el plazo en ellos fijado y nunca superior a tres años, dejen de pagarse los dividendos fijos que les corresponden, conservando ese privilegio hasta que los dividendos vuelvan a ser pagados sino fueren acumulativos, o hasta que sean pagados los dividendos acumulativos atrasados". La legislación brasileña permite las acciones preferentes sin derecho a voto y con voto restrictivo, pero establece un límite cuantitativo, pues no podrán sobrepasar los 2/3 del capital total de la Compañía.

El Derecho positivo de las sociedades por acciones de los países anglosajones¹⁴⁴ está caracterizado por "un sistema abierto de clases de acciones"¹⁴⁵, de tal modo que la autonomía estatutaria dispone de un ámbito de actuación amplio para dar contenido jurídico a las categorías de acciones en función de las necesidades de la entidad y el mercado. Este hecho se deriva de que los ordenamientos jurídicos pertenecientes al sistema de *common law* están caracterizados por la prevalencia de las normas de derecho facultativo (*default*) sobre las de

La legislación de México las admitió expresamente en el art. 113 Ley General de Sociedades Mercantiles de 1934: "No podrán asignarse dividendos a las acciones ordinarias sin que antes se pague a las de voto limitado un dividendo del cinco por ciento. Cuando en algún ejercicio social no haya dividendos o sean inferiores a dicho cinco por ciento, se cubrirá este en los años siguientes con la prelación indicada. Al hacerse la liquidación de la sociedad, las acciones de voto limitado reembolsarán antes que las ordinarias. En el contrato social podrá pactarse que a las acciones de voto limitado se les fije un dividendo superior al de las ordinarias".

Chile las reguló a través del art. 104 del Decreto con Fuerza de Ley 251, de 20 de mayo de 1931: "Las acciones privilegiadas podrán tener derecho para que, de las utilidades sociales, declaradas por la Asamblea de accionistas y disponibles para dividendos, se les pague preferentemente un interés sobre su valor nominal. Estas acciones podrán también tener derecho a un mayor o menor número de votos en las Asambleas de accionistas, según lo establecieron los estatutos sociales". El art. 105 del referido Decreto establece que "Podrán, asimismo estipularse a favor de estas acciones que si las utilidades líquidas de un ejercicio social no fueren suficientes para pagar en todo o en parte el monto de los intereses estipulados, ellos serán cubiertos preferentemente, sin intereses, con las utilidades líquidas de los ejercicios siguientes que declare la Asamblea de accionistas, como disponibles para dividendos. Además podrán estipularse a su favor que el valor de su aporte e intereses devengados sean pagados preferentemente a las acciones ordinarias en la liquidación de la Sociedad". La legislación chilena, al igual que la colombiana y la argentina, permite el voto plural.

El Código de Comercio de El Salvador, promulgado por Decreto Legislativo N° 671, de fecha 8 de mayo de 1970, regula expresamente la existencia de las acciones privilegiadas en los arts. 159-163. El art. 161 del mismo texto regula el mínimo pero no el máximo del dividendo a remunerarlas pues, en ningún caso, deberán tener un dividendo menor del 6% sobre su valor nominal. El privilegio de recibir, en caso de liquidación, el valor de su aportación antes que los accionistas ordinarios, está regulado en el art. 161.4. Las acciones privilegiadas tienen obligatoriamente derecho acumulativo; a este respecto el art. 161 establece que cuando en algún ejercicio social no se fijen dividendos a las acciones privilegiadas, o los señalados sean inferiores al 6% sobre su valor nominal, se cubrirá este, o la diferencia, en los años siguientes con prelación a las ordinarias. En cuanto a los privilegios de tipo administrativo, el legislador no permite la emisión de acciones que otorguen a sus titulares el derecho de voto plural.

En Argentina, la Ley n° 19.550 de Sociedades Comerciales se mantiene fiel al sistema continental europeo, en su variante francesa. Los estatutos pueden prever diversas clases con derechos diferentes; dentro de cada clase conferirán los mismos derechos (Ley n° 19.550, art. 207). La legislación argentina reconoce la diferenciación entre clases de acciones, entre ellas las acciones de voto plural (Ley n° 19.550, art. 193). Las acciones ordinarias, sean de voto simple o plural, otorgan a su titular el derecho preferente a la suscripción de nuevas acciones de la misma clase en proporción a las que posea (Ley n° 19.550, art. 194). El art. 216 de la Ley n° 19.550 establece que "Cada acción ordinaria da derecho a un voto. El estatuto puede crear clases que reconozcan hasta cinco votos por acción ordinaria. El privilegio en el voto es incompatible con preferencias patrimoniales. No pueden emitirse acciones de voto privilegiado después que la sociedad haya sido autorizada a hacer oferta pública de sus acciones". Las acciones con preferencia patrimonial pueden carecer de voto, sin perjuicio de su derecho de asistencia a las asambleas con voz. Las acciones sin voto tendrán derecho de voto durante el tiempo en que se encuentren en mora en recibir los beneficios que constituyen su preferencia. También lo tendrán si la empresa emisora cotiza en bolsa y se suspendiere o retirare dicha cotización por cualquier causa, mientras subsista esta situación (Ley n° 19.550, art. 217).

¹⁴⁴ La identificación de los modelos institucionales anglosajón y europeo continental se basa en las diferencias a nivel histórico entre la legislación mercantil de dichas áreas; estas diferencias residen en la existencia o no de acciones exentas de desembolso, de privilegios relativos a su remuneración o amortización y de discriminaciones en el ejercicio de derecho de voto. Los países anglosajones están dominados por la "concepción contractualista" del Derecho de sociedades por acciones, en la que las normas imperativas han dado paso a la concepción dispositiva (*default*) del Derecho de sociedades por acciones, donde posee gran importancia el *corporate governance*. Por su parte, los países de la Europa continental mantienen la "concepción institucionalista" de la sociedad por acciones, fundamentada en una visión imperativa del Derecho de sociedades por acciones. La distinción entre concepción contractualista e institucionalista puede ser observada en KÜBLER, F.: *Gesellschaftsrecht*, 5th ed. revised and extended, C.F. Müller, Heidelberg, 1998, p. 54. MATTEI, U.: "La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acústica?", en *Rivista di Diritto Commerciale*, n° I, 615, 2003, pp. 616-617. PEÑAS MOYANO, B.: "Algunas consideraciones en relación al Derecho estadounidense de sociedades por acciones", *Revista de Derecho de Sociedades*, n° 28, 2007, pp. 240 y ss. PEÑAS MOYANO, B.: "Las categorías de acciones en el derecho societario alemán: concepto, tipología y tutela de las mismas", *Revista de Derecho de Sociedades*, n° 30, 2008, pp. 123-162.

¹⁴⁵ Vid. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, pp. 69 y ss. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones ...*, op. cit., 2008, p. 416.

derecho imperativo¹⁴⁶. Por el contrario, en los Derechos Mercantiles europeos continentales¹⁴⁷ existe un sistema cerrado de clases de acciones (principio de tipicidad), en el que existen un número predeterminado y escaso de categorías de acciones, tipificadas normativamente.

Estas marcadas diferencias legislativas provocan distinciones en la utilización de los instrumentos financieros¹⁴⁸. En los sistemas societarios anglosajones, es frecuente la financiación con clases de acciones, en parte porque están caracterizados por una regulación permisiva en cuanto las clases de acciones y, en consecuencia, por una muy amplia libertad respecto a la posibilidad de emitir las más diversas clases en función de las necesidades de la sociedad y del mercado, de forma que el emisor pueda crear un producto financiero atractivo para los inversores. Por su parte, en los Derechos societarios europeos continentales, las clases de acciones se han reglamentado de modo imperativo y dejando un escaso margen de actuación, lo que ha provocado que el recurso a la creación de diferentes clases de acciones haya sido mucho menos utilizado por la praxis.

Otra diferencia entre las dos tipos de normativas, es que, en los Derechos societarios anglosajones, la jurisprudencia posee una actividad decisiva¹⁴⁹. La existencia de escasas normas jurídicas, básicamente facultativas (todo lo contrario que en los Derechos continentales europeos), proporciona una enorme flexibilidad para crear las clases de acciones más variadas; esto unido a una praxis societaria muy activa, provoca que las decisiones judiciales determinen el "litigioso contenido jurídico vinculado a una categoría de acciones"¹⁵⁰.

El significado de clase de acciones (*classes of stocks*) en el Derecho estadounidense es cercano al establecido en los derechos europeos continentales. El último inciso de la letra (a) de la sección 6.01 RMCA, establece que una clase¹⁵¹ se encuentra formada por acciones que son idénticas en cuanto a la preferencias, derechos y limitaciones que atribuyen a sus tenedores¹⁵². En el Derecho societario británico, el significado del concepto de clases de acciones (*classes of*

¹⁴⁶ Aunque la autonomía estatutaria, en los Derechos anglosajones, ofrece una gran flexibilidad para modular las acciones incluidos en las clases de acciones, también existen ciertos aspectos que se encuentran vetados a la operatividad de esa autonomía de la voluntad.

¹⁴⁷ El sistema cerrado de clases de acciones es característico en los Derechos de Alemania, España e Italia. "En Italia este proceso se ha invertido desde la reforma legislativa del año 2003". Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones ...*, op. cit., 2008, pp. 415-416.

¹⁴⁸ En los países anglosajones, el derecho financiero admitió diferencias entre el accionariado de las sociedades al establecer la posibilidad de que se pudieran emitir diversas clases de acciones: las exentas de desembolso, las ordinarias, las "privilegiadas" (*preferred shares* o *preferred stocks*) y las rescatables. Las exentas de desembolso sirvieron para recompensar a los fundadores de las sociedades. Tanto las "privilegiadas" como las rescatables podían ser emitidas sin derecho a voto. Los tenedores de acciones "sin voto" están privados de poder intervenir en la gestión de la sociedad y, frecuentemente, veían compensada dicha limitación con una mayor participación en los beneficios (mediante la percepción de dividendos extraordinarios) o con una remuneración mínima garantizada. Estas acciones son consideradas híbridos entre las acciones ordinarias, que comportan una inversión de capital riesgo, y los bonos u obligaciones, que son pasivo financiero exigible a largo plazo con, generalmente, garantías hipotecarias respecto al pago de intereses y al cumplimiento de las condiciones de amortización. La naturaleza y amplitud de dichas garantías tuvo una dimensión distinta en la legislación mercantil de los diversos países: en Estados Unidos, las obligaciones hipotecarias gravitaban sobre el activo físico del emisor; en el Reino Unido sólo sobre sus beneficios brutos; en España tanto sobre sus activos como sobre sus beneficios.

¹⁴⁹ Tanto es así, que, en los sistemas del *Common law*, los tribunales de justicia funcionan como legisladores.

¹⁵⁰ Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones ...*, op. cit., 2008, p. 426.

¹⁵¹ En una primera aproximación, es posible afirmar que la MBCA estadounidense trata los términos clase y serie como sinónimos. Sin embargo, esto no es así. La propia legislación, para fomentar una mayor variedad de clases, establece que pueden emitirse diferentes series de acciones dentro de las dos categorías clásicas de acciones (*common* y *preferred stocks*). Vid. HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1996, p. 210. La doctrina establece otras diferencias entre clases o series. Algunos autores afirman que las más modernas legislaciones de los distintos Estados de la Unión establecen la posibilidad expresa de que una sociedad tenga simultáneamente varias clases de acciones privilegiadas, con distintos privilegios, y que cada clase podía dividirse en series con preferencias más específicas dentro de cada serie. Vid. VARGAS VARGAS, M.: *La sociedad anónima en el derecho anglonorteamericano*, Santiago de Chile, 1964, p. 156. Otra parte de la doctrina diferencia entre los dos términos en función de su modo de creación: por los *articles of incorporation* en el lado de la *class* y por el *board of directors* en el caso de las *series*. Vid. HAMILTON: *The Law of Corporation*, op. cit., p. 210.

¹⁵² Basándose en esta sección, todos los Estados de la Unión han regulado las clases de acciones.

shares) es más amplio que en Estados Unidos y en los Derechos europeos¹⁵³. Aunque coincide con ellos en que existen diferentes clases de acciones cuando cada una de ellas tiene vinculados una serie de derechos (posiciones activas de una relación jurídica) y obligaciones (posiciones pasivas de una relación jurídica) distintos a los que atribuyen las otras¹⁵⁴, los Tribunales de Justicia británicos¹⁵⁵ han manifestado que si derechos específicos son atribuidos a ciertas personas en su calidad de accionistas, entonces son una clase de miembros (*class of members*)¹⁵⁶ y sus acciones constituyen una clase de acciones (*class of shares*), incluso si la acciones no atribuyen a su titular derechos especiales.

Los máximos exponentes del Derecho positivo de las sociedades por acciones de los países anglosajones¹⁵⁷ son las legislaciones del Reino Unido de la Gran Bretaña y Estados Unidos de América. Los sistemas europeos continentales¹⁵⁸, entre los que se encuentra España, pueden analizarse por medio de una revisión de los contenidos establecidos en las legislaciones mercantiles alemanas, francesas e italianas.

1.4.1. Reino Unido

Las acciones privilegiadas son conocidas en el Derecho británico desde principios del siglo XVII¹⁵⁹, aunque su generalización en la práctica "se produce a lo largo de los siglos XVIII y XIX"¹⁶⁰.

Desde comienzos del siglo XIX prevalece, entre las empresas británicas, la emisión de acciones de una única clase¹⁶¹, de alto valor nominal. Esta tendencia varía a mediados del siglo

¹⁵³ La gran diferencia con el concepto de clases de acciones en España es que en los Derechos societarios anglosajones se pueden crear clases de acciones con diferente valor nominal, mientras que en nuestro país existe el concepto de serie para reflejar esta situación.

¹⁵⁴ La sección 629(1) *The Companies Act* 2006 establece que "A los efectos de las leyes sobre sociedades por acciones son de una clases si los derechos vinculados a las mismas son en todos los aspectos uniformes".

¹⁵⁵ Vid. Sentencia *Cumbrian Newspapers Group Ltd v. Cumberland & Westmorland Herald Newspapers & Printing Co.* (1987).

¹⁵⁶ Vid. Sentencia *Bannatyne v. Direct Spanish Telegraph Co.* (1887), Sentencia *Re Chatterley-Whitfield Collieries Ltd.* (1948) y Sentencia *Re Saltdean Estate Co. Ltd* (1968).

¹⁵⁷ La identificación de los modelos institucionales anglosajón y europeo continental se basa en las diferencias a nivel histórico entre la legislación mercantil de dichas áreas; estas diferencias residen en la existencia o no de acciones exentas de desembolso, de privilegios relativos a su remuneración o amortización y de discriminaciones en el ejercicio de derecho de voto. Los países anglosajones están dominados por la "concepción contractualista" del Derecho de sociedades por acciones, en la que las normas imperativas han dado paso a la concepción dispositiva (*default*) del Derecho de sociedades por acciones, donde posee gran importancia el *corporate governance*. Por su parte, los países de la Europa continental mantienen la "concepción institucionalista" de la sociedad por acciones, fundamentada en una visión imperativa del Derecho de sociedades por acciones. La distinción entre concepción contractualista e institucionalista puede ser observada en KÜBLER, F.: *Gesellschaftsrecht*, 5th ed. revised and extended, C.F. Müller, Heidelberg, 1998, p. 54. MATTEI, U.: "La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acústica?", en *Rivista di Diritto Commerciale*, n° I, 615, 2003, pp. 616-617. PEÑAS MOYANO, B.: "Algunas consideraciones en relación al Derecho estadounidense de sociedades por acciones", *Revista de Derecho de Sociedades*, n° 28, 2007, pp. 240 y ss. PEÑAS MOYANO, B.: "Las categorías de acciones en el derecho societario alemán: concepto, tipología y tutela de las mismas", *Revista de Derecho de Sociedades*, n° 30, 2008, pp. 123-162.

¹⁵⁸ La aceptación de híbridos en el capital de las sociedades anónimas en los países de la Europa continental no se ha producido hasta fechas relativamente recientes y bajo la presión del proceso de globalización de los mercados financieros. Tanto en España, como en Francia e Italia, ha imperado hasta hace relativamente pocos años el principio de que la totalidad del capital acciones de las sociedades había de estar constituido únicamente por acciones ordinarias y que el ejercicio del voto se había de distribuir equitativamente según la tenencia del capital. Esta tradición ha conllevado rigidez en la estructura financiera de las sociedades, lo que las ha privado de poder atraer fondos mediante acciones privilegiadas sin voto (procedentes de inversores interesados en disfrutar de rentas seguras, pero poco interesados en tener participación en la gestión. La consecuencia es poseer un mayor endeudamiento en términos relativos.

¹⁵⁹ Las primeras compañías que utilizaron las acciones preferentes fueron la *Mine Adventurers' Company* desde el año 1698 y la *East India Company* desde el 1702. Vid. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, Davies, P.L./Prentice, D.D., London, 1997, pp. 350 y 351.

¹⁶⁰ Vid. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, p. 23.

XIX, al aumentar el número de pequeños accionistas que invierten en la sociedad pero que no desean participar en su gestión. La generalización de las clases de acciones se produce en el doble ámbito de los derechos de socio; no sólo se introducen diferencias en el plano de los derechos económicos, sino también con relación al derecho de voto que no se configura con carácter esencial. Se emiten así acciones privilegiadas con valor nominal menor capaces de satisfacer simultáneamente las necesidades de accionistas centrados en la obtención de un rendimiento fijo, y de sociedades intentando aumentar capital sin el riesgo de una pérdida de control por parte de los accionistas existentes. De acuerdo con esta orientación, a partir de 1830, numerosas sociedades incorporan en sus estatutos tres tipos de clases de acciones: ordinarias (*ordinary shares*), preferentes (*preferred shares*)¹⁶² y subordinadas (*deferred shares*)¹⁶³.

La s. 75 *The Companies Act* 1845 reconoce la posibilidad de regular estatutoriamente el derecho de voto. Esto posibilitó "la emisión masiva de acciones sin voto y acciones de voto plural"¹⁶⁴.

La posibilidad de poder emitir tanto acciones privilegiadas como ordinarias, "se confiere, de forma general a todas las empresas, a partir de 1860"¹⁶⁵.

La creación de clases de acciones es contemplada expresamente en la Ley de 21 de diciembre de 1908. A estos efectos, la Ley distingue tres figuras. Acciones privilegiadas (*preferred shares*), caracterizadas por poseer un mayor derecho al dividendo, un derecho al reembolso anticipado o un derecho de voto múltiple¹⁶⁶. Acciones ordinarias o diferidas (*ordinary or deferred shares*) que reciben dividendos solamente después del reparto efectuado a las privilegiadas¹⁶⁷. Acciones de fundador (*founder's shares*) similares a los bonos del promotor y fundador del derecho continental¹⁶⁸.

A partir de ese momento, la posibilidad de crear clases de acciones siempre se ha contemplado en la legislación mercantil británica¹⁶⁹. La Ley de Sociedades vigente (*The Companies Act* 2006)¹⁷⁰ admite la emisión de acciones con derechos diversos, tanto de carácter

¹⁶¹ Durante la primera mitad del siglo XIX tuvo cierta virtualidad la *rule of Law* que establecía la necesidad de que "los derechos derivados de las acciones fuesen idénticos" (*A presumption of equality between shares*). Vid. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, p. 226.

¹⁶² Entre los sectores que utilizan masivamente acciones privilegiadas (*preferred stock*) destaca el de ferrocarril, de tal forma que "en 1.849 el 66% del capital social total de las compañías de ferrocarril británicas adoptaba la forma de *preferred stock*". Vid. KINDLEBERGER, Ch. P.: *A financial history of Western Europe*, Oxford University Press, Oxford, 1993, p. 194.

¹⁶³ Vid. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, p. 226. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, p. 352. TUNC, ANDRÉ: *Le droit American des Sociétés Anonymes*, Presses Universitaires de France, Paris, 1985, p. 90. PENNINGTON, ROBERT R.: *Company Law*, Butterworths, London, 2001, p. 205.

¹⁶⁴ Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros ...*, op. cit., p. 160.

¹⁶⁵ Vid. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: op. cit. 1998, p. 221.

¹⁶⁶ La creación de acciones de voto plural se admiten con dos requisitos: (i) doble deliberación con acuerdo favorable de la junta general de accionistas y (ii) ratificación de los accionistas lesionados en dos reuniones sucesivas y por mayoría de las tres cuartas partes del capital y mitad de socios. Ley de 21 de diciembre de 1908, art. 45 y 69. El número de emisiones con derecho de voto múltiple fue escasa, al no concurrir en el Reino Unido las circunstancias que en Alemania y Francia, produjeron el espectacular desarrollo de las acciones de voto plural.

¹⁶⁷ Ley de 21 de diciembre de 1908, art. 45-56.

¹⁶⁸ Ley de 21 de diciembre de 1908, art. 37 y 38.

¹⁶⁹ Vid. GOWER'S: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, pp. 48-53.

¹⁷⁰ *The Companies Act* 2006 entró en vigor progresivamente. Estaba previsto que la mayoría de su articulado entrara en vigor en octubre de 2008, aunque se retrasó hasta el año 2009 y 2010. *The Companies Act* 2006 es el texto legal fruto de la reforma siguiente: *Companies Bill [Lords] (formerly known as Company Law Reform Bill [Lords])*, Session 2005-06 "Reform company law and restate the greater part of the enactments relating to companies; to make other provision relating to companies and other forms of business organisation; to make provision about business names, auditors and actuaries; to amend Part 9 of the Enterprise Act 2002; and for connected purposes". La Ley de Sociedades vigente en el Reino Unido es el cuerpo formado por *The Companies Act* 1985 y en los aspectos que vayan entrando en vigor, lo establecido en *The Companies Act* 2006. Los objetivos, calendarios, textos definitivos y textos preliminares pueden observarse en la página web <http://www.berr.gov.uk/bbf/co-act-2006/index.html>.

patrimonial como de naturaleza administrativa¹⁷¹. El Derecho británico consagra un principio de libertad de emisión de clases de acciones¹⁷², admitiendo la creación de acciones ordinarias (*ordinary shares*)¹⁷³, privilegiadas (*preferred shares*)¹⁷⁴, postergadas (*deferred shares*)¹⁷⁵, de fundador (*founder's shares*)¹⁷⁶, de oro (*golden shares*)¹⁷⁷, atribuidas a los empleados (*employees' shares*)¹⁷⁸, convertibles (*convertible shares*)¹⁷⁹, rescatables (*redeemable shares*), sin voto (*non voting shares*)¹⁸⁰ y otras clases de acciones caracterizadas por una diversa atribución del derecho de voto (*contingent voting, disproporcionale voting, voting debt securities y ordinary non voting shares*)¹⁸¹.

La emisión de acciones postergadas no es frecuente y generalizada en ningún país del mundo, "pero si en alguna legislación ha tenido una relativa importancia, esa es la británica"¹⁸². A pesar de tener una recurrencia muy superior al resto de los países, "al final del siglo XX tuvo una regresión en su utilización"¹⁸³. El descenso en la utilización de estas emisiones no resulta sorprendente si se tiene en cuenta que, frente a las acciones postergadas, el resto de las acciones de la sociedad disfruta de una preferencia temporal. De los beneficios distribuibles se abona, en primer lugar, el dividendo de las restantes acciones, de forma que éstas pueden agotar todos los beneficios impidiendo que se distribuya dividendo alguno a las acciones postergadas. Pero pueden, además, disfrutar de un privilegio cuantitativo, si el dividendo reconocido a las demás acciones es mayor que el que, en su caso, percibirán los titulares de acciones postergadas. Ahora bien, mientras la preferencia temporal siempre corresponde al resto de acciones frente a las postergadas, no ocurre lo mismo con el privilegio de cantidad. En este sentido, las acciones postergadas pueden participar en último lugar en los beneficios distribuibles en un porcentaje o cuantía mayor al abonado preferentemente a las demás acciones. El resto de acciones disfruta únicamente del privilegio temporal, percibiendo las acciones postergadas una cantidad mayor de la que en su momento recibieron éstas¹⁸⁴.

¹⁷¹ Vid. HANNIGAN, B.: *Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, 2003, p. 389. MC GEE, A.: *Share Capital*, London, Edinburg, Dublin, 1999, p. 69.

¹⁷² A estos efectos, *The Companies Act 2006* define lo que debe entenderse por clase de acciones (*class of shares*): "las acciones son de una clase si los derechos vinculados a las mismas son uniformes en todos los aspectos". Vid. *The Companies Act 2006*, sección 629 (1).

¹⁷³ Un amplio desarrollo de las *preferred stocks* en el Reino Unido puede observarse en PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros ...*, op. cit., 2008, pp. 105-114.

¹⁷⁴ Un amplio desarrollo de las *ordinary shares* en el Reino Unido puede observarse en *Ibidem.*, pp. 115-146.

¹⁷⁵ Vid. PENNINGTON, ROBERT R.: *Company Law*, Butterworths, London, 2001, p. 219. CAIN, T.E.: *Charlesworth's Company Law*, 8ª ed. London, 1965, p. 128. GRIER, N.: *UK Company Law*, Wiley, Chichester, 1998, p. 151. FERRÁN, E.: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, p. 320. También pueden encontrarse, en el Reino Unido, acciones con distinto valor nominal y con el mismo poder de voto. Vid. Sentencia *Greenhalgh v. Ardenne Cinemas Limited* (1946).

¹⁷⁶ Posteriormente argumentaremos que estas emisiones no pueden ser consideradas clases de acciones.

¹⁷⁷ Vid. FERRÁN, E.: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, p. 333. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, op. cit., 1998, p. 231. Las *golden shares* ha ido perdiendo protagonismo porque el Tribunal de Justicia de la Comunidades Europeas ha condenado a varios países por considerar que esta figura atenta con los principios de los tratados comunitarios (causa C-367/98 Comisión contra Portugal en 2002, causa C-483-99 Comisión contra Francia en 2002, causa C-503/99 Comisión contra Bélgica en 2002, causa C-463/00 Comisión contra España en 2003 y causa C-98/01 Comisión contra Reino Unido en 2003)

¹⁷⁸ Vid. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, p. 320. TUNC, ANDRÉ: *Le droit American des Sociétés Anonymes*, Presses Universitaires de France, Paris, 1985, p. 94. MORSE: *Company Law*, Charlesworth & Cain, London, 1983, pp. 221 y 222. LORRY, M.; WATSON, L.: *Company Law*, London, 2001, pp. 136 y 137.

¹⁷⁹ Vid. LORRY, M.; WATSON, L.: *Company Law*, London, 2001, p. 136. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, op. cit., 1998, p. 23.

¹⁸⁰ Vid. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, p. 303. TUNC, ANDRÉ: *Le droit American des Sociétés Anonymes*, op. cit., 1985, pp. 92 y 93. MORSE: *Company Law*, op. cit., 1983, pp. 221 y 222. GRIER, N.: *UK Company Law*, op. cit., 1998, p. 151.

¹⁸¹ Aunque la legislación establece estas alternativas de creación de clases de acciones, la doctrina británica reconoce la posibilidad de emitir clases de acciones con otros perfiles, como las acciones con voto plural. Vid. GOWER'S: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, p. 303.

¹⁸² Vid. PENNINGTON, ROBERT R.: *Company Law*, Butterworths, London, 1985, p. 238.

¹⁸³ Vid. PALMER'S: *Company law*, I, London, 1992, p. 6014.

¹⁸⁴ Además de todo lo anterior, el factor que más perjudicó la emisión de acciones preferentes, y que produjo la disminución de sus emisiones, fue "la imposición discriminatoria del capital respecto a la deuda en el impuesto de

Lo normal hoy en día es que mientras las sociedades cotizadas en mercados bursátiles (*public listed companies*) utilizan diversas clases de acciones (ordinarias, preferentes con voto, sin voto)¹⁸⁵, las “pequeñas sociedades de modo habitual poseen una estructura de capital sencilla con una única clase de acciones, salvo en casos muy esporádicos”¹⁸⁶.

1.4.2. Estados Unidos

La figura de las acciones privilegiadas se introdujo en Estados Unidos en 1.836¹⁸⁷, aunque no se generalizó su emisión hasta finales del siglo XIX¹⁸⁸, cuando se promulgaron las leyes de sociedades de los distintos estados de la Unión¹⁸⁹. A comienzos del siglo XX se produjo una disminución generalizada de sus emisiones¹⁹⁰. El factor que más perjudicó la emisión de acciones preferentes fue la imposición discriminatoria del capital respecto a la deuda en el impuesto de sociedades establecida en 1909¹⁹¹; desde ese momento se produce un tratamiento asimétrico en el impuesto de sociedades, donde los rendimientos de capital están discriminados respecto a los de la deuda (consideración de gastos deducibles del coste de la deuda, no así del dividendo de las preferentes). Desde mediados del siglo XX, la utilización de las clases de acciones, sobre todo por *stock corporations*¹⁹², ha sido y es una práctica habitual.

Las acciones privilegiadas han sido utilizadas frecuentemente en Estados Unidos como “mecanismo de *holdings* financieros”¹⁹³ (*trust*) en compañías de ferrocarriles que, saneadas bajo la *Bankruptcy Act*¹⁹⁴, recurren a estas acciones para estructurar su nueva dotación de capital, y en la reorganización de servicios públicos para reembolsar obligaciones¹⁹⁵.

sociedades establecida en 1947”. Vid. BARRON BASKIN, J.; MIRANTI, P.J.J.: *A story of corporate finance*, Cambridge University Press, Cambridge, 1997, p. 152. La misma idea es transmitida por gran parte de la doctrina. Vid. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, p. 353. TUNC, ANDRÉ: *Le droit American des Sociétés Anonymes*, Presses Universitaires de France, Paris, 1985, p. 91. PENNINGTON, ROBERT R.: *Company Law*, Butterworths, London, 2001, p. 204. GRIER, N.: *UK Company Law*, op. cit., 1998, p. 148.

¹⁸⁵ Esto acontece a pesar de que *The London Stock Exchange* aconseja a las *public listed companies* a restringir su *share structure* únicamente a una clase de acciones, al objeto de favorecer la transparencia e igualdad de trato. Vid. HANNIGAN, B.: *Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, 2003, p. 389.

¹⁸⁶ Vid. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, op. cit., 1998, p. 226.

¹⁸⁷ *Baltimore and Ohio Railroad Company* fue la primera compañía que autorizó en sus estatutos sociales la emisión de acciones privilegiadas en 1.836.

¹⁸⁸ Esa época fue el momento de más éxito, existiendo numerosas emisiones, sobre todo entre las empresas de ferrocarriles y de provisión de servicios públicos. Vid. RIPLEY, W.Z.: *Railroads: Rates and Regulations*, Longmans, Green & Co., New York, 1912, pp. 37-43. EVANS, G.H.: “The early history of preferred stock in the United States, 1850-1878”, *American Economic Review*, 21, march, 1931, pp. 56-62. DEPENDROCK, H.: *Zur Entwicklung und Bedeutung der Vorzugsaktien in der Aktienrechten der USA und im deutsche Aktienrechteine vergleichende Untersuchung*, Güteslosh, Westfalia, 1975, p. 21.

¹⁸⁹ Vid. EVANS, G.H.: “The early history of preferred stock in the United States, 1850-1878”, *American Economic Review*, 21, march, 1931, pp. 56-62. FRIEDMAN, L.M.: *A history of american law*, New York, 1973, pp 446 y ss. DEPENDROCK, H.: *Zur Entwicklung und Bedeutung der Vorzugsaktien in der Aktienrechten der USA und im deutsche Aktienrechteine vergleichende Untersuchung*, Güteslosh, Westfalia, 1975, p. 21.

¹⁹⁰ La emisión de acciones privilegiadas pasó del 20% del total de todas las acciones emitidas en 1928, a ser el 1% en 1934. Vid. DEPENDROCK, H.: *Zur Entwicklung und Bedeutung der Vorzugsaktien in der Aktienrechten der USA und im deutsche Aktienrechteine vergleichende Untersuchung*, Güteslosh, Westfalia, 1975, pp. 21-23.

¹⁹¹ Vid. BARRON BASKIN, J. Y MIRANTI, P.J.J. (1997): *A story of corporate finance*, Cambridge University Press, Cambridge, p. 152.

¹⁹² Por ejemplo, el 31 de diciembre de 1994, estaban emitidos más de 125 billones de dólares en acciones privilegiadas por compañías americanas cotizadas en mercados bursátiles. Vid. MITCHELL, L.E.: “The puzzling paradox of preferred stock (and why we should care about it)”, *Business lawyer*, n° 51, 1996, p. 443.

¹⁹³ Vid. RIPLEY, W.Z.: *Railroads: Rates and Regulations*, Longmans, Green & Co., New York, 1912, pp. 37-43. EVANS, G.H.: “The early history of preferred stock in the United States, 1850-1878”, *American Economic Review*, 21, march, 1931, pp. 56-62. DEPENDROCK, H.: *Zur Entwicklung und Bedeutung der Vorzugsaktien in der Aktienrechten der USA und im deutsche Aktienrechteine vergleichende Untersuchung*, Güteslosh, Westfalia, 1975, p. 21. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros ...*, op. cit., 2008, p. 293.

¹⁹⁴ http://statutes.agc.gov.sg/non_version/cgi-bin/cgi_retrieve.pl?actno=REVED-20.

¹⁹⁵ En la década de 1930 a 1940, el gobierno estadounidense utilizó los fondos públicos y la legislación para subvencionar la producción con pérdidas. La *Reconstruction Finance Corporation* de 1932 permitió prestar capital a los bancos, compañías de seguros y cajas de crédito agrícola. La *Emergency Banking Relief Act* de 1933 autorizó al

Frente a la visión imperativa del Derecho continental europeo¹⁹⁶, en Estados Unidos está vigente la teoría contractualista¹⁹⁷ del derecho, la cual presenta dos rasgos característicos. El primero es que están reforzados los poderes de los *management* a costa del poder asambleario, con la finalidad de lograr una mayor eficiencia en la toma de las decisiones. El segundo es que el Derecho societario se separa de las normas imperativas, a favor de la dimensión dispositiva (*default*) del Derecho, de tal modo, que busca un Derecho opcional antes que imperativo, facilitador antes que limitativo, competitivo antes que jerárquico. Ambos rasgos tienen una influencia directa en la práctica societaria estadounidense de las clases de acciones. En primer lugar, la prevalencia de las normas de derecho facultativo sobre las de derecho imperativo ofrece una gran flexibilidad para modular las clases de acciones, ofreciendo alternativas que pueden ajustarse más a las demandas de potenciales inversores. En segundo lugar, es muy frecuente la utilización de la cláusula estatutaria conocida como *blank stock clauses*, por la cual se atribuye a los administradores de la entidad, en el momento de la emisión de acciones especiales denominadas *blank stocks*, el poder para determinar las características, tanto administrativas como económicas de estas acciones, sin necesidad de tener que proceder a la modificación de los estatutos sociales¹⁹⁸. Estas *blank stock*, no previstas en los *articles of incorporation*, "son muy atractivas para el *board of directors*"¹⁹⁹ pues permite establecer sus términos teniendo en cuenta las necesidades económicas de cada momento concreto, evitando así los procedimientos de modificación de los *articles*. La posibilidad de emitir estas acciones supone una praxis flexible y la concesión de un amplio poder a los *management* en el tema de clases de acciones.

La praxis del mercado financiero estadounidense presenta dos peculiaridades, en el tema de las clases de acciones, respecto al resto de mercados. De un lado, posee una gran cantidad de acciones postergadas o de fundador²⁰⁰ suscritas por los promotores. De otro lado, el derecho de voto nunca se ha considerado esencial, por lo que nada se opone al reconocimiento de acciones de voto plural²⁰¹ o privadas del derecho de voto²⁰². Las acciones de voto plural no han

Tesoro a nombrar un administrador en los bancos con dificultades. Por último, el Estado adquirió acciones privilegiadas de los bancos y creó instituciones de crédito público: *Federal Land Banks* (agricultura), *Home Loan Banks* (vivienda), *Federal Farm Mortgage Corporation* (créditos hipotecarios) y *Export-Import Bank* (exportación e importación). Todas estas medidas legislativas pueden observarse en SAGREDO SANTOS, A.: *Franklin D. Roosevelt y la problemática agraria: su eco en la prensa española, 1932-1936*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 2001, pp. 186 y ss.

¹⁹⁶ Vid. MATTEI, U.: "La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acústica?", en *Rivista del Diritto Commerciale*, 2003, pp. 615 y ss.

¹⁹⁷ Estas diferencias están matizadas porque en la actualidad existe un cuestionamiento del modelo contractualista de la sociedad por acciones en los Estados Unidos de América. Vid. MATTEI, U.: "La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acústica?", en *Rivista del Diritto Commerciale*, 2003, pp. 615 y ss. Estas dudas en origen, están acompañadas por un acercamiento del modelo europeo (con idea de sociedad como institución) hacia el modelo societario estadounidense (con idea de sociedad como nexo de contratos), sobre todo en Italia. Vid. ROSSI, G.; STABILINI, A.: "Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario", *Rivista delle Società*, 2003, pp. 2 y 11-16.

¹⁹⁸ Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones ...*, op. cit., 2008, p. 359. Esto es impensable para los derechos societarios continentales, donde la determinación de los derechos vinculados a las clases de acciones se realiza siempre por las asambleas de accionistas.

¹⁹⁹ Vid. VARGAS VARGAS, M.: *La sociedad anónima en el derecho angloamericano*, Santiago de Chile, 1964, p. 160. CARY, WILLIAM L.; EISENBERG, MELVIN A.: *Cases and Materials on Corporations*, 7ª ed., Westbury, New York, 1995, p. 1988.

²⁰⁰ En el ordenamiento español, las "acciones de fundador" nunca podrían ser calificadas jurídicamente como acciones. Se podrá denominar bonos de fundador, pero nunca acciones. Es un error considerarlas "acciones preferentes de fundador", como realiza la Sentencia 4784/1979, de 23 de junio de 1979, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil. Madrid (Sección 1ª).

²⁰¹ Toda clase puede tener atribuido un voto múltiple. Vid. s. 6.01 (c)(1) MBCA y s. 7.21 (a) MBCA. Por ejemplo, las acciones privilegiadas de Google suponen el 31,5% del capital y el 95% del voto; los poseedores de acciones especiales son 635 accionistas, casi todos empleados de Google. Vid. GOOGLE: *Annual Report 2009*, Google Inc., Mountain View, California, 2010, *Shares*.

²⁰² Toda clase puede no atribuir a sus titulares el derecho de voto, salvo en los casos en los que la MBCA disponga otra cosa. Vid. s. 6.01 (c)(1) MBCA.

logrado un gran auge²⁰³, al contrario que las acciones sin voto, que han tenido un éxito sin parangón en otro mercado. El recurso de las acciones sin voto (*non voting stock*) posee una absoluta libertad de configuración²⁰⁴; esta flexibilidad, frente a la rigidez continental, ha hecho que sea en Estados Unidos donde mayor éxito han tenido las acciones sin voto²⁰⁵.

La principal característica legislativa de Estados Unidos es que existe un Derecho de sociedades por acciones organizado en un doble nivel: estatal²⁰⁶ y federal²⁰⁷. Esto supone que existe distinta regulación en cada uno de los Estados que conforman la Unión²⁰⁸.

El grueso de la materia vigente relativa a las *classes of shares* aparece recogida en la MBCA²⁰⁹ de 1984 (ss. 6.01 y 6.02)²¹⁰. Las acciones, si así se prevé expresamente en los *articles of incorporation*, pueden agruparse en diferentes clases o series (*classes or series*), entendiendo que una clase o serie se encuentra formada por acciones que son idénticas las unas a las otras en cuanto a las preferencias, derechos y limitaciones que atribuyen a sus tenedores²¹¹.

²⁰³ Las acciones de voto plural no han gozado de gran predicamento en la praxis societaria estadounidense. Vid. CINCOTTI, C.; NIEDDU ARRICA, F.: "Le preferred shares nel diritto italiano: proprietà della società per azioni e strumenti finanziari ibridi", *Giurisprudenza Commerciale*, n° 30, 2003, p. 681/II. La razón radica en la existencia de otras fórmulas, como la absoluta libertad de configuración de las acciones sin voto o las acciones con distintos valores nominales o sin valor nominal. Vid. OLAVO CUNHA, P.: *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as accoes privilegiadas*, Coimbra, 1993, p. 108. CAMPUZANO LAGUILLO: *Las clases de ...*, op. cit., 2000, p. 73.

²⁰⁴ La jurisprudencia apoya la totalidad libertad para establecer los derechos de cada clase. Una Sentencia permite la emisión de acciones sin derecho a dividendo alguno, rescatable en cualquier momento por el valor nominal si tiene cuatro de los cinco votos de los administradores, y que en caso de liquidación sólo recibe el valor nominal. La justificación para permitirlo es que si las leyes conceden libertad prácticamente absoluta para determinar el contenido de las clases de acciones, entonces trazar la línea divisoria entre lo que está permitido, y lo que no está, parece imposible. Vid. Sentencia del caso *Lehrman v. Cohe* (Corte Suprema del Estado de Delaware, 1966). Otra Sentencia considera válida una categoría de acciones en la que, con el objeto de preservar el control familiar de una entidad, cada accionista posea de diez votos por cada acción poseída. Vid. Sentencia del caso *Williams v. Geier* (Corte Suprema del Estado de Delaware, 1977).

²⁰⁵ Vid. BERGERMAN, M.: «Voting trusts and non-voting stock», *Yale Law Journal*, vol. XXXVII, 1927-28, 445-467, 1928, p. 445-448. DOOD, M.; BAKER, R.J.: *Cases and materials on corporations*, The Foundation Press, Brooklyn, 1951, p. 301. FARRAR, J. H.: *Company law*, Farrar JH and Hannigan B, Butterworths, London, 1991, p. 221. LEVINE, M. L.: *Business and the law*, West Pub. Co, Minnesota, 1976, p. 460. PENNINGTON, ROBERT R.: *Company Law*, Butterworths, London, 1985, p. 225. La emisión de acciones sin voto llegó a ser, en algunos casos, abusiva; por ejemplo "la sociedad industrial Rayon emitió 600.000 acciones, de las cuales sólo 2.000 tenían derecho a voto". Vid. RIPLEY, W.Z.: *Main Street and Wall Street*, M.J., Kansas, 1972, p. 123. Estos escándalos tuvieron como respuesta una serie de leyes que intentaron disminuir el número de acciones sin voto, guiándose por el principio de "one share, one vote"; las principales normativas al respecto son dos: *Public Utility Holding Company Act* de 1935 e *Investment Company Act* de 1940.

²⁰⁶ El Derecho de Sociedades a nivel estatal está regulada en la MBCA.

²⁰⁷ Vid. GROSSO, P.: *Categorie di azioni ed assemble speciali. Il diritto italiano nel contest comunitario*, Milano, 1999, p. 318. OLAVO CUNHA, P.: *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as accoes privilegiadas*, Coimbra, 1993, pp. 106 y 107. La primera fuente jurídica escrita en Estados Unidos es la Constitución Federal aprobada en 1787. En ella se regulan la estructura política y el sistema jurídico estadounidense, arbitrándose una distribución de poderes y, en consecuencia, de competencias legislativas entre el Estado Federal y los distintos estados de la Unión. Según la décima enmienda, los Estados son competentes para todo aquello que no haya sido expresamente atribuido al Estado Federal. La disciplina federal se ocupa del control de los mercados financieros, regulación del comercio y el establecimiento de los impuestos federales. La competencia en materia de organización y funcionamiento de las sociedades corresponde a los distintos estados. Vid. GUERRA MARTÍN, G.: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia en el movimiento de reforma del Derecho europeo*, Pamplona, 2003, pp. 45 y 46.

²⁰⁸ Algunos estados de la Unión son considerados referencia por los restantes, bien por su consolidada tradición histórica o por los buenos resultados logrados por su vigencia, estas son California, Delaware, New Jersey y New York. Sin embargo, en el conjunto de Derechos de Sociedades de los Estados de la Unión, existen grandes diferencias, lo que ha impedido hablar de forma generalizada de un "único Derecho de sociedades estadounidense". Vid. GUERRA MARTÍN, G.: *El gobierno de las sociedades cotizadas ...*, op. cit., 2003, p. 63.

²⁰⁹ En mayor o menos medida, todos los Estados se han inspirado en la MBCA.

²¹⁰ Las secciones citadas se han visto ampliamente alterada en el año 2002.

²¹¹ Vid. MBCA: 6.01.a.

En Estados Unidos, el *Common law* y la jurisprudencia sancionan, con carácter general, "una absoluta libertad de pactos sociales"²¹².

La letra (c) de la s. 6.01 MBCA establece que las clases de acciones pueden ser rescatables, con limitaciones en el derecho de voto y con privilegios en los derechos económicos del beneficio y la cuota de liquidación. Pero más adelante, la letra (f) de la s. 6.01 MBCA establece expresamente que las preferencias, derechos y limitaciones de las clases de acciones del punto (c) no es exhaustiva. De esta forma, junto a las acciones ordinarias (*common stocks*), pueden existir acciones privilegiadas (*preferred stocks*)²¹³ que atribuyen privilegios de orden económico, acciones garantizadas (*guaranted stocks*)²¹⁴, acciones postergadas (*deferred stocks*), acciones convertibles (*convertible stocks*)²¹⁵, acciones rescatables (*redemption stocks*), acciones sin voto (*non voting stocks*)²¹⁶ y acciones sin valor nominal (*stocks without par value*)²¹⁷.

La legislación estadounidense no posee una regulación de clases de acciones que diferencie entre empresas cotizadas y no cotizadas, sin embargo, sí realiza una regulación distinta según la tipología jurídica.

Como la regulación de las emisiones de acciones es distinta según el estado de la Unión, se muestra la del Estado de California, por ser la más amplia y detallada²¹⁸. La *Limited Partnership*²¹⁹, que es un híbrido entre la sociedad colectiva y la sociedad anónima, y similar a la Sociedad Comanditaria regulada en España, está compuesta por dos clases de socios: colectivos y comanditarios. Los colectivos tienen los mismos derechos y obligaciones que los socios de una Sociedad Colectiva (*Partnership*). Los comanditarios tienen la obligación de aportar capital, soportar las pérdidas e indemnizar a la sociedad de los daños causados por abuso o negligencia. A la vez, tienen derecho de participar en el reparto de las ganancias y del patrimonio social, en caso de liquidación, en la cantidad que se hubiere pactado. Los socios comanditarios no pueden participar activamente de la gestión social.

Frente a ella, las sociedades (*Corporation*) son personas jurídicas cuyas "acciones" son transferibles con ciertas condiciones. Los socios disfrutan de responsabilidad limitada²²⁰ y privacidad²²¹. En Estados Unidos hay tres tipos de *corporations*: *Limited*, *Closed* y *Public*.

²¹² Vid. MERRICK, E. J. (1937): «Statutory developments in business corporation law. 1886- 1936», *Harvard Law Review*, vol, L, 27-45, p. 27- 44.

²¹³ Un amplio desarrollo de las *preferred stocks* en Estados Unidos puede observarse en PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones ...*, op. cit., 2008, pp. 115-146.

²¹⁴ PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros ...*, op. cit., 2008, p. 293, considera a las *guaranted shares* como tipo intermedio entre las ordinarias y las preferentes.

²¹⁵ El art. 6.01 RMBCA contempla la posibilidad de que los estatutos autoricen la emisión de una o más clases de acciones que puedan convertirse en acciones rescatables. También aparece esta posibilidad en art. 512 *New York Business Corporation Law* y art. 151.b *Delaware General Corporation Law*.

²¹⁶ Las acciones sin voto sólo empezaron a generalizarse en Estados Unidos a partir de 1916. La figura tuvo posteriormente un gran éxito en el mercado estadounidense debido a su absoluta libertad de configuración. Vid. POTTIER, A.: *Les actions a vote plural*, POTTIER, A.: *Les actions a vote plural*, Leur réglementation, Paris, 1934, pp. 9 y 10. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, op. cit., 2000, p. 73.

²¹⁷ Todas las clases citadas hasta el momento aparecen en la legislación federal y de cada Estado. Vid. art. 6.02 RMBCA y art. 151.a *Delaware General Corporation Law*. Sin embargo existen otras categorías de acciones que no son recogidas en la legislación pero son utilizadas en la práctica. Nos referimos a las *tracking stocks*, también denominadas *lettered stocks*, *targeted stocks* y *alphabet stocks*. Estas acciones utilizadas por la General Motors Corporation desde 1984, están caracterizadas porque atribuyen a sus titulares derechos económicos vinculados a los resultados de la actividad social en un concreto y determinado sector empresarial, sin que participe de los resultados económicos derivados de las otras actividades de la empresa. Vid. GENERAL MOTORS: *Annual Report 2009*, GM, Detroit, 2010.

²¹⁸ Vid. KRAUSS, H.: *The California Corporation: legal aspects of organization and operation*, Bureau of National Affairs, Washington DC, 1999.

²¹⁹ Vid. CALIFORNIA CODES: Corporations Code, California, secciones 15.502 a 15.553.

²²⁰ A diferencia de las jurisdicciones extranjeras, la *corporation* en Estados Unidos está sometida a leyes más flexibles y menos estrictas. Por lo general, su constitución es más rápida y menos costosa que en otros países. El Estado en que se constituya no tiene porqué ser el mismo en que se halle el centro de operaciones de la empresa, pero sí debe ser donde esté situada la oficina principal.

En la *Limited Liability Company* (LLC), que comparte rasgos con la sociedad limitada española, sólo la entidad jurídica responde de las deudas. Los acreedores no pueden dirigirse contra los miembros de la sociedad, salvo en dos situaciones excepcionales: cuando uno de los socios avale una obligación, o cuando no se respete el "velo corporativo"²²². La LLC suele tener dos o más socios y las acciones no se pueden transferir a menos que la mayoría del resto de miembros con derecho a voto den su consentimiento.

La *Private Corporation o Closed Corporation*, que también comparte rasgos con la sociedad limitada española, es una sociedad compuesta por pocos socios (entre 1 y 35), basada en el conocimiento mutuo. Los inversores son denominados "accionistas", y tienen derecho al voto según su participación, y al dividendo si hay ganancias. Existen tres niveles de participación: los accionistas, el consejo de administración y los ejecutivos. Los accionistas eligen a los miembros del consejo, y éstos, a su vez, nombran a los ejecutivos²²³. Los ejecutivos están formados generalmente por el presidente, el tesorero y el secretario. En la *Close Corporation* sólo puede existir una clase de acciones, es decir, en ella no pueden existir acciones privilegiadas.

La *Public Corporation* es similar a la sociedad anónima española. Esta forma jurídica reúne muchas de las características de una *Close Corporation* (existencia perpetua y responsabilidad limitada de los socios), pero se diferencia de ésta en que su constitución es mucho más complicada y costosa. Es recomendable cuando vaya a existir más de una clase de acciones ofrecidas al público y cuando el número de accionistas sea mayor de 35²²⁴.

Estos rasgos son compartidos por el resto de las legislaciones establecidas en los diferentes estados de la Unión²²⁵. A efectos de esta investigación, el rasgo más relevante es que la única forma jurídica que pueden tener acciones rescatables, sin voto, preferentes y privilegiadas son las *public corporation*.

²²¹ La declaración de constitución contiene poca información. Sólo se declara el nombre de la sociedad, sus objetivos, el máximo número de acciones y el nombre y dirección de un representante. No se divulgan al público ni la identidad de los accionistas, ni el dinero que han invertido, ni el número de acciones que poseen.

²²² Normalmente, si una compañía incurre en un delito de responsabilidad civil o criminal, el accionista no es considerado responsable. Sin embargo, hay algunas instancias en las que la fina separación (el "velo corporativo") que existe entre la compañía y sus copropietarios puede ser rota y un tribunal puede fallar que los accionistas son responsables por actos de la compañía. Este concepto no es exclusivo del Derecho estadounidense, la jurisprudencia española también se ha ocupado del "levantamiento del velo" (TS 24-12-1988) (TS 4-3-1988) (TS 24-9-1987) (TS 27-11-1985) (TS 28-5-1984) (TS 20-2-81) (TS 24-4-1980) (TS 18-4-1980) (TS 6-12-1979) (TS 22-6-1979).

²²³ La declaración de constitución ha de realizarse por escritura e inscribirse en el registro de la Secretaría del Estado. La gran ventaja de constituir una *Close Corporation* es la sencillez y rapidez con que se constituye. En el estado de California, por ejemplo, es posible conseguir la personalidad jurídica en el plazo de quince a treinta días.

²²⁴ Tras el análisis de todas las tipologías jurídicas, es posible afirmar que la responsabilidad de los socios es diferente para cada una de ellas. En la *Partnership*, una vez agotado el patrimonio social, el acreedor puede dirigirse contra cualquiera de los socios por el importe total de la deuda; todos los socios son responsables por la conducta de los demás socios que actúen en nombre de la sociedad. La *Limited Partnership* combina la responsabilidad del *partnership* con la de la *Private Corporation*, es decir, los socios colectivos pueden incurrir en responsabilidad una vez agotado el capital social, pero los socios comanditarios no, a menos que hayan participado en la administración de la empresa. En la *Private Corporation* y la *Public Corporation* los acreedores sólo pueden dirigirse contra el capital social, a menos que no se hubiese respetado el "velo corporativo".

²²⁵ Como ejemplo es posible observar la normativa del Estado Delaware. Vid. DELAWARE DIVISION OF CORPORATIONS: Business Law—Corporations, <http://www.state.de.us.corp>, Dover, Delaware, USA. La importancia del *Delaware Code* se deriva de que es la guía de muchas otras legislaciones de Estados de la Unión, como por ejemplo *Kansas General Corporate Code*. En la Sentencia del caso *Vogel v. Missouri Valley Steel* (Kansas, 1981) aparece que "el Kansas General Corporate Code fue diseñado siguiendo el modelo de Delaware Code". De igual forma, la Sentencia de *In re Hesston Corp.* (Kansas, 1994) recoge que "las disposiciones de Kansas son casi idénticas a las del modelo de Delaware".

1.4.3. Alemania

El Derecho Germánico²²⁶ tiene su máximo exponente en la legislación mercantil alemana, que es continuada por la legislación austriaca²²⁷ y suiza²²⁸.

El Derecho positivo de las sociedades por acciones de los países germánicos, al contrario que los países anglosajones, ha dispuesto "un sistema cerrado de clases de acciones"²²⁹, en el que las categorías de acciones posibles utilizables por el emisor son un número predeterminado y escaso, que son tipificadas normativamente²³⁰.

En el ámbito del derecho continental europeo, el siglo XIX marca el inicio del reconocimiento legal de las clases de acciones, movimiento en el que es pionero el Derecho alemán²³¹. Desde 1840, se emiten en Alemania²³² acciones prioritarias (*Prioritätsaktien*), precursoras de las acciones privilegiadas (*Vorzugsaktien*).

La utilización de acciones prioritarias (*Prioritätsaktien*) para financiarse tiene su origen, al igual que en Estados Unidos²³³, en "las necesidades financieras de las sociedades de

²²⁶ Dentro de la concepción institucionalista de la sociedad anónima es posible diferenciar entre el modelo germánico y el resto de legislaciones del modelo continental. La sociedad anónima de Francia e Italia se caracteriza por ser una forma social que, aunque ha tomado como modelo inicial de referencia el de la gran empresa, posee una flexibilidad tal que ha permitido también el uso habitual de dicha forma social por parte de empresas de mediano o incluso pequeño tamaño. Por el contrario, la sociedad por acciones germánica, es una forma jurídica en la que el principio de autonomía de la voluntad ha tenido un ámbito de actuación escaso. La vigente Ley de sociedades anónima establece que los estatutos sociales sólo pueden apartarse de las normas contenidas en dicha Ley cuando expresamente lo admita la propia norma legal (art. 23.5 *Aktiengesellschaft* de 6 de septiembre de 1965), y como esto ocurre en muy pocas ocasiones, el resultado es una regulación muy rígida. Vid. KÜBLER, F.: *Gesellschaftsrecht*, op. cit., 1998, p. 54. MATTEI, U.: "La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acústica?", en *Rivista del Diritto Commerciale*, 2003, pp. 616-617. PEÑAS MOYANO, B.: "Las categorías de acciones en el derecho societario alemán: concepto, tipología y tutela de las mismas", *RDS*, nº 30, 2008, pp. 123-162.

²²⁷ La Ley austriaca *Aktienregulativ* de 1899 prevé la emisión de clases de acciones con características similares a la *Handelsgesetzbuch* alemana de 1897. Cfr. *Aktienregulativ*, § 48.2.

²²⁸ El Derecho suizo presenta una regulación sobre las acciones privilegiadas similar a la establecida en el Derecho alemán. La peculiaridad más representativa es que permite la emisión de acciones con voto privilegiado, en el sentido de permitir acciones con el mismo derecho de voto que las ordinarias pero con un valor nominal inferior. La posibilidad de emitir tales acciones en el Derecho suizo está limitada cuantitativamente, pues no puede superar el 10% de la cifra del capital social. Art. 693 del Código de obligaciones.

²²⁹ Vid. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones ...*, op. cit., 2000, pp. 55 y ss.

²³⁰ A este sistema cerrado se le denomina "principio de tipicidad", concepto según el cual no se pueden crear emisiones distintas de las tipificadas por el legislador. El derecho mercantil alemán ofrece opciones múltiples en la creación de los estatutos de una sociedad de capital en el ámbito de la SRL (*GmbH*), apoyándose en el principio dispositivo. En la SA (*AG*) rige el principio opuesto, el principio de oficalidad (ausencia de poder dispositivo).

²³¹ En el mosaico de estados alemanes antes de su unificación bajo el II Reich (en 1871), coexistieron en la parte occidental de Alemania, estados influidos por la legislación mercantil francesa (Renania y Westfalia) y también anglosajona (Hamburgo y Bremen). Por ello, quizás sería más exacto referirse al modelo prusiano en lugar del alemán, una expresión quizás demasiado generalista desde un punto de vista histórico.

²³² En esta época, Alemania está formado por un conjunto de estados, en el que el principal es Prusia. La Revolución de marzo de 1848 conduce a la creación del primer Parlamento alemán que elabora una primera constitución, pero fracasa con la unificación nacional porque los monarcas recuperan el control. El Imperio alemán se funda el 18 de enero de 1871 tras la victoria de Prusia en la Guerra franco-prusiana y se consigue la unificación de los diferentes estados alemanes en torno a Prusia, excluyendo a Austria. Así Prusia se convierte en Alemania, bajo el liderazgo del canciller Otto von Bismarck, quien será el verdadero artífice de la unificación. De esta forma, el país fue unificado, como un moderno estado-nación. A partir de este punto, y hasta el fin de la Primera Guerra Mundial, la historia de Alemania y la historia de Prusia se confunden.

²³³ En el conjunto de los estados alemanes (y sobre todo en Prusia), la mayor parte de la red ferroviaria fue construida por el Estado y los pocos ferrocarriles emprendidos por la iniciativa privada no tardaron en ser nacionalizados. Ello constituye una diferencia de gran calado en relación a países como el Reino Unido o Estados Unidos, donde la inversión de fondos públicos en la construcción de la red ferroviaria fue irrelevante. Por tanto, el papel de los híbridos financieros en el proceso de financiación de los ferrocarriles germánicos tuvo escasa importancia tanto durante la época del Zollverein, como en la del Reich.

ferrocarriles²³⁴. Era la época en que estaba vigente la Ley prusiana de sociedades por acciones de 8 de noviembre de 1843, para todo tipo de sociedades, y la Ley de ferrocarriles prusiana de 3 de noviembre de 1838, para regular las sociedades dedicadas a la explotación del ferrocarril. Ninguna de las dos leyes recogían la posibilidad de emitir acciones prioritarias (*Prioritätsaktien*), pero las empresas de ferrocarriles las emitían.

Las *Prioritätsaktien* se regularon por primera vez en la *Aktiennovelle* de 18 de julio de 1884²³⁵, siendo el primer Derecho continental europeo en regular la figura de las categorías de acciones. La *Aktiennovelle* permite la creación de acciones prioritarias en el ámbito de los derechos patrimoniales, pero prohíbe las diferencias sobre los derechos políticos²³⁶. Las empresas que querían acogerse a ellas no podían emitir acciones que alterasen la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto, opción que consagra la igualdad del derecho de voto de todos los accionistas de la sociedad anónima.

La *Handelsgesetzbuch* (HGB) de 10 de mayo de 1897 regula las acciones privilegiadas y las acciones de voto plural. El § 185 de HGB autoriza la creación de derechos diferentes en cada clase de acciones, lo que supone la aparición de las acciones privilegiadas (*Vorzugsaktien*)²³⁷. Por su parte, el § 252 de HGB, a diferencia de lo que sucedía en la *Aktiennovelle* de 1884, permitía la emisión de acciones de voto plural (*Mehrstimmrechtsaktien*)²³⁸. Cada acción concede un voto, pero se admiten clases de acciones que atribuyan un voto más elevado. Existen dos límites para la emisión de acciones con voto plural. El primero es que para su emisión no es suficiente la diferenciación en el derecho de voto, sino que se exige también que posean algún privilegio de naturaleza económica²³⁹. El segundo es que toda acción debe disponer de, al menos un voto, en la asamblea general de accionistas, lo que impide la posibilidad de emitir acciones sin voto (*aktien ohne stimmrecht*).

La utilización de las clases de acciones en el mercado alemán “fue escaso hasta el término de la primera guerra mundial, momento a partir del cual comienzan a utilizarse mucho más²⁴⁰, incentivadas por el entorno económico de ese momento. De un lado, al final de la contienda, Alemania se queda inmersa en una profunda crisis monetaria. Del otro, coincide un importante crecimiento del tráfico comercial y una resurrección de la industria, fenómenos ambos que vienen acompañados de una masiva afluencia de capital extranjero. En este contexto, a lo largo de la posguerra alemana, se emiten, “tanto acciones con un derecho preferente sobre el dividendo con una finalidad de saneamiento y recuperación económica, como acciones de voto plural con el objetivo de evitar una invasión de capital extranjero que se haga con el control de la economía²⁴¹”.

La desventajosa situación de la moneda alemana posibilita que los extranjeros puedan utilizar su propia moneda como medio de pago en la adquisición de acciones alemanas en

²³⁴ Vid. BEKKER, E.J.: “Beiträge zum Aktienrecht”, en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, nº 16, 1871, p. 712. AUERBACH, W.: *Das Actienwesen*, Frankfurt, 1873, p. 50. LEHMAN, K.: *Das Recht*, Geburtstag, Berlin, 1964, p. 77. ZÖLLNER, W.: *Kolner Kommentar zum Aktiengesetz*, Einleitungs-Band, München, 1984, p. 223. SIEBEL, U.R.: “Vorzugsaktien als hybride finanzierungsform und ihre grenzen”, en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, nº 161, 1997, pp. 642 y ss.

²³⁵ Esta Ley y su pretérita requiere un examen público oficial para constituir una sociedad por acciones.

²³⁶ La *Aktiennovelle* de 11 de julio de 1870 había establecido que el derecho de voto constituía un derecho mínimo para todo accionista, debiendo ser éste idéntico para todos los socios. Esto supuso que cuando la *Aktiennovelle* de 18 de julio de 1884, reguló las categorías de acciones con las *Prioritätsaktien*, éstas podían tener privilegios en el reparto de ganancias y en el reparto de la cuota de liquidación, pero no en los derechos políticos.

²³⁷ El § 185 de HGB señalaba que “el contrato social podrá fijar determinados derechos para ciertas acciones, especialmente en lo que se refiere al reparto de ganancias”.

²³⁸ Por su parte, el § 252 Inc. 2º de HGB establece que “si se emitieran varias categorías de acciones, el contrato social podrá determinar la importancia y extensión del voto para cada clase”.

²³⁹ Como ejemplo de esta especialidad, la Ley recoge las ventajas en las ganancias y en la cuota de liquidación. Cfr. *Handelsgesetzbuch*, 1897, § 252.

²⁴⁰ Vid. KÜBLER, F.: *Gesellschaftsrecht*, op. cit., 1998, p. 45.

²⁴¹ Vid. SCHMULEWITZ M.: *Die Verwaltungsaktie*, Herrschafts, Berlin, 1927, p. 29. DEPENBROCK, H.: *Zur Entwicklung und Bedeutung der Vorzugsaktien in der Aktienrechten der USA und im deutsche Aktienrechteine vergleichende Untersuchung*, Güteslosh, Westfalia, 1975, p. 28.

condiciones favorables. Las acciones de voto plural, raramente utilizadas con anterioridad, crecen espectacularmente. Son numerosas las sociedades que en este período emiten acciones de voto privilegiado reservadas a suscriptores nacionales, permitiendo únicamente a los inversores extranjeros la suscripción de acciones con un único voto por acción²⁴². A través del mayor peso del derecho de voto de las acciones poseídas por accionistas alemanes, se asegura la estabilidad en la dirección de la empresa, y se permite que este círculo pueda luchar contra las tentativas de adquisición externa, conservando su influencia sobre los socios.

Las acciones de voto plural se extienden al mercado del oro merced al Decreto *Goldmarkbilanzverordnung* de 1923²⁴³.

En el *JuristenTag*, que examina la reforma del Derecho de acciones, la Comisión propone en su informe, publicado en 1928, que el derecho de voto de las acciones pueda ser limitado o excluido. Esta propuesta adquiere gran difusión con el argumento de que la creación de esta clase de acciones permite obtener financiación preservando, dentro de la sociedad, las relaciones preexistentes de mayoría. Esta propuesta, unida a los Proyectos del Gobierno de reforma del Derecho de acciones de 1930 y 1931, que prevén y regulan la creación de acciones sin voto, da comienzo a una polémica. Por una parte, quienes defienden la conveniencia de admitir la emisión de acciones sin voto en el Derecho alemán, aduciendo razones para incentivar la financiación y la preservación de las mayorías existentes en la sociedad. Por otra parte, quienes se pronuncian en contra de la creación de esta figura, argumentando que el principio de que todas las acciones posean un voto forma parte de los pilares básicos del Derecho de acciones alemán; además afirman que el argumento sobre que el accionista no da valor al derecho de voto no basta para justificar esta medida. Las reticencias a la introducción de las acciones sin voto tienen como resultado el rechazo de su reconocimiento legal, aunque su oposición únicamente servirá para demorar su admisión, que se produciría, definitivamente, en la *Aktiengesetz* de 1937.

La *Aktiengesetz* de 30 de enero de 1937 afianza la posibilidad de crear categorías de acciones en el ámbito de los derechos patrimoniales del socio. Asimismo modifica, sustancialmente, las reglas para la emisión de acciones con diferenciación en el derecho de voto. Por un lado, la emisión de acciones de voto plural se limita a supuestos excepcionales; únicamente el Ministerio de Economía puede autorizar su emisión cuando lo aconsejen las necesidades de la empresa y los intereses de la economía nacional²⁴⁴. Por otro lado, este texto admite²⁴⁵ y regula²⁴⁶, por primera vez en un Derecho societario europeo continental²⁴⁷, la creación de acciones sin voto (*vorzugsaktien ohne stimmrecht*) como medio de obtención de capital. La emisión de acciones sin voto se limita cuantitativamente y se somete al cumplimiento de determinadas condiciones. El § 115.2 de la *Aktiengesetz* de 1937 establece que las acciones sin voto no puede superar un tercio del capital social del emisor. Las acciones sin voto privan de este derecho a su titular a cambio del reconocimiento de ventajas patrimoniales. El § 117.4 de la *Aktiengesetz* de 1937 establece que los titulares de acciones sin voto que no reciban sus privilegios económicos, recuperarán el derecho de voto²⁴⁸.

²⁴² “De esta forma, se garantizaba la mayoría de votos -y con ella la dominación de la empresa- a pesar de la pérdida de la mayoría de capital”. Vid. KÜBLER, F.: *Gesellschaftsrecht*, op. cit., 1998, p. 45.

²⁴³ Cfr. *Goldmarkbilanzverordnung*: 1923, p. 27-32.

²⁴⁴ Vid. VON CAEMMERER, E.: “La riforma della società per azioni del 1965”, en *Rivista delle Società*, 1967, p. 167.

²⁴⁵ Vid. § 12.2 de la *Aktiengesetz* de 1937.

²⁴⁶ Vid. §§ 115, 116 y 117 de la *Aktiengesetz* de 1937.

²⁴⁷ Vid. PORFIRIO CARPIO, L.: Las acciones sin voto en la sociedad anónima, La Ley-Actualidad, Madrid, 1991, p. 109.

²⁴⁸ Durante este tiempo, el número de emisiones de acciones sin voto fue escaso. “Las pocas que se emitieron fueron realizadas por empresas familiares y por sociedades públicas, que necesitaban financiación y no querían perder poder en la administración de las sociedades”. Vid. PORFIRIO: Las acciones sin voto ..., op. cit., p. 109.

La *Aktiengesetz* de 6 de septiembre de 1965²⁴⁹ establece el concepto legal de categoría de acciones (*aktiengattungen*)²⁵⁰, entendido como el conjunto de acciones que atribuyen los mismos derechos a sus titulares, siempre que estén previstas en los estatutos. La noción de categoría de acciones se basa en "diferencias en el contenido material de la posición jurídica de socio y no en las diferencias relacionadas con la transmisión de dicha condición de socio o en su contenido formal"²⁵¹. Por tanto, la noción de categorías de acciones está relacionada con la diversidad de derechos y obligaciones²⁵², y no es suficiente para constituir una categoría, la diferenciación entre acciones nominativas y al portador, títulos con y sin restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones, acciones completamente liberadas o no, títulos con distinto valor nominal, y por último, títulos cotizadas o no cotizadas. La *Aktiengesetz* de 1965 permite la emisión de tres figuras, complementarias a la acción ordinaria (*Stammaktie*), siempre que sean necesarios para salvaguardar los intereses de la economía en general: acciones privilegiadas en los derechos económicos (*vorzugsaktien*)²⁵³, acciones sin voto que deben llevar obligatoriamente una ventaja en los derechos económicos (*vorzugsaktien ohne stimmrecht*) y acciones de voto plural (*mehrstimmrechtsaktien*). Respecto a las acciones privilegiadas en los derechos económicos (*vorzugsaktien*), el § 11 de la *Aktiengesetz* de 1965 establece que "Las acciones podrán atribuir derechos diversos, especialmente en lo referente al reparto del beneficio²⁵⁴ y del patrimonio social"²⁵⁵. El § 12.1 de la *Aktiengesetz* de 1965 establece que toda acción atribuye el derecho de voto, sin embargo, es posible emitir acciones privilegiadas sin derecho a voto; de la misma forma prohíbe el voto plural, para posteriormente permitirlo en situaciones excepcionales²⁵⁶. Las acciones sin voto están reguladas en los §§ 139-141 de la *Aktiengesetz* de 1965. El § 139.2 de la *Aktiengesetz* de 1965 decreta un límite para la emisión de las acciones sin voto, ya que no podrá superar la mitad del capital social²⁵⁷. Sólo es posible emitir acciones sin voto si posee un privilegio en un derecho de naturaleza económica. El § 140.2 de la *Aktiengesetz* de 1965 dispone que si el dividendo no ha sido pagado en un año, y el retraso no es abonado en el año sucesivo conjuntamente con el dividendo privilegiado del año, los accionistas sin voto recuperarán este derecho, mientras no se haya satisfecho el pago del dividendo privilegiado. El § 141.2 de la *Aktiengesetz* de 1965 establece que pueden emitirse acciones sin voto con un privilegio en el reparto del patrimonio de liquidación de la entidad, cuando previamente existían acciones privilegiadas sin este derecho. La emisión de acciones de voto plural sigue teniendo carácter excepcional. El §12.2 AktG prohíbe genéricamente las acciones de voto plural pero permite excepcionalmente su creación mediante autorización de la máxima autoridad económica (*wirtschaftsminister*) del *Bundesland*, donde la sociedad tenga su domicilio social, siempre que sea necesario para proteger los intereses de la economía del Estado federado²⁵⁸.

A lo largo del siglo XX, el derecho alemán permite la utilización de acciones con voto plural. El proceso continúa así hasta la *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im*

²⁴⁹ La *Aktiengesetz* de 6 de septiembre de 1965 entró en vigor el 1 de enero de 1966.

²⁵⁰ Vid. § 23.3.4. de la *Aktiengesetz* de 1965.

²⁵¹ Vid. RITTER, C.: *Aktiengesetz*, 2ª ed., Water de Gruyter, Berlin, 1939, p. 35. Esta idea es complementada por el mismo autor que diferencia a lo largo de la obra entre tipos de acciones (*aktienarten*), grupos de acciones con las mismas características externas a la participación, y categorías de acciones (*aktiengattungen*), grupos de acciones con los mismos derechos atribuidos a los titulares.

²⁵² La doctrina afirma que las categorías de acciones se forman, no sólo si existe diversidad de derechos, sino también si existe diversidad de obligaciones, pues lo que caracteriza a la categoría no es que atribuya derechos diversos como que confiera una diferente posición jurídica. Vid. BRÄNDEL, O.C.: *Aktiengesetz. GroBkommentar*, Water de Gruyter, Berlin, 1992, pp. 246 y ss.

²⁵³ Las *vorzugsaktien* son acciones privilegiadas en los derechos económicos respecto a las acciones ordinarias (*stammaktien*).

²⁵⁴ La ley impide pagar intereses como rendimiento de las acciones (§ 57.2 *Aktiengesetz* de 1965).

²⁵⁵ Al introducir el adverbio "especialmente", podemos inferir que el texto permite la creación de privilegios en otros derechos. Esta opinión es compartida por PEÑAS MOYANO, B.: "Las categorías ...", *op. cit.*, 2008, p. 138.

²⁵⁶ Como analizamos a continuación, aunque las acciones de voto plural son ilícitas, podrán ser autorizadas por la máxima autoridad económica del *Bundesland* donde la sociedad tenga el domicilio social siempre que sea necesario para salvaguardar los intereses de la economía alemana.

²⁵⁷ La única alteración que sufrió la regulación de las acciones sin voto al trasladar la Ley de 1937 a la de 1965 es que el límite del tercio del capital social del emisor pasa a ser "hasta un valor nominal equivalente al de las restantes acciones en su totalidad". Cfr. § 115.2 de la *Aktiengesetz* de 1937 y § 139.2 de la *Aktiengesetz* de 1965.

²⁵⁸ Vid. ZÖLLNER, W.: *Kolner Kommentar zum Aktiengesetz*, Einleitungs-Band, München, 1984, p. 123.

Unternehmensbereich (KonTraG), de 27 de abril de 1998, donde se establece que el derecho de voto plural deja de existir a partir del 1 de junio del año 2003²⁵⁹. Además, el § 134 de la KonTraG eliminó los derechos de voto máximo, es decir, las estipulaciones estatutarias según las cuales un accionista sólo puede ejercer su voto hasta un importe determinado. Estas limitaciones eran un arma de defensa de las sociedades frente a adquisiciones hostiles, en concreto en materia de ofertas de adquisición de acciones. El legislador prohibió esta medida porque la consideraba un instrumento de defensa injusto y superfluo contra adquisiciones²⁶⁰, que además podría ser contrario al derecho comunitario.

En el mismo año 1998 se publica la Bundesgesetzblatt²⁶¹, en la que el legislador introdujo la figura de la acción sin valor nominal (*nennwertlose Stückaktie*), de tal forma que en la actualidad pueden emitirse acciones con o sin valor nominal. Sin embargo, la acción sin valor nominal viene referida a un capital social fijo²⁶², por lo que en todo momento es posible calcular su valor nominal²⁶³.

La reforma del Derecho de Sociedades alemán, materializada en los textos aprobados en 1998, tiene un rasgo característico: diferenciación, cada vez más pronunciada, entre la sociedad anónima cotizada y no cotizada.

Analizando el conjunto de las legislaciones alemanas, es posible afirmar que las acciones con voto plural estaban permitidas con carácter general hasta 1937, y con autorización estatal hasta el año 2003²⁶⁴. En ambos periodos de tiempo eran utilizadas fundamentalmente por las autoridades municipales, casi siempre por medio de "empresas suministradoras de energía"²⁶⁵. En la actualidad, la figura continúa prohibida (§ 12 AktG).

Las variaciones producidas en la legislación mercantil alemana sobre el privilegio del derecho de voto quedan resumidas en las siguientes líneas. La *Aktiennovelle* de 1884 no permite ni las acciones sin voto, ni las acciones con voto plural. La *Handelsgesetzbuch* de 1897 no permite las acciones sin voto, pero sí permite la emisión de acciones con voto plural. La única condición para ello es que las acciones con voto plural tengan privilegios económicos, es decir que no se limite únicamente a potenciar los derechos políticos. La *Aktiengesetz* de 1937 permite la emisión de las acciones sin voto y las acciones con voto plural. La condición en esta legislación es que la emisión de voto plural esté autorizada por el *Reich*, cuando lo aconsejen las necesidades de la empresa y los intereses de la economía nacional. La *Aktiengesetz* de 1965 también permite la emisión de acciones con voto plural y de acciones sin voto. La condición en este caso es que tenga la autorización de la máxima autoridad económica del *Länd*, cuando sea necesario para proteger los intereses de la economía. Por último, la *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* de 1998 permite las acciones sin voto²⁶⁶ aunque no las acciones con voto plural.

²⁵⁹ El § 12.2 de la KonTraG establece que no se permiten acciones de voto plural a partir de esa fecha, salvo que la junta de socios decidiera su continuidad, por una mayoría de tres cuartas partes del capital, sin que puedan participar los titulares de las acciones de voto plural.

²⁶⁰ La fundamentación oficial del gobierno alemán para eliminar los derechos de voto máximo se encuentran en el *Bundestag-Drucksachen* (BT-Drucks) 13/9713, § 20.

²⁶¹ Bundesgesetzblatt (BGBl), § 590.

²⁶² Este proceso está relacionado con la digitalización de las acciones en anotaciones en cuenta.

²⁶³ La fundamentación oficial del gobierno alemán para legislar las acciones sin valor nominal se encuentran en el *Bundestag-Drucksachen* (BT-Drucks) 13/9573, §§ 10 y ss. En este documento es posible reconocer como el legislador concede a la acción el carácter de valor mobiliario del mercado de valores, mientras que no la considera tanto, como un conjunto de derechos que constituyen la posición del socio.

²⁶⁴ Vid. HEIDER, *op. cit.*, 2000, p. 39, lo cita restringiendo la posibilidad de emisión hasta el año 1998.

²⁶⁵ Vid. KARSTEN SCHMIDT, H.C.: "La Reforma alemana: Las Kontrag y Transpug de 1998 y 2002, y el Código Cromme", *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 22, 19-34, 2004, p. 26.

²⁶⁶ En la actualidad, existe una limitación cuantitativa de la mitad del capital social (§ 139 AktG).

1.4.4. Francia

La utilización generalizada de las clases de acciones en Francia no se produjo hasta el siglo XX, cuando las sociedades de capital optaron por diseñar estructuras más complejas, lo que favoreció su reconocimiento legislativo, ya que "era necesario dotarlas de un marco jurídico propio"²⁶⁷. Inspiradas en la legislación alemana, la Ley francesa de 9 de julio de 1902 autorizó la emisión de acciones que confirieran privilegios a sus titulares, salvo que los estatutos lo prohibieran directa y expresamente²⁶⁸. Así aparecen reguladas por primera vez las *actions de priorité* o *actions privilégiées*, acciones que disfrutaban de ventajas sobre el resto de acciones: ya sea porque confieren derechos de preferencia sobre los beneficios y/o el activo social, o porque establecen privilegios sobre el voto. Las Leyes de 16 de noviembre de 1903 y 22 de noviembre de 1913 también autorizaron la emisión de acciones que confirieran privilegios económicos o sobre el derecho a voto a sus titulares, salvo que los estatutos lo prohibieran.

Desde 1902 hasta 1925 se produce, por un lado, "el afianzamiento de las acciones que atribuyen ventajas patrimoniales a sus titulares, y por otro lado, un número escaso de emisiones de acciones que reconocen privilegios sobre el derecho de voto"²⁶⁹. Durante los años 1925 y 1926, con la caída del franco, se produce una avalancha de acciones de voto plural; ante esta situación, comienza una continua y acusada censura doctrinal a las acciones de voto plural²⁷⁰. A estas críticas responde la Ley de 26 de abril de 1930 que, basándose en el principio de proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto, prohíbe la emisión de nuevas acciones de voto plural.

La Ley de 13 de noviembre de 1933 hace extensiva la prohibición a las acciones ya existentes, pues fija un plazo de dos años para la adaptación de aquellas acciones de voto plural que, creadas con anterioridad a 1930, sobrevivían aún en la práctica. La Ley de 13 de noviembre de 1933 prohíbe la existencia de cualquier acción que implique una desproporción entre poder de voto y valor nominal. La única excepción contemplada expresamente es la referida a la posible concesión de un voto doble a los titulares de acciones nominativas que se encuentren íntegramente desembolsadas, siempre y cuando se hubieran realizado dos años antes. Con ello, la Ley de 13 de noviembre de 1933 establece un sistema intermedio conciliador entre adversarios y partidarios del voto plural²⁷¹. Se refrenda la exigencia de proporcionalidad entre el derecho de voto y la cuota de capital social representada por cada acción, ya introducida en la Ley de 26 de abril de 1930, y a la que en noviembre de 1933 se le confiere carácter retroactivo, pero se admite la posibilidad de atribuir un voto doble a las acciones nominativas que cumplan dos condiciones: íntegramente desembolsadas y emitidas dos años antes.

La Ley de 26 de junio de 1957 introduce los *certificats pétrolier*, valores mobiliarios negociables que recogen todos los derechos inherentes a las acciones, salvo el de voto. Esta posibilidad, revolucionaria en la estructura de las sociedades anónimas francesas, permite que el Gobierno fije por Decreto en Consejo de Ministros las condiciones en las que el Estado, así como las personas jurídicas, públicas o privadas, que sean especialmente autorizadas por Decreto, estén habilitadas para emitir certificados negociables en representación de derechos

²⁶⁷ Vid. DANOS. G.: *Les actions a vote plural*, Université de Paris. Faculté de droit, Paris, 1922, p. 19. CORDONNIER, P.: «L'égalité entre actionnaires avant et depuis la Loi du 22 novembre 1913», *Journal des Sociétés*, 5-62, 1924, p. 5.

²⁶⁸ La Ley francesa de 9 de julio de 1902 modificó el Código de Comercio estableciendo que "salvo disposición contraria de los estatutos, la sociedad puede crear acciones privilegiadas, investidas del derecho de participar antes que las otras acciones en la repartición de los beneficios, o en la distribución del activo social".

²⁶⁹ Vid. HAMEL. J.; LAGABOE. G. ; JAUFFRET, A.: *Droit commercial*, Tomo 1, vol, 2, Dalloz, Paris, 1980, p. 242.

²⁷⁰ Vid. DANOS. G.: *Les actions a vote plural*, op. cit., p. 26-27, 31-34. THALLER, E.: "*Traité élémentaire de droit commercial*", Paris, 1930, p. 380. HAMEL. J.; LAGABOE. G. ; JAUFFRET, A.: *Droit commercial*, op. cit., 1980, p. 242.

²⁷¹ Vid. POTTIER, A.: *Les actions a vote plural*, op. cit., 1934, pp. 30 y 172. GAILLARD. P. E.: *Comment étudier la suppression des actions á vole privilégié pour la loi de 13 novembre*, 1938, Paris, p. 5.

atribuidos a acciones de sociedades de investigación, explotación y transformación de hidrocarburos que les pertenezcan, a excepción del derecho de voto en las asambleas generales. La emisión de estas acciones se limita a las sociedades de hidrocarburos con el objetivo de permitir al Estado conservar su posición prevalente sin renunciar a la obtención de recursos. Los certificados tienen características que pueden confundir a sus titulares con la posición de accionista, entre ellos, su representación nominativa o al portador y la atribución de derechos económicos, incluido el derecho de suscripción preferente. Para evitar esta calificación, aparte del argumento terminológico (se habla de certificados negociables y no de acciones), se entiende que "ni los poseedores de los certificados, ni el Estado o los entes asimilados titulares del derecho de voto pueden considerarse accionistas, puesto que no pueden ejercitar todos los derechos reconocidos a la acción"²⁷².

La Ley 66-537 de 24 de julio de 1966 de sociedades comerciales mantiene la situación anterior: se admite de forma generalizada la diversidad sobre derechos económicos del socio, mientras que el derecho de voto sólo puede, excepcionalmente, atribuirse en medida distinta a acciones nominativas²⁷³.

Las acciones sin voto (*actions a dividende prioritaire sans droit de vote*) no se admiten con carácter general en el Derecho francés hasta la Ley de 13 de julio de 1978 relativa a la "orientación al ahorro a la financiación de empresas" (Ley *Monroy*), cuyo régimen fue flexibilizado en 1983 por la Ley de 3 de enero de desarrollo de inversiones y protección del ahorro (arts. 269.1-269.9 *Loi sur les Sociétés Commerciales*). Los primitivos *certificats pétroliers* evolucionan, de un lado, en las *actions à dividende prioritaire sans droit de vote*, y de otra parte, en los *certificats d'investissement et de droit de vote*.

La *Loi Delors* de 3 de enero de 1983 sobre el "desarrollo de las inversiones y la protección del ahorro" (Ley *Delors*) prevé dos nuevas posibilidades de financiación ofrecidas a las empresas por acciones, sin exigir su pertenencia al sector público: los *certificats d'investissement représentatifs des droits pécuniaires* y los *titres participatifs*. Estos certificados, similares a las acciones, se configuran como un producto financiero creado a partir del fraccionamiento de la acción en dos títulos que se crean simultáneamente.

Los *certificats d'investissement représentatifs des droits pécuniaires* atribuyen los derechos económicos de la acción que, para estimular su suscripción, pueden incorporar dividendos privilegiados (*certificats d'investissement privilégiés*). Se trata de valores mobiliarios, negociables y nominativos, cuya creación compete a la asamblea general extraordinaria. Su emisión no puede superar la cuarta parte del capital²⁷⁴. Se acompañan de un número idéntico de certificados de voto (cada uno corresponde a una parte de los derechos atribuidos a las acciones) y su creación se produce o por un aumento de capital o por fraccionamiento de las acciones existentes. Su valor nominal es igual al de las acciones que corresponden, y atribuyen todos los derechos económicos de la acción, incluido el derecho de suscripción preferente.

Los *certificats de droit de vote représentatifs des autres droits* atribuyen el resto de los derechos en las asambleas generales de accionistas. Estos títulos, nominativos y no negociables, representan los derechos no económicos atribuidos a la acción. La emisión de estos certificados resulta especialmente interesante para la sociedad emisora, porque le permite aumentar sus fondos sin modificar el equilibrio de poderes.

La última reforma de la legislación sobre valores mobiliarios es la realizada en la *Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières*²⁷⁵.

²⁷² Vid. RAULT, J.: «Les certificats pétroliers», *Revue Droit Commercial*, 843-878, 1957, pp. 844-846. FABBRI, S.: «Il certificati petrolieri», *Rivista della Società*, 624-630, 1958, p. 629.

²⁷³ Arts. 174-176 *Loi sur les Sociétés Commerciales*.

²⁷⁴ *Loi sur les Sociétés Commerciales*: art. 283.1.

²⁷⁵ Diario Oficial de 26 de junio de 2004. Decreto de aplicación n° 2005-10 de febrero de 2005.

A partir de la emisión de esta Ley, no podrán emitirse las antiguas figuras de híbrido de capital no calificadas como acciones: préstamos participativos legalmente subordinados (*prêts participatifs*), *certificat d'investissement*, *certificat de droit de vote* y *actions a dividende prioritaire* (art. 31). Sin embargo, regula la emisión de un nuevo instrumento financiero híbrido con la calificación de acciones: la *action préférence*. Esta figura es la adaptación a la legislación francesa de las acciones preferentes utilizadas en los mercados anglosajones. Son acciones, cuyo contenido de derechos y obligaciones está sujeto a la libre determinación del emisor. La Ley contempla la posibilidad de aumentar y disminuir los derechos, tanto políticos como patrimoniales, de los títulos²⁷⁶. También permite la conversión de esas acciones en ordinarias.

Uniendo el análisis de las clases de acciones y el de híbridos financieros sin la calificación de acciones, es posible detallar las posibles figuras permitidas en cada legislación francesa. La Ley de 9 de julio de 1902, la Ley de 16 de noviembre de 1903 y la Ley de 22 de noviembre de 1913 admiten dos clases de acciones: *Actions de priorité* y *Actions privilégiées*. La Ley de 26 de abril de 1930 permite las dos citadas clases de acciones (*Actions de priorité* y *Actions privilégiées*), la novedad es que establece una expresa prohibición de emitir acciones de voto plural. La Ley de 13 de noviembre de 1933 no introduce novedad representativa sobre el tema: permite dos clases de acciones (*Actions de priorité* y *Actions privilégiées*) y expresamente prohíbe las acciones de voto plural. La Ley de 26 de junio de 1957 autoriza la emisión de dos clases de acciones (*Actions de priorité* y *Actions privilégiées*) y una figura que no puede ser considerada clases de acciones (*Certificats pétrolier*). En esta legislación, el derecho de voto sólo puede atribuirse en medida distinta a acciones nominativas o suprimirse a través de los *certificats pétrolier*, aunque nunca en acciones. La Ley de 24 de julio de 1966, nº 66-537 admite dos clases de acciones (*Actions de priorité* y *Actions privilégiées*) y dos figuras que no pueden ser consideradas clases de acciones (*Certificats pétrolier* y *Certificats d'investissement et de droit de vote*). La Ley de 13 de julio de 1978 (Ley Monroy) admite la emisión de tres clases de acciones: *Actions de priorité*, *Actions privilégiées* y *Actions a dividende prioritaire sans droit de vote*. Además, posibilita la emisión de cuatro figuras que no pueden ser consideradas clases de acciones: *Certificats d'investissement et de droit de vote*, *Certificats d'investissement représentatifs des droits pécuniaires*, *Titres participatifs* y Préstamos participativos legalmente subordinados (*prêts participatifs*). De la misma forma, la Ley de 3 de enero de 1983 de desarrollo de inversiones y protección del ahorro (arts. 269.1-269.9 *Loi sur les Sociétés Commerciales*) admite tres clases de acciones: *Actions de priorité*, *Actions privilégiées* y *Actions a dividende prioritaire sans droit de vote*. Además, esta Ley permite la emisión de cuatro figuras que no pueden ser consideradas clases de acciones: *Certificats d'investissement et de droit de vote*, *Certificats d'investissement représentatifs des droits pécuniaires*, *Titres participatifs* y Préstamos participativos legalmente subordinados (*prêts participatifs*). Por último, la *Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières* suprime todas las figuras anteriores pues sólo reconoce la posibilidad de emitir una figura que constituirá clase de acciones: *Actions préférence*.

Respecto a las variaciones producidas en la legislación mercantil francesa sobre el privilegio del voto, la Ley de 9 de julio de 1902, Ley de 16 de noviembre de 1903 y la Ley de 22 de noviembre de 1913 permiten la emisión de acciones sin voto y acciones con voto plural. Por el contrario, la Ley de 26 de abril de 1930 no admite la emisión de acciones sin voto ni con voto plural. La Ley de 13 de noviembre de 1933 no autoriza la emisión de acciones sin voto ni las acciones con voto plural como criterio general, pero posibilita la emisión de ambas figuras en determinadas situaciones. La Ley de 26 de junio de 1957 no permite la emisión de acciones sin voto ni con voto plural. La Ley de 24 de julio de 1966, nº 66-537 tampoco permite la emisión de acciones sin voto ni las acciones con voto plural. La Ley de 3 de enero de 1983 de desarrollo de inversiones y protección del ahorro (arts. 269.1-269.9 *Loi sur les Sociétés Commerciales*) sí permite la emisión de acciones sin voto pero no las acciones con voto plural. Igualmente, la

²⁷⁶ Respecto a los privilegios económicos permitidos, desde la reforma de 2004, es posible la emisión de acciones con un dividendo privilegiado para un número concreto de ejercicios sociales.

Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières sí admite la emisión de acciones sin voto²⁷⁷ aunque no las acciones con voto plural.

1.4.5. Italia

A pesar de que el Código de Comercio italiano de 1882 “estuvo amenazado por repetidos intentos de reforma que llevaron a una gran cantidad de propuestas para modificarlo” (Proyectos de 1922, 1925 y 1940)²⁷⁸ el Código perduró mucho tiempo²⁷⁹. El último de estos proyectos, el de 1940, propone, tanto el amplio reconocimiento de las clases de acciones²⁸⁰, como la diferenciación entre acciones de control y acciones de financiación de la sociedad. El fruto de estos trabajos es la admisión, en el *Codice Civile* de 1942, de la posibilidad de crear clases de acciones con un contenido diverso, no sólo en el ámbito de los derechos patrimoniales del accionista, sino también, aunque con muchas más cautelas, en el plano de los derechos administrativos.

En 1942, el Código Civil italiano opta por prohibir la emisión de nuevas acciones de voto plural²⁸¹, sin embargo, introduce las acciones de voto limitado (*Codice Civile*, art. 2351.2). Esta particular clase de acciones, privilegiadas en derechos patrimoniales pero con un derecho de voto limitado²⁸², se considera un medio de financiación contrapuesto a las acciones ordinarias con características de instrumento de control. Su reconocimiento se justifica por la constatación de que, en especial en las sociedades de grandes dimensiones, algunos accionistas estaban poco motivados a tener un comportamiento activo en la gestión social. Por ello parece oportuno crear clases, sin derecho de voto en las decisiones ordinarias de la vida social, pero que lo conservan en la adopción de las decisiones más importantes objeto de deliberación por la asamblea extraordinaria. Esta pérdida parcial del derecho de voto se contrarresta con el reconocimiento de algunas ventajas patrimoniales.

El reconocimiento legal de las acciones sin voto se produce más tarde. El debate sobre la reforma de la sociedad anónima en Italia respecto a la introducción de las acciones sin voto dio lugar a prolongadas discusiones doctrinales²⁸³. Al final triunfa la opinión mayoritaria que observa, en la emisión de acciones sin voto, una solución al absentismo accionarial. En 1974, la Ley sobre Reforma Parcial del Mercado de Valores Mobiliarios y del Régimen Fiscal de las Acciones, en sus arts. 14, 15 y 16, introduce las *azioni di risparmio*.

El *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996* (Decreto Legislativo [Dlgs] de 24 febrero de 1998, n° 58) introdujo cambios significativos en la disciplina de las sociedades cotizadas, incorporando un régimen propio, y diferenciado de las sociedades no cotizadas, para las sociedades con acciones cotizadas. Esta modificación afectó a las *azioni di risparmio* que, en la línea de las reformas realizadas en la legislación española en 1998, se someten a un estatuto jurídico más flexible cuando la sociedad emisora tiene la condición de cotizada²⁸⁴.

²⁷⁷ El art. L. 288-11 del *Code de Commerce* francés establece que no se pueden poseer acciones sin voto por encima del 50% del capital social en sociedades no cotizadas y al 25% en empresas cotizadas.

²⁷⁸ Vid. MOSSA, L.: *Historia del derecho mercantil en los siglos XIX y XX*, Madrid, 1948, p. 161.

²⁷⁹ *Ibidem.*, p. 161.

²⁸⁰ Las primeras emisiones de acciones privilegiadas, realizadas por empresas italianas, fueron realizadas en el año 1884. Vid. GASPERONI, NICOLA: *Las Acciones de las Sociedades Mercantiles*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1950, p. 162.

²⁸¹ Exclusivamente pueden conservarse las existentes antes del 27 de febrero de 1942 o las emitidas con ocasión de un aumento de capital acordado con anterioridad a la entrada en vigor del Libro V, el 21 de abril de 1942 (*Codice Civile*, art. 212).

²⁸² Las acciones no pueden denominarse “sin voto” porque sí tienen voto en la adopción de las decisiones más importantes objeto de deliberación por la asamblea extraordinaria. Es más adecuado denominarlas con voto limitado.

²⁸³ Estas discusiones doctrinales están “recogidas en los trabajos parlamentarios y en los diferentes proyectos presentados: Proyecto Villabruna, La Malfa e Lombardi, Alpino, Ferioli e Trombetta”. Vid. SCOTTI, S.: *La riforma delle società di capitali in Italia*, Milano, 1966, p. 275.

²⁸⁴ Decreto Legislativo [Dlgs] de 24 febrero de 1998, n° 58, arts. 145-147.

La reforma del Derecho de Sociedades italiano continúa con la constitución de la Comisión Mirone, cuyo proyecto hizo suyo el gobierno el 26 de mayo de 2000. El texto definitivo fue aprobado el 10 de enero de 2003, publicado como Dlgs 24-2-2003²⁸⁵. El Dlgs 24-2-2003 permite a la sociedad anónima recurrir a una tipología amplia de instrumentos financieros²⁸⁶, ya no restringidos al binomio acciones-obligaciones, sino extendida a acciones sin voto, acciones sin voto limitado a asuntos determinados, acciones con derecho de voto subordinado, acciones con derechos relacionados con la actividad de un determinado sector y a los instrumentos financieros para la asignación de obras y servicios.

La Reforma del Derecho italiano de 2003 permitió emitir una figura muy novedosa, las *azioni correlate*²⁸⁷, que atribuyen a sus titulares derechos económicos vinculados a los resultados de la actividad social de un determinado sector (*patrimoni destinati ad uno specifico affare*)²⁸⁸.

La *Legge n° 262 del 28 dicembre 2005 de Consob*²⁸⁹, última modificación del Dlgs 24-2-1998, mantuvo la regulación de las *azioni di risparmio*.

En la actualidad, el legislador italiano concede una profunda liberalización en la configuración de las distintas categorías de las acciones. Por un lado, permite modular, condicionar y limitar el derecho de voto que incorporan las acciones (art. 2351 *Codice Civile*). Por el otro regula un gran número de figuras: *azioni di godimento* (art. 2353 *Codice Civile*), *azioni di risparmio* (art. 145 y ss. *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996*), *azioni a favore dei prestatori di lavoro* (art. 2349 *Codice Civile*), *azioni con speciali diritto in ordine agli utili ed al patrimonio residuo* (art. 2350 *Codice Civile*), *azioni correlate* (art. 2447 *Codice Civile*) y *azioni riscattabili* (art. 2437-*sexies* *Codice Civile*).

1.5. REGULACIÓN EN EL DERECHO ESPAÑOL

Hasta el año 1951, la legislación mercantil española "mantiene un absoluto principio de igualdad formal de derechos entre todos los accionistas"²⁹⁰ que componen una sociedad anónima²⁹¹. El art. 37 de la LSA de 1951 modifica esta situación, al considerar el principio de

²⁸⁵ La reforma de derecho de sociedades de 2003 "está inspirada en la Corporate Law estadounidense". Vid. MATTEI, "La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acústica?", *op. cit.*, p. 616. Con esta reforma se ha pasado de un sistema cerrado de clases de acciones a uno abierto. Vid. PISANO MASSAMORMILE, A.: "Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi", *Rivista delle Società di Capitali*, n° 48, 2003, pp. 1268-1275. NOTARI, M.: "Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi", en *Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003.

²⁸⁶ Decreto Legislativo [Dlgs] de 24 febrero de 1998, n° 58, art. 2346.6, art. 2349.2; art. 2351.

²⁸⁷ Cfr. *Codice Civile*, art. 2350, párs. 2 y 3, arts. 2447 bis y ss.

²⁸⁸ Estas acciones están inspirados en las *tracking stocks*, *lettered stocks*, *targeted stocks* o *alphabet stocks* características del Derecho societario estadounidense.

²⁸⁹ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob): http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58_2004.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=10#a45.

²⁹⁰ Vid. CUESTA RUTE DE LA, J. M.: "Clases especiales de acciones y su problemática", *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, n° 106-107, julio-octubre, 1973, pp. 923. AGUILERA RAMOS: "Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas, en AA.VV., en *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. 11, vol. I (Capital y acciones), Madrid, 1994, p. 157.

²⁹¹ El principio de igualdad de los accionistas contiene dos vertientes: igualdad formal (*Gleichberechtigung*) e igualdad funcional (*Gleichbehandlung*). Vid. HENN, G. "Die Gleichbehandlung der Aktionäre in Theorie und Praxis", *Die Aktiengesellschaft: Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen*, 1985, pp. 242-243. La igualdad formal incide en los derechos incorporados a la acción y atribuidos a los accionistas, mientras que la igualdad funcional enfoca la actuación de la sociedad hacia sus socios. Sobre la igualdad formal pueden existir dos interpretaciones, que se concedan los mismos derechos a todos los accionistas, o a todos los accionistas de la misma clase. La igualdad funcional de tratamiento de los accionistas implica tratar a todos los accionistas por igual, considerando a la vez las distintas posiciones jurídicas que éstos pueden ocupar; "dándose las mismas circunstancias, las ventajas de los socios

igualdad como un elemento no absoluto, limitado al ámbito de cada clase de acciones²⁹². Con la introducción de este artículo, y hasta la actualidad, se reconoce la existencia de derechos diversos entre los accionistas de una misma compañía. El principio de igualdad²⁹³ de derechos entre accionistas debe ser entendido, por tanto, por referencia al ámbito de la clase de acción, de forma que solamente gozará de vigencia absoluta cuando no existan distintas clases, mientras que cuando el capital esté dividido en distintas clases de acciones, el principio de igualdad tendrá una vigencia relativa limitada al ámbito de la correspondiente clase²⁹⁴.

1.5.1. Proyecto de reforma de 1926

La indefinición del Código de Comercio de 1885 en materia de sociedades anónimas generó críticas que incidieron en la ineludible necesidad de su modificación. En este contexto surge el Proyecto de Reforma de 19 de agosto de 1926, obra de la Comisión de Codificación, "que constituye el primer intento de dotar un régimen propio a las acciones que atribuyen derechos diversos"²⁹⁵.

El Proyecto de reforma de 1926 permite emitir acciones privilegiadas en los derechos económicos del socio, siempre que se respeten tres límites. En primer lugar, no puede suprimirse el derecho de fiscalización inherente a la cualidad de socio que tengan los titulares de acciones ordinarias. En segundo lugar, el privilegio reconocido a los titulares de acciones preferentes no puede suponer la totalidad de los beneficios. Por último, el legislador admite la creación de clases de acciones en el ámbito de los derechos patrimoniales, pero rechaza la diversidad en el plano de los derechos políticos y, en concreto, en cuanto al derecho de voto. La razón esgrimida por el Proyecto de reforma de 1926 para rechazar la introducción de desigualdades en la atribución del derecho de voto, es que éste posee carácter esencial, de modo que no sólo debe concederse a todos los accionistas, sino que además, ha de atribuirse en igual medida a todos ellos. Esto supone la prohibición de emitir acciones sin voto y acciones de voto plural.

1.5.2. Ley de Sociedades Anónimas de 1951

El impulso reformista de la sociedad por acciones se retoma con el Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas elaborado por la Sección de Reforma del Derecho Privado del Instituto de Estudios Políticos y publicado en 1947. El Anteproyecto considera que las acciones pueden ser ordinarias y privilegiadas y admite la existencia de diferentes clases o series de acciones. Eso sí, en ningún caso admite que pueda quebrantarse la proporcionalidad entre el capital y el derecho de voto.

no deberían ser distintas", estando prohibido un trato desigual arbitrario. *Vid.* CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2007, p. 86.

²⁹² El principio de igualdad formal, de carácter absoluto "había sido fraguado en el Código de Comercio francés de 1807". *Vid.* AGUILERA RAMOS: "Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas, en AA.VV., en *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. 11, vol. I (Capital y acciones), Madrid, 1994, p. 157. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2007, p. 72.

²⁹³ En la legislación mercantil española no hay un expreso reconocimiento societario del principio de igualdad, tal como viene contemplado en el art. 42 de la Segunda Directiva CE. El Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles advierte que sería conveniente, para evitar dudas, incluir un art. que, bajo el rótulo de igualdad de trato, disponga que "la sociedad deberá dar un trato igual a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas". La STJCE de 18 de diciembre de 2008 declara un incumplimiento del art. 42 de la Segunda Directiva CE en los arts. sobre el derecho de suscripción preferente en el Derecho positivo español.

²⁹⁴ En el caso de una igualdad relativa, el principio de igualdad recae "sobre la acción misma (igualdad objetiva) y no sobre el accionista (igualdad subjetiva)". *Vid.* CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2007, p. 83.

²⁹⁵ *Vid.* GARRIGUES, J.: *Hacia un nuevo Derecho Mercantil*, Madrid, 1971, p. 21.

El Anteproyecto del Instituto de Estudios Políticos es abierto por el Ministerio de Justicia a información pública por Decreto de 20 de mayo de 1949. Tras las modificaciones recogidas en él, ve la luz la Ley de Sociedades Anónimas de 17 de julio de 1951 (LSA), que trata de manera específica la emisión de acciones que atribuyan derechos diversos. Las características fundamentales de este texto son cuatro: la equivalencia entre clases y series, el principio de igualdad de derechos, las limitaciones a la creación de clases de acciones y, por último, el principio de proporcionalidad entre el capital y el derecho de voto.

a. Equivalencia entre clases y series

La LSA de 1951 realiza una equivalencia entre los conceptos clase y serie. Esta sinonimia quedará claramente eliminada en el TRLSA de 1989.

b. Principio de igualdad de derechos

La Ley establece la conveniencia de mantener el principio de igualdad de derechos entre los accionistas, "siempre que se trate de acciones de la misma clase o serie" (Preámbulo II de la LSA de 1951). Por primera vez, la legislación española introduce el concepto de clase o serie como conjunto de acciones agrupadas en función de un contenido de derechos idéntico. Dentro de la misma clase o serie debe respetarse el principio de igualdad de derechos de las acciones²⁹⁶.

El art. 39 LSA establece tres derechos mínimos: participar en el reparto de ganancias, suscribir la emisión de nuevas acciones con carácter preferente y votar en las juntas generales. No sólo quedan incluidos estos derechos (porque el artículo dice de modo expreso que esos derechos son un mínimo que la acción confiere), sino que también deben figurar todos los que la misma Ley en otros artículos o los estatutos sociales puedan establecer.

c. Limitaciones a la creación de clases de acciones

La Exposición de Motivos de la LSA de 1951 mantiene un cierto recelo hacia la creación de clases o series de acciones: "los privilegios, aún encarnados en acciones de distinta serie o clase, ofrecen siempre un margen de peligro, y sólo pueden admitirse cuando existen razones poderosas que lo aconsejen". Los prejuicios sobre esta categoría jurídica explicitados por la Ley, no están suficientemente justificados, porque el peligro no estriba en el reconocimiento de derechos diversos a los accionistas, lo que puede venir dado por el interés de los socios o de la propia sociedad, sino que el riesgo estaría originado en la ausencia de un marco legal apropiado para su desarrollo que genere abusos o discriminaciones²⁹⁷.

En la medida en que se entiende que la creación de clases de acciones ofrece siempre un margen de peligro, se establece un sistema riguroso de formalidades, requisitos y garantías. La creación de acciones que confieran cualquier tipo de privilegio frente a las ordinarias, en una sociedad ya constituida, debe someterse a las formalidades prescritas para la modificación de los estatutos sociales (art. 38.1 LSA). La creación de clases de acciones exige un acuerdo adoptado en junta general ordinaria o extraordinaria a la que concurren, en primera convocatoria, al menos, las dos terceras partes del número de socios y del capital desembolsado si las acciones fuesen nominativas, o las dos terceras partes del capital desembolsado cuando sean al portador; en segunda convocatoria se exige que concurren la mayoría de los accionistas y la representación de la mitad del capital desembolsado o sólo la mitad del capital desembolsado si las acciones fuesen al portador (arts. 58, 84 y 85.2 LSA).

El legislador establece el procedimiento para la creación de clases de acciones en una sociedad ya constituida, sin embargo, no se pronuncia sobre la posibilidad de su creación en el

²⁹⁶ En estos términos se manifiesta el art. 37 de la LSA al establecer que «las acciones de la misma serie o clase serán de igual valor y conferirán los mismos derechos».

²⁹⁷ Además, es falso equiparar desigualdad de derechos con privilegio, ya que no necesariamente una situación de derechos diversos va unida a la concesión de un privilegio.

momento de la fundación de la sociedad. El silencio de la LSA permitía una doble interpretación. En primer lugar, de carácter negativo, entendido como rechazo a este procedimiento. Esta interpretación tendría su mejor argumento en el espíritu de la norma de admitir "los privilegios sólo cuando existan razones poderosas que lo aconsejen" (Exposición de Motivos LSA). En este sentido, podría pensarse que se pretende restringir la creación de clases de acciones a aquellos supuestos en los que concurren graves circunstancias económicas, y esto no va a ocurrir al constituir una sociedad. En segundo lugar, surge una interpretación de carácter positivo, en nuestra opinión adecuada. El legislador no prevé el procedimiento de creación de clases de acciones al constituir la sociedad porque no es necesario; basta, y así se recoge en el art. 11.3.º.f LSA, con que "en los estatutos se haga constar la categoría o serie de las acciones en que se divida el capital social"²⁹⁸.

d. Principio de proporcionalidad entre el capital y el derecho de voto

La LSA de 1951 consagra el respeto al principio de proporcionalidad entre el capital de la acción y el derecho de voto. Ello supone que la LSA se decanta por admitir la creación de clases de acciones en el ámbito de los derechos patrimoniales del accionista, pero rechaza la diversidad en el plano de los derechos políticos del socio y, específicamente, en cuanto al derecho de voto. El derecho de voto se configura "como un derecho esencial"²⁹⁹ que debe atribuirse al accionista de forma proporcional. Con ello se cierra el paso, por un lado, al reconocimiento de acciones desprovistas de derecho de voto o con voto limitado, y por el otro, la emisión de voto plural. La limitación de derecho de voto fue puesta en duda doctrinalmente porque en esa época la emisión de acciones sin voto o con voto limitado empieza a admitirse en el derecho comparado.

El art. 38 de la LSA prohíbe expresamente la creación de acciones de voto plural, basándose en la correlación que debe existir entre el valor nominal de cada acción y el capital social. La Exposición de Motivos de la LSA establece que "el respeto al principio de la proporcionalidad conduce (...) a la supresión de las acciones de voto plural". La imposibilidad de utilizar esta figura tiene su origen en la prohibición de la emisión de acciones de voto plural en la mayoría de las legislaciones de los países europeos continentales. Al objeto de no perturbar el funcionamiento de las sociedades ya existentes, se permite la subsistencia de las acciones de voto plural en las sociedades que las tuvieran reconocidas en sus estatutos. En este sentido, la D.T. Séptima de la LSA concede, a las sociedades que poseyeran acciones de voto plural, la posibilidad de conservarlas temporalmente. Aunque no se fija un específico plazo de adaptación, se entiende aplicable la D.T. Vigésimo Primera de la LSA que, con carácter general, establece un plazo de dos años para que las sociedades adapten sus estatutos en todo aquello que esté en contradicción con el articulado de la Ley, por lo que las acciones de voto plural existentes pueden conservarse un máximo de dos años desde la entrada en vigor de la LSA.

A pesar de la prohibición de emitir acciones de voto plural en la LSA de 1951, y la pervivencia de esta prohibición en el TRLSA de 1989, existe una norma, emitida entre ambas fechas, "que parece permitir esta figura"³⁰⁰. El art. 10.2 de la Ley 27/1984, de 26 de julio, sobre reconversión y reindustrialización, prescribe que "las nuevas acciones emitidas por las sociedades en reconversión gocen de iguales derechos políticos a las antiguas acciones de máximo valor nominal, aun cuando las nuevas emitidas en caso de ampliación de capital puedan tener un valor nominal inferior a las antiguas".

²⁹⁸ A esto hay que añadir que "no siempre la creación de una clase de acciones tiene que venir aconsejada por razones económicas; existen otro tipo de motivos, tan poderosos como los anteriores, que pueden justificar la creación de una clase de acciones al constituir la sociedad". *Vid.* GARRIGUES, J.; URÍA, R.: *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, T I, 1ª edición, Madrid, 1952, p. 385.

²⁹⁹ *Cfr.* Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de mayo de 1965, RA 2603.

³⁰⁰ *Vid.* BROSETA PONT, M.: *Manual de Derecho Mercantil*, Tecnos, Madrid, 1994, p. 272.

1.5.3. TRLSA de 1989

Aunque el movimiento de reforma de la LSA de 1951 se inicia en los años 70, culminando con el Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 1979, la reforma del Derecho español de sociedades anónimas se producirá algunos años después, impulsada por la adhesión de España a la Comunidad Económica Europea y la consiguiente necesidad de adaptar el Derecho español a las Directivas comunitarias en materia de sociedades³⁰¹. El Ministro de Justicia encomienda la reforma y adaptación a la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, que elabora un Anteproyecto de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades, aprobado el 17 de junio de 1987. El Anteproyecto de 1987 mantiene la diversidad en derechos patrimoniales, reafirma la prohibición de emitir acciones de voto plural y admite y regula la figura de las acciones sin voto. Las intensas críticas vertidas a este texto llevaron a su revisión por la Secretaría General Técnica del Ministerio de Justicia, que culminó su tarea con un informe fechado el 16 de octubre de 1987. El Ministerio de Justicia elaboró un nuevo Anteproyecto que se dio a conocer el 19 de enero de 1988; el 8 de abril de ese mismo año el Consejo de Ministros remitió al Congreso el Proyecto de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas CEE en materia de sociedades. Finalmente, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA) se aprobó por R.D. Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre³⁰².

El TRLSA desarrolla la regulación de las clases de acciones en los arts. 9, 22, 24, 49, 90, 91, 92, 105 y 244.2. Por su parte, las acciones privilegiadas son regladas en el art. 53.

Las aportaciones del TRLSA para regular las clases de acciones son cuatro: diferenciación entre clases y series, desarrollo de limitaciones para el establecimiento de clases con privilegio sobre derechos patrimoniales, la inclusión por primera vez de las acciones sin voto y, por último, la especificación de instrumentos para garantizar la tutela de las clases de acciones.

a. Diferenciación entre clases y series

El art. 49, denominado "clases y series de acciones", establece que: Las acciones pueden otorgar derechos diferentes, constituyendo una misma clase aquéllas que tengan el mismo contenido de derechos. Cuando dentro de una clase se constituyan varias series de acciones, todas las que integren una serie deberá tener igual valor nominal".

En la redacción de la LSA de 1951 se hablaba indistintamente de clases o series de acciones, independientemente que fuese por diferencia en el contenido de derechos, en el valor nominal o en ambos elementos a la vez³⁰³. La redacción del TRLSA matiza ambos conceptos, reservándose la denominación de clase para aquellas que tengan distinto contenido de

³⁰¹ Vid. Primera Directiva de la Comunidad Económica Europea 68/151, Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea 77/91, Tercera Directiva de la Comunidad Económica Europea 78/855, Cuarta Directiva de la Comunidad Económica Europea 78/660, Sexta Directiva de la Comunidad Económica Europea 82/891, Séptima Directiva de la Comunidad Económica Europea 83/349 y Octava Directiva de la Comunidad Económica Europea 84/253.

³⁰² Este apartado recoge la regulación del tema en el TRLSA y las leyes posteriores que modifican su contenido.

³⁰³ En una primera aproximación, puede parecer que la MBCA estadounidense trata los términos clase y serie como sinónimos. Sin embargo, esto no es así. La propia legislación, para desembarazarse de la dicotomía entre *common* y *preferred stocks*, a favor de una mayor variedad de clases, establece que pueden emitirse diferentes series de acciones dentro de las dos categorías clásicas de acciones (*common* y *preferred stocks*). Vid. HAMILTON: *The Law of Corporation, op. cit.*, 1996, p. 210. La doctrina establece otras diferencias entre clases o series. Por un lado, algunos autores afirman que las más modernas legislaciones de los distintos Estados de la Unión establecían la posibilidad expresa de que una sociedad tuviese simultáneamente varias clases de acciones privilegiadas, con distintos privilegios, y que cada clase podía dividirse en series con preferencias más específicas dentro de cada serie. Vid. VARGAS VARGAS, M.: *La sociedad anónima ...*, *op. cit.*, 1964, p. 156. Otra parte de la doctrina diferencia entre los dos términos en función de su modo de creación: por los *articles of incorporation* en el caso de la *class* y por el *board of directors* en el caso de las *series*. Vid. HAMILTON: *The Law of Corporation, op. cit.*, 1996, p. 210.

derechos; y dentro de cada clase, aquellas que tengan distinto valor nominal constituirán diferentes series. Así, pues, si en una sociedad anónima sólo existen diferentes series de acciones, quiere decir que existen distintos valores nominales, pero no diferentes derechos. Igualmente, si solamente existen distintas clases en el capital social, quiere decir que sólo existen diferencias de derechos, pero no distintos valores nominales de las acciones.

El art. 42 de la Segunda Directiva de la CEE expresa claramente que las legislaciones de los Estados miembros "garantizarán un trato igual de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas", afirmación que debe ser observada, en todo momento, por el ordenamiento español³⁰⁴.

b. Desarrollo de limitaciones para el establecimiento de clases con privilegio sobre derechos patrimoniales

El art. 38 LSA consideraba ilícita la creación de acciones de voto plural, sin embargo, no se establecían criterios generales para la emisión de clases de acciones con privilegio sobre derechos patrimoniales. Por su parte, el art. 50 del TRLSA, denominado "acciones privilegiadas", establece que "para la creación de acciones que confieran algún privilegio frente a las ordinarias, habrán de observarse las formalidades prescritas para la modificación de estatutos. No es válida la creación de acciones con derecho a percibir un interés, cualquiera que sea la forma de su determinación, ni la de aquellas que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto o el derecho de suscripción preferente".

En el articulado existen tres prohibiciones: concesión de un interés, ruptura de la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto, y derogación del derecho de suscripción preferente.

Teniendo en cuenta este artículo se prohíbe la creación de acciones con derecho a un interés, figura sí permitida hasta ese momento por no existir observación legal que lo impidiese. Con esta modificación se pretende evitar que algunos accionistas privilegiados acaparasen el beneficio social por la vía indirecta de tener asegurado un interés fijo, independiente de los resultados. Sin embargo, la remuneración de las acciones sin voto prevista en el TRLSA es muy cercana a un interés.

De la misma forma, el legislador prohíbe cualquier forma de alteración de la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto³⁰⁵. En esa mención se incluyen las acciones de voto plural y las acciones con derecho de veto en los acuerdos sociales, pero no las acciones sin voto reconocidas expresamente. Con su reconocimiento, se incluye una excepción al principio de proporcionalidad entre la extensión del derecho de voto atribuido por las acciones y el capital representado por ellas, que pretende salvaguardar el art. 50 TRLSA.

Por lo que se refiere a las acciones de voto plural, estaban expresamente prohibidas por el art. 38, párr. 2º, primer inciso, de la LSA de 1951. El TRLSA no hace referencia expresa a las acciones de voto plural, pero al prohibir, en el art. 50, cualquier forma de alteración en la

³⁰⁴ Importantes son las referencias jurisprudenciales sobre esta materia. Es nulo el acuerdo de modificación de los estatutos sociales que limite la asistencia a las Juntas de los accionistas empleados por sus acciones de distinta clase o grupo del resto, ya que todos los títulos representativos de las acciones son iguales y no ofrece duda que no cabe mermar los derechos de unas acciones después de su emisión por diferencias personales de los accionistas o tenedores de ellas (TS 11-10-1963). La existencia de las diversas clases de acciones debe establecerse en el momento de la emisión (TS 11-10-1963).

³⁰⁵ Esta formulación es la materialización del principio "una acción, un voto" incluido expresamente en muchas legislaciones de nuestro entorno. Este principio no se aplica a las acciones sin voto, que regula expresamente.

proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto, se está negando la emisión de tal tipo de acciones³⁰⁶.

Respecto a la atribución, a ciertas acciones, del derecho de veto de los acuerdos sociales legítimos, se entiende que, por el mismo principio de proporcionalidad de voto y acción preconizado en el TRLSA, no son admisibles ahora.

Por último, el art. 50 del TRLSA prohíbe la derogación del derecho de suscripción preferente de los titulares de las acciones. En concordancia con el art. 47 TRLSA, habrá que ampliar el citado derecho a las nuevas acciones y a las obligaciones convertibles.

c. Inclusión de las acciones sin voto

Respecto a las clases de acciones, el gran hito del TRLSA es la regulación, por primera vez, de las acciones sin voto. Esto supone que la figura es la primera clase de acciones legislada expresamente en el Derecho español.

Una sociedad anónima y, por extensión, una sociedad comanditaria por acciones, puede emitir acciones sin voto conforme a las prescripciones legales (arts. 90-92 TRLSA). Su inclusión se enmarca en la tendencia del conjunto de ordenamientos cercanos, favorable a la emisión de acciones sin voto bajo determinadas condiciones.

El fundamento para su creación es que en las grandes sociedades anónimas resulta imposible reunir en junta general a todos los socios y, además, se aprecia un creciente desinterés de los pequeños accionistas en la marcha de la gestión social. Aunque se proponen diversos medios para recuperar el interés del accionista en la junta general, aumentando y facilitando el ejercicio de algunos derechos, se opta por la admisión de nuevas fórmulas de participación entre las que se encuentran las acciones sin derecho de voto, como mecanismo para dar respuesta a los nuevos intereses de un concreto sector accionario. Al suscriptor de esta clase de acciones se le institucionaliza, así, como un inversor³⁰⁷.

³⁰⁶ No sólo se infringe el supuesto legal en los casos de creación directa de acciones con voto múltiple, sino también cuando el objetivo se alcanza por vía indirecta mediante procedimientos que provocan igualmente una ruptura en la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto (RDGRN de 24-9-1975).

³⁰⁷ El Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 30 de mayo de 1979 recogía, como una de las innovaciones más importantes del capítulo tercero «Acciones y derechos del accionista» las acciones sin voto (arts. 43 y 44). En su Exposición de motivos decía que “como es sabido, uno de los problemas fundamentales de las sociedades anónimas consiste en la falta de interés de los accionistas de las grandes sociedades en participar en la solución de los asuntos sociales, que se traduce en el absentismo en las juntas generales, con la consecuencia de que, a pesar de la prohibición establecida en la Ley de 1951, son las entidades de crédito depositarias de las acciones quienes acuden a las juntas por medio de sus personas de confianza en representación de sus clientes, pero haciendo a veces uso de esa representación en su propio provecho, cuando no reciben instrucciones concretas del depositante.

Esta problemática no es peculiar de nuestro país y así lo demuestra el hecho de que otros ordenamientos hayan tratado de buscar solución al problema por una doble vía: regulando estrictamente las condiciones en que las entidades de crédito deben ofrecer a los accionistas, o creando las llamadas acciones sin voto para aquellos accionistas que desean participar en la vida social. Ambas vías se conjugan en el presente Anteproyecto.

La clasificación de las acciones se basa en la idea de que el accionista de las grandes sociedades que cotizan en Bolsa, más que verdadero accionista entendido como socio, en un inversor, cuyo único interés radica en la obtención de unos beneficios, pero que no está interesado en acudir a las juntas de la sociedad. ¿Si esto es así para qué atribuir derecho de voto a quien no le interesa?. Más vale ofrecerle unas acciones que no dan derecho a votar, pero que atribuyen a su titular un privilegio en cuanto al reparto de los beneficios sociales, que es precisamente lo que atrae, en principio al menos, al inversor.

Ésta es la razón que explica la introducción de las acciones sin voto en el Anteproyecto. Se trata, como su nombre indica, y debe figurar destacadamente en los títulos, de acciones que no atribuyen a su titular el derecho a votar en las juntas generales, pero a cambio otorgan el derecho a percibir un dividendo preferente que ha de ser, como mínimo, de un cinco por ciento, calculado sobre la suma del capital desembolsado de la acción, más la parte proporcional de las reservas que le correspondan. Los demás derechos de las acciones sin voto coinciden con los de las acciones ordinarias, pues otorgan el mismo derecho de suscripción preferente que éstas, así como el derecho de asistir con voz a las juntas generales.

Estas acciones, que sólo podrán ser emitidas por sociedades que coticen en Bolsa, recuperan el derecho de voto cuando la sociedad no abona el dividendo preferente en que consiste su privilegio. Además, si las acciones en cuestión son excluidas de la cotización en Bolsa, sus titulares tienen el derecho de separarse de la sociedad”.

d. Tutela de los titulares de las acciones que forman una clase

El art. 293 TRLSC regula la modificación estatutaria perjudicial para una clase de acciones, ante el acaecimiento simultáneo de tres hechos: modificación estatutaria, existencia de una o varias clases de acciones³⁰⁸, y perjuicio directo o indirecto de los derechos de la totalidad o de una parte³⁰⁹ de las acciones de una clase de acciones.

El perjuicio³¹⁰ directo se produce cuando una modificación estatutaria de la Junta suprime o modifica el contenido de los derechos u obligaciones de una determinada clase de acciones. El perjuicio indirecto supone la alteración de la relación de las clases existentes en la sociedad o la lesión de la posición jurídica de una determinada clase de acciones³¹¹.

Existen dos medios para ejercer la tutela de las clases de acciones, ante una modificación estatutaria que perjudique a una clase de acciones: la realización de una Junta especial³¹² o una votación separada de los titulares de las clases de acciones³¹³, por un lado, y la impugnación de acuerdos que lesionen los intereses de los titulares de las clases de acciones, por el otro.

Tanto la realización de una Junta especial, como la votación separada de los titulares de las clases de acciones, pueden producirse paralelamente al acuerdo de la junta general. El *quorum* aplicable será el establecido en el art. 103 TRLSA (por remisión al art. 144 TRLSA) o el reforzado previsto por los estatutos para los acuerdos adoptados por una clase lesionada³¹⁴.

En virtud de los arts. 115-122 TRLSA, son impugnables los acuerdos que atenten contra la Ley (acuerdos nulos) y aquellos que sean contrarios a los estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad (acuerdos anulables). Pero además, es consensuado³¹⁵ que son impugnables los acuerdos que lesionen los intereses de los titulares de acciones de una clase en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros. Para ello es necesario que exista, tanto una lesión al interés de los titulares de acciones de una clase, como que exista una relación causal entre la obtención de un beneficio por uno o varios socios de la clase o por un tercero, y la lesión del interés de los titulares de acciones de una clase de acciones³¹⁶.

³⁰⁸ La necesidad de que exista, al menos, una clase de acciones es compartido por CUESTA RUTE DE LA, J. M^a.: “Clases especiales de acciones y su problemática”, *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, nº 106-107, julio-octubre, 1973, p. 217, y CAMPUZANO LAGUILLO: *Las clases de acciones ...*, op. cit., 2000, p. 295.

³⁰⁹ Basándonos en el art. 148.3 TRLSA, la lesión podrá afectar a todos o sólo a una parte de los accionistas que integran una clase, caso este último en que se considerará que constituyen clases independientes, siendo necesario el acuerdo separado de cada una de las clases afectadas.

³¹⁰ El perjuicio o daño debe ser actual, y no simplemente eventual. Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, op. cit., 2007, p. 437.

³¹¹ Esta diferenciación de dos tipos de perjuicios es tomada de CUESTA RUTE DE LA: “Clases especiales ...”, op. cit., 1973, pp. 979 y ss. CAMPUZANO LAGUILLO: *Las clases de acciones ...*, op. cit., 2000, p. 310.

³¹² La junta especial se registrará por las mismas reglas legales y estatutarias que regulan la junta general.

³¹³ Art. 92.3 y 148 TRLSA. En la actualidad *cfr.* arts. 103 y 293 TRLSC. Relacionado con el art. 159 RRM.

³¹⁴ Con excepción de la unanimidad, que viene limitada exclusivamente a determinados supuestos previstos en los arts. 291 y 296.2 TRLSC.

³¹⁵ Vid. DUQUE DOMINGUEZ, J.: *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos*, Secretariado de Publicaciones, Valladolid, 1957, p. 107. ALCALÁ DÍAZ, M.A.: *El derecho de impugnación del socio en la sociedad anónima cotizada*, Wolters Kluwer España, S.A., Madrid, 2006, p. 55.

³¹⁶ Vid. DUQUE DOMINGUEZ, J.: *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos*, op. cit., 1957, pp. 29-33. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, op. cit., 2000, p. 341.

1.5.4. Reforma de la LMV de 1998

La Reforma del TRLSA, realizada en la D.A. 15ª de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LRLMV)³¹⁷, añade un nuevo párrafo al art. 50 TRLSA, mediante el cual se pretende disponer de recursos normativos que favorezcan la emisión de valores privilegiados y la confianza de su utilidad como instrumento de financiación empresarial. En la LRLMV se afirma que tales modificaciones o incorporaciones en el régimen jurídico de las acciones se hacen para favorecer una mejora en la financiación empresarial especialmente a través de los mercados financieros. La intención explícita del legislador español es potenciar la creación y utilización de las preferencias accionariales como un instrumento que favorezca la financiación de las sociedades cuyos valores han sido admitidos a cotización en un mercado secundario de valores.

El origen técnico de esta reforma se encuentra en la Propuesta³¹⁸ para la introducción de un título X en la Ley del Mercado de Valores, sobre especialidades en materia de emisión por entidades con valores admitidos a negociación, fechada en julio de 1998 y presentada por la "Comisión especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero"³¹⁹.

La constitución de la "Comisión especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero" fue acordada por el Consejo de la CNMV el día 12 de diciembre de 1997. Esta iniciativa fue adoptada por la CNMV al amparo de las competencias que le atribuye el art. 13 de la Ley de Mercado de Valores (LMV) y, en particular, de la facultad específica que le corresponde para proponer medidas y disposiciones normativas sobre las materias relacionadas con los mercados de valores³²⁰.

La LRLMV, en su D.A. decimoquinta, modifica diversos preceptos del TRLSA de 1989, introduciendo cambios sustanciales en el régimen jurídico de las clases de acciones. Algunas de estas modificaciones fueron posteriormente rectificadas por la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, en su D.A. Trigésimo Cuarta³²¹.

El régimen vigente parte de la distinción entre sociedades cotizadas y no cotizadas³²², como elemento principal para determinar el régimen jurídico aplicable. Explícitamente, la Exposición de Motivos de la LRLMV recoge que "la reforma es consciente de las diferencias entre sociedades cotizadas y no cotizadas, siendo más flexible el régimen predicado para las primeras, sobre la pauta de la mayor transparencia que reporte la disciplina de los mercados de valores".

Las aportaciones de la LRLMV al fomento de las clases de acciones son cuatro: desarrollo detallado de las acciones con privilegios sobre derechos patrimoniales, modificación del régimen

³¹⁷ BOE 17 de noviembre de 1998.

³¹⁸ La propuesta es "formulada por un grupo de expertos nombrados por el Presidente del Mercado de Valores". Vid. KIRCHNER; SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, p. 387.

³¹⁹ Vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV): "Comisión especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero" CNMV, Madrid, 1998.

³²⁰ Así comienza el texto de la "Propuesta para la introducción de un Título X en la Ley del Mercado de Valores, sobre especialidades en materia de emisión por entidades con valores admitidos a negociación", presentado por la citada Comisión especial en julio de 1998.

³²¹ Algunos autores apuntan las deficiencias de este proceso normativo: "La reforma de lo ya reformado, práctica que ya viene siendo común en nuestro Legislador, se ha realizado en tan sólo 44 días naturales, record difícil de superar en el ámbito societario". Vid. PORFIRIO CARPIO, L.: "Acciones privilegiadas y acciones sin voto tras las leyes 37 y 50 de 1998", En *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. I, Mc Graw-Hill, 2002, p. 703.

³²² Un antecedente directo de la distinción entre sociedades cotizadas y no cotizadas es la reforma de la AktG de 1994.

de las acciones sin voto, inclusión por primera vez de las acciones rescatables³²³ y, por último, establecimiento del objetivo de intentar evitar la deslocalización de las emisiones.

a. Desarrollo detallado de las clases de acciones con privilegio sobre los derechos patrimoniales

Con relación a clases de acciones instrumentalizadas sobre derechos patrimoniales, se opta por la regulación expresa, aunque parcial, de las acciones con derecho preferente sobre el dividendo (art. 50.3 TRLSA).

Cuando la diversidad consista en el derecho a obtener un dividendo preferente y existan beneficios distribuibles, se establece la obligación de la sociedad de acordar el reparto. Ello supone limitar la competencia de la junta general para decidir sobre el destino de los beneficios distribuibles del ejercicio, limitación que, en la redacción original del TRLSA, sólo se admitía expresamente para las acciones sin voto (art. 91.1 TRLSA). Esta obligación de reparto del dividendo preferente sólo es imperativa para las sociedades cotizadas, pues en las sociedades no cotizadas podrá excluirse en los estatutos (art. 50.3 TRLSA).

En los estatutos corporativos habrá de establecerse las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo preferente, su carácter o no acumulativo, y los derechos que puedan tener los titulares de estas clases de acciones en relación con los dividendos que puedan percibir las acciones sin privilegios sobre derechos patrimoniales de la sociedad que, en todo caso, quedan condicionados a la previa satisfacción del dividendo preferente. Este nuevo régimen, es imperativo para las cotizadas, pero no para las sociedades no cotizadas. En efecto, según el último párrafo del art. 50.3 TRLSA, el régimen "establecido en el párrafo primero, será aplicable a las sociedades no cotizadas, salvo que sus estatutos dispongan otra cosa". Del precepto se infiere que las no cotizadas pueden, por vía estatutaria, modificar la obligación de acordar el reparto del dividendo cuando existan beneficios distribuibles, en relación con las acciones con derecho a obtener un dividendo preferente (pár. primero del art. 50.3 TRLSA), pero no pueden alterar la exigencia de que los estatutos recojan las consecuencias de la falta de pago, el carácter o no acumulativo y los eventuales derechos de estos accionistas respecto a los dividendos de las demás acciones (pár. segundo del art. 50.3 TRLSA).

Con la incorporación de esta regulación se completa una de las mayores modificaciones producidas en un concepto esencial del Derecho Mercantil sobre clases de acciones: la evolución de derecho del beneficio al derecho del dividendo.

Existen dos conceptos diferentes. Por un lado, el derecho a participar en las ganancias, como derecho corporativo, inconcreto y abstracto. Por el otro, el derecho al dividendo repartible en un determinado ejercicio económico, derecho derivado del anterior que hace nacer a favor del accionista un crédito concreto sobre una parte de los beneficios. El derecho del socio al dividendo viene determinado por el acuerdo de distribución de resultados acordado por la junta general, y en tanto el acuerdo no se tome, los socios poseen un derecho al beneficio, aunque no un derecho al dividendo. Una vez adoptado el acuerdo de distribución, el socio se convierte en un acreedor societario al tener un derecho de crédito frente a la sociedad.

Hasta el TRLSA de 1989, no existe derecho al dividendo, existiendo solamente derecho al beneficio en todas las acciones, ya fueran privilegiadas o sin voto. En ese texto se incorporan las acciones sin voto, siendo reguladas de forma que "existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto"³²⁴. Esto supone que tiene reconocido legalmente el

³²³ Utilizamos, durante todo el desarrollo de la investigación, la denominación rescatable, por ser la incluida en la legislación española, aunque, como veremos más adelante, proponemos la utilización del término acciones recuperables para designar esa figura. ZUBIRI también aboga por el término recuperable, entre otras cosas basándose en el significado lingüístico, ya que "recuperable es lo el legislador ha querido legislar". Vid. ZUBIRI DE SALINAS, M.: "Las acciones rescatables o recuperables ¿una opción para las sociedades cotizadas?", en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (coord.), *Las(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2000, p. 122.

³²⁴ Cfr. art. 91.1 del TRLSA de 1989 y art. 99 TRLSC.

derecho al reparto anual de dividendos si existen beneficios distribuibles³²⁵. Es decir, el derecho de los accionistas sin voto al reparto anual de ganancias como dividendos no surge de la junta general, sino que es obligatorio su reparto aunque la junta no lo desee (siempre que concurra el requisito de existencia de beneficios distribuibles)³²⁶.

Con la publicación de la LRLMV, el derecho al dividendo no sólo es poseído por las acciones sin voto, sino que se amplía a las acciones privilegiadas³²⁷.

Sin embargo, el derecho al reparto anual de ganancias como dividendo preferente de las acciones privilegiadas es parcial, ya que, si la sociedad emisora no cotiza, sus estatutos pueden configurar el derecho al dividendo preferente de una manera diversa, no estando obligada a acordar el reparto periódico del mismo. Esta regulación contrasta con la redacción de la Exposición de Motivos de la LRLMV, donde se establecía que uno de los objetivos de la Reforma era flexibilizar el régimen jurídico de las sociedades cotizadas, y en este caso concreto, la "flexibilidad la poseen las empresas no cotizadas"³²⁸.

b. El nuevo régimen de las acciones sin voto

Las Leyes 37/1998 y 50/1998 introducen importantes modificaciones en el régimen jurídico de las acciones sin voto.

De un lado, en el ámbito de los derechos preferentes atribuidos a los accionistas sin voto, se altera el régimen del derecho al dividendo. La redacción original del TRLSA de 1989 reconocía a los titulares de acciones sin voto el derecho a percibir un dividendo mínimo acumulativo que no podía ser inferior al cinco por ciento del capital desembolsado por cada acción sin voto. El nuevo régimen jurídico, en la redacción de la Ley 50/1998, de 30 de

³²⁵ Las acciones sin voto y las acciones privilegiadas poseen una denominación diferente a su particular remuneración. El art. 91.1 TRLSA hacía referencia al "dividendo anual mínimo" correspondiente a las acciones sin voto, mientras que en el art. 50.3 TRLSA se citaba el "dividendo preferente" de las acciones privilegiadas. Los preliminares del art. 91.1 TRLSA concedían otra denominación diferente; el Proyecto de Ley de Reforma calificaba, hasta el Informe de la Ponencia en el Senado, como "dividendo anual preferente" en vez de "dividendo anual mínimo" para la categoría acciones sin voto. La denominación "mínimo" del dividendo anual era la que tenía más sentido en la redacción primera del art. 91.1 TRLSA ya que se establecía un porcentaje mínimo (podía aumentarse estatutariamente) y obligatorio de distribución (5%), sin embargo, con la actual redacción, suprimido el 5%, parece más adecuado considerarlo "preferente".

El art. 99 TRLSC, denominado Dividendo preferente, establece que "los titulares de participaciones sociales y las acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable, que establezcan los estatutos sociales. Una vez acordado el dividendo mínimo, sus titulares tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las participaciones sociales o a las acciones ordinarias". Por su parte el "dividendo preferente" es recogido en el TRLSC para regular acciones con un privilegio que consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, tanto si son no cotizadas (art. 95 TRLSC) o cotizadas (art. 498 TRLSC).

La denominación de la remuneración de las acciones sin voto que parece más adecuada es "dividendo adicional", ya que está compuesto por dos derechos: recibir un dividendo con carácter preferente y participar del resto de los dividendos con las acciones ordinarias.

³²⁶ Es necesario destacar el efecto de la contabilidad sobre este problema. Las normas internacionales de información financiera (IFRS), PGC 2007 y PGC-PYMES aplicables en España se caracterizan por utilizar un mayor número de criterios económicos y un menor número de criterios jurídicos. Además, existe mayores posibilidades de realizar estimaciones, lo que posibilita la actuación de la contabilidad creativa sin infringir la legislación contable. Este hecho supone que el derecho a recibir dividendos obligatoriamente no conlleva recibir remuneración con toda seguridad, ante la posibilidad de que el contable pueda disminuir artificialmente la cifra de beneficio; y mucho menos si el accionista sólo posee un derecho al beneficio.

³²⁷ Puede producirse una colisión de dividendos en una sociedad cotizada que emita contemporáneamente acciones sin voto y acciones privilegiadas; la empresa no puede establecer estatutariamente prelación entre el dividendo anual mínimo de las acciones sin voto y el dividendo preferente de las privilegiadas porque ambos están garantizados por Ley. También se daría una colisión de dividendos en el derecho de acumulación de las empresas cotizadas que hayan emitido ambas acciones; en este caso los estatutos deben fijar el orden de pago de los dividendos insatisfechos. No existe, por el contrario, problemas de colisión en el derecho de acumulación de sociedades no cotizadas porque en las acciones sin voto este derecho se explicita en la Ley, y en las acciones privilegiadas se reconoce en los estatutos sociales.

³²⁸ "La flexibilidad en este supuesto pertenece a las sociedades no cotizadas". *Vid.* PORFIRIO CARPIO, L.: "Acciones privilegiadas y acciones sin voto tras las leyes 37 y 50 de 1998", *op. cit.*, 2002, p. 710.

diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social, reconoce a los titulares de acciones sin voto de cualquier sociedad, cotizada o no, un dividendo anual mínimo fijo o variable. A diferencia del texto de 1989, no establece su cuantía o porcentaje, sino que deja la determinación de su importe a los estatutos sociales (art. 91.1 TRLSA). Con el recorte de este privilegio, el legislador pretende incentivar la emisión de esta clase de acciones, dado que entre los posibles motivos que se aducían en la doctrina para justificar su escasa utilización en la práctica, se encontraba el de la amplitud del privilegio sobre las ganancias.

El precepto elimina también la referencia al capital desembolsado, como criterio de cálculo del dividendo de las acciones sin voto, esperando a lo establecido en los estatutos sociales. Sólo si los estatutos no lo prevén, habría que aplicar la regla general del art. 215.1 TRLSA, que establece que la distribución de dividendos a los accionistas ordinarios ha de realizarse en proporción al capital social desembolsado. Este dividendo mínimo se protege exigiendo su reparto siempre que existan beneficios distribuibles, lo que supone una limitación a la competencia de la junta general para decidir el destino de los beneficios distribuibles del ejercicio. Además, al tratarse de un dividendo mínimo, los titulares de las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias.

Las diferencias entre sociedades cotizadas y no cotizadas, inexistentes hasta este momento, surgen tanto en la acumulación del dividendo no satisfecho, como en la recuperación del derecho de voto y en la atribución del derecho de suscripción preferente. En las sociedades no cotizadas, el accionista sin voto tiene derecho a la acumulación de los dividendos no satisfechos durante los cinco ejercicios siguientes o el mayor plazo establecido estatutariamente; además recupera el derecho de voto en caso de impago de todo o parte de su dividendo mínimo y se le reconoce el derecho de suscripción preferente en proporción al valor nominal de sus acciones. Por el contrario, para las compañías cotizadas se prevé expresamente que, respecto del derecho de suscripción preferente de los titulares de acciones sin voto, así como de la recuperación del derecho de voto en caso de la insatisfacción del dividendo mínimo y en el carácter no acumulativo del mismo, se estará a lo dispuesto en estatutos.

c. Incorporación de las acciones rescatables

En el Derecho español, las acciones rescatables se contemplaban en el Anteproyecto de la Comisión General de Codificación, de 17 de junio de 1987, de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades (arts. 47.1 y ss.), pero no se recogieron en el texto definitivo del TRLSA, lo que generó un profundo debate doctrinal sobre su posible admisión³²⁹.

La discusión queda zanjada en 1998 con la LRLMV, que expresamente admite y regula la emisión de acciones rescatables. En ella se fijan las condiciones para su emisión y amortización, aunque, no se incorpora ningún detalle en cuanto a los derechos que pueden atribuir estas acciones. Ello supone que pueden existir, en primer lugar, acciones rescatables que constituyan

³²⁹ Vid. CUESTA RUTE DE LA, J. M^a.: “Clases especiales de acciones y su problemática”, *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, nº 106-107, julio-octubre, 1973, p. 975. PAZ ARES, C.: “Negocios sobre las propias acciones”, en AA.VV.: *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987, p. 526. ALONSO ESPINOSA, F. J.: «Configuración estatutaria de las acciones (en torno a los arts. 9, G y k) de la Ley de Sociedades Anónimas según el R.D. Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre», *RGD*, nº 550-551, 1990, pp. 5517-5546. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Aumento y reducción de capital”, en *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y el Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987, pp. 292 y 370. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, nº 613, 1992, pp. 2495 y 2503. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “La acción y los derechos del accionista”, en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, 1994, p. 292. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario”, *RDBB*, nº 71, julio- septiembre, 1998, 839-856, p. 843.

una clase, exclusivamente, por la diversidad en el derecho de rescate. En segundo lugar, también pueden existir acciones rescatables que atribuyan en forma diversa otros derechos (voto, beneficios y cuota de liquidación) y a las que, por tanto, resultarán aplicables las disposiciones previstas en materia de dividendos preferentes y de acciones sin voto.

Las acciones rescatables se incorporaron al ordenamiento legal español, a través de la D.A. Decimoquinta de la LRLMV, que crea la sección 6ª del capítulo IV del TRLSA, bajo el epígrafe "De las acciones rescatables", estableciendo los arts. 92 bis y 92 ter, que regulan su emisión y amortización. Mediante esta regulación, el legislador continúa con la adaptación del Derecho Mercantil a las Directivas europeas en materia de sociedades, prosiguiendo así la línea iniciada con anterioridad al regular las acciones preferentes y las acciones sin voto. Estos cambios legislativos se realizaron con la voluntad de mejorar la financiación empresarial, especialmente a través de los mercados financieros.

A pesar de que el momento es el adecuado, el procedimiento por el que se modificó el TRLSA es criticable, ya que además de ser rectificada tres veces en poco más de un año, se realizó por medio de Disposiciones Adicionales de normas ajenas a ella, como son la Reforma de la Ley del Mercado de Valores y dos Leyes de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social. Además, ni la Reforma de la Ley del Mercado de Valores, ni la Ley de Acompañamiento se discutieron en el Congreso, sino que se aprobaron mediante enmiendas introducidas a última hora en el Senado³³⁰.

La Reforma del TRLSA no aparecía contemplada en el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores que el Gobierno remitió al Congreso de los Diputados en febrero de 1997. Ni siquiera tuvo lugar la introducción de ninguna enmienda al respecto en el correspondiente trámite de presentación, debate y votación de enmiendas en el Congreso de los Diputados. Sin embargo, el Grupo Parlamentario Popular, en septiembre de 1998, a través de una enmienda introducida durante la tramitación del Proyecto de Ley en el Senado, propuso la modificación del TRLSA, con la inclusión de las acciones rescatables. Esta redacción pasó a ser la definitiva, tras su debate en el Pleno del Congreso celebrado el 1 de octubre de 1998³³¹.

Incluso, la esencia misma del procedimiento es mejorable. Un procedimiento establecido por una serie de Disposiciones Adicionales de una Ley que modifica Leyes anteriores, es una vía legislativa que merece una valoración muy negativa, fundamentalmente por la inseguridad jurídica que puede producir la dificultad de conocer los cambios introducidos en Leyes sin relación directa con las normas modificadas³³².

Además de las deficiencias de procedimiento y forma, la incorporación de las acciones rescatables al ordenamiento español presenta numerosas deficiencias de contenido. Esta investigación, a lo largo de los capítulos 3 y 4, analiza la regulación española sobre acciones rescatables, incidiendo en los principales problemas de fondo y de contenido existentes, y en las medidas que se podrían adoptar para mejorar la regulación de la figura.

d) Establecimiento del objetivo de intentar evitar la deslocalización de las emisiones

Uno de los objetivos de la LRLMV es intentar atraer a nuestro país las emisiones de PPR emitidas en los paraísos fiscales. La Propuesta de la "Comisión Especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho Mercantil

³³⁰ Para una valoración crítica de los trabajos preparatorios de la reforma, *Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma ...", *op. cit.*, pp. 839-856.

³³¹ Este procedimiento por vía de Enmiendas en el Senado y sin discusión alguna en el Congreso, es calificado como "vergonzante" por SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "La sociedad anónima y el mercado", *RDS*, nº 14, 13-46, 2000, p. 16.

³³² Incorporar Disposiciones Adicionales de una Ley, modificando Leyes vigentes con anterioridad, es una vía legislativa que produce inseguridad jurídica, sobre todo por la dificultad de conocer "los cambios introducidos en Leyes sin relación directa con las normas modificadas". *Vid.* KIRCHNER; SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, p. 361.

Financiero³³³ señala que la Reforma trata de evitar "el notable riesgo de deslocalización de las emisiones"³³⁴ por parte de las sociedades españolas, buscando un sistema flexible que combata la rigidez del TRLSA y, en especial, intentando alcanzar la protección del inversor³³⁵.

La LRLMV complementa otras medidas adoptadas en materia de PPR para incidir en el objetivo de relocalización de las emisiones de tales valores. Entre las medidas con esta finalidad destaca la D.A. Trigésima octava, relativa al traslado a España de sociedades cuya actividad y objeto social exclusivo sea la emisión de PPR y/u otros instrumentos financieros. En ella se introduce la D.T. segunda en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, que declara exentos de la modalidad de operaciones societarias del ITP y AJD, los traslados a España de la sede de la dirección efectiva o del domicilio social de sociedades cuya actividad y objeto social exclusivo consistan en la emisión de PPR y/u otros instrumentos financieros, que estuvieran constituidas antes del 6 de julio de 2003, fecha de entrada en vigor de la Ley 19/2003. Con todas estas medidas el legislador pretende fomentar que las emisiones, sean de clases de acciones, de PS, o de PPR sean realizadas en España.

Tras analizar los fines señalados por la Comisión, es difícil estar de acuerdo con sus medidas en tres aspectos. En primer lugar, la Comisión Especial hace referencia a la necesidad de la reforma para evitar el riesgo de la deslocalización por parte de las sociedades españolas. Sin embargo, no existen diferencias sustanciales entre el número de emisiones de PPR emitidas de forma indirecta realizadas por sociedades españolas antes y después de la norma³³⁶.

En segundo lugar, el argumento de que es necesaria la flexibilización para evitar las rigideces de una normativa que dificulta la financiación de las sociedades cotizadas también merece una breve puntualización. Si hay algún tipo de sociedad anónima que actualmente este atravesando dificultades de cara a su financiación es la sociedad no cotizada, y no la sociedad anónima que cotiza en Bolsa. La empresa no cotizada debería haber sido el núcleo de las medidas que la permitiesen acceder a formas de financiación más flexibles.

En tercer y último lugar, tanto la Propuesta de la Comisión Especial, como la propia Exposición de Motivos de la LRLMV, señalan que la reforma se caracterizaba por una marcada finalidad de proteger al inversor. Sin embargo, no se puede hablar de protección al inversor cuando las reformas reducen los derechos individuales de éstos. Ello se puede observar, por ejemplo, en que, a partir de su entrada en vigor, los estatutos de una sociedad cotizada pueden privar al accionista sin voto del derecho de suscripción preferente y del derecho acumulativo³³⁷.

³³³ COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV): "Comisión especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero", CNMV, Madrid, 1998.

³³⁴ "La reforma aspira a evitar el notable riesgo de deslocalización de emisiones por parte de las sociedades españolas". *Vid.* BOCG, Senado, VI Legislatura, Serie II: 7 de septiembre de 1998, nº 94 (c).

³³⁵ Así, la Comisión especial en su Propuesta, señala que "la reforma trata de adaptar las normas sustantivas o materiales sobre emisiones de valores que rigen para las sociedades cotizadas a las características y pautas de funcionamiento de los modernos mercados de valores, al objeto de superar ciertas disfunciones normativas que actualmente lastran gravemente el mercado primario de emisiones. La inadaptación del régimen societario común sobre emisiones de valores a las sociedades que cotizan en Bolsa ha generado numerosos problemas que están generando un notable riesgo de deslocalización de emisiones por parte de sociedades españolas ... Por lo demás la reforma ... debiera servir para simplificar y flexibilizar ciertos requisitos Al propio tiempo la reforma enarbola su interés por una marcada finalidad de protección de los inversores, en la confianza en que ésta ha de conseguirse antes que nada mejorando la eficiencia y competitividad del mercado de valores español".

³³⁶ ALONSO LEDESMA, en el año 1999, dudaba sobre si tales reformas fueron estrictamente convenientes, basándose en el hecho de que transcurrido un considerable tiempo desde la aprobación de las modificaciones efectuadas en el TRLSA para impedir las catástrofes anunciadas, todavía no se habían producido apenas emisiones de valores aprovechando las "ventajas" de la nueva normativa, con lo que las emisiones seguían "deslocalizadas" en paraísos fiscales. En conclusión, no se había conseguido evitar la deslocalización porque no se apreciaba sustancial diferencia entre el número de emisiones realizadas por sociedades españolas antes y después de la norma. *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 12, Trimestre I, 13-57, 1999, p. 15.

³³⁷ Cfr. LRLMV: 1998, art. 91.4.

1.5.5. TRLSC de 2010

El Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC) es claramente continuista en la diferenciación entre clases y series, desarrollo de limitaciones generales para el establecimiento de clases con privilegio sobre derechos patrimoniales, la regulación de acciones rescatables y la tutela de las clases. Por su parte, existen dos novedades significativas: en la regulación de las acciones sin voto, y en la equiparación de las participaciones sociales (PS) y las acciones en la regulación de los privilegios.

a. Consolidación de la distinción entre series y clases

El art. 94 TRLSC regula la posibilidad de que exista una diversidad de derechos. El legislador indica tres ideas, siendo la primera y la tercera aplicables a las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, mientras que la segunda es de aplicación exclusiva de las sociedades anónimas. La primera idea es que las PS y las acciones pueden otorgar derechos diferentes; las PS y las acciones atribuyen a los socios los mismos derechos, con las excepciones que, al amparo de la ley, marquen los estatutos sociales. La segunda idea es que las acciones que tengan el mismo contenido de derechos constituyen una misma clase de acción; cuando dentro de una clase se constituyan varias series, todas las que integren una serie deberán tener igual valor nominal. La tercera es que para la emisión de acciones y de PS que confieran algún privilegio frente a las ordinarias, habrán de observarse las formalidades prescritas para la modificación de estatutos.

La regulación parece correcta en su contenido aunque deficiente en su nomenclatura. Existe una forzada obsesión del regulador por evitar la posibilidad de conferir, a las PS con diferentes derechos, la calificación de "clases de participaciones sociales". Estas reticencias tienen un origen histórico, ya que nunca se ha utilizado tal denominación, pero de ninguna manera justificación mercantil. Las emisiones de participaciones sociales con iguales derechos deberían recibir la denominación "clases de participaciones sociales" porque supondría una coherencia terminológica con lo establecido para las clases de acciones; además, al denotar que son "de participaciones sociales" o "de acciones" deja claramente establecido las diferencias entre ambas figuras para poder legislar sobre ellas una regulación distinta en los aspectos que fuese necesario. De la misma forma, el legislador debería haber permitido la diferenciación de series, igual que de clases, para las SRL.

El art. 97 TRLSC completa el tratamiento especificando que la sociedad deberá dar un trato igual a los socios que se encuentren en condiciones idénticas. Este hecho es aplicable a ambas clases (de acciones y de PS) porque deben recibir el mismo tratamiento todas las acciones y PS de la misma clase.

b. Privilegiadas en el derecho al beneficio

Cuando el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, las demás participaciones sociales o acciones no podrán recibir dividendos con cargo a los beneficios mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al ejercicio. Estas acciones con derecho a obtener un dividendo preferente deberían denominarse preferentes.

Los estatutos habrán de establecer las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo, si este tiene o no carácter acumulativo en relación a los dividendos no satisfechos, así como los eventuales derechos de los titulares de estas PS o acciones privilegiadas en relación a los dividendos que puedan corresponder a las demás.

La sociedad, salvo que sus estatutos dispongan otra cosa, estará obligada a acordar el reparto de ese dividendo si existieran beneficios distribuibles. Esta obligación es aplicable a

todas las acciones y PS con privilegios en el derecho al beneficio, incluidas las que poseen un dividendo preferente. La literalidad del art. 95 TRLSC regula dos figuras distintas en un mismo artículo: las privilegiadas y las preferentes. Podrían existir dudas sobre si la obligatoriedad del reparto, cuando existan beneficios distribuibles, debe ser extendida a las preferentes o limitarse a las privilegiadas con una remuneración mayor³³⁸. Por su parte, el art. 498 TRLSC especifica que cuando el privilegio conferido por acciones emitidas por sociedades cotizadas consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, la sociedad estará obligada siempre a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles, sin que los estatutos puedan disponer lo contrario.

c. Limitaciones en los derechos posibles

Existen tres prohibiciones. En primer lugar, no es válida la creación de PS ni la emisión de acciones con derecho a percibir un interés, cualquiera que sea la forma de su determinación (art. 96.1 TRLSC para SA y SRL). Además, no podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia (art. 96.2 TRLSC únicamente para SA). Por último, no podrán crearse PS que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de preferencia (art. 96.2 TRLSC únicamente para SRL).

d. Continuidad en el tratamiento de las acciones rescatables

La regulación es idéntica al texto precedente, simplemente se ha traspasado los arts. 92 bis y 92 ter TRLSA a los arts. 500 y 501 TRLSC. Esto supone que no se ha ampliado la posibilidad de emisión a otras sociedades de capital, ya sean limitadas o no cotizadas

e. Novedades en el tratamiento de las acciones sin voto

El art. 98 TRLSC, denominado, "Creación o emisión", sustituye al art. 90 TRLSA denominado "Emisión". La diferencia es que el nuevo texto incorpora la posibilidad de que puedan emitir PS sin derecho de voto también las SRL, ampliando la posibilidad del TRLSA que permitía únicamente a las SA. Respecto al límite cuantitativo es idéntico "no superior a la mitad del capital" para SRL y "no superior a la mitad del capital social desembolsado" para SA.

Los arts. 99.1 y 99.2 TRLSC son coincidentes con los arts. 91.1 y 91.2 TRLSA. Sin embargo, el 99.3 TRLSC incorpora una novedad fundamental, porque amplía a las sociedades cotizadas el tratamiento de los dividendos devengados y no pagados de las no cotizadas del art. 91.3 TRLSA. De esta forma, de no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes, tanto en sociedades cotizadas y no cotizadas; mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las PS y acciones sin voto tendrán este derecho en igualdad de condiciones que las ordinarias y conservando sus ventajas económicas.

El art. 100 TRLSC precisa ciertos aspectos del privilegio en caso de reducción de capital por pérdidas. Por un lado, las acciones sin voto conferirán a su titular el derecho a obtener el reembolso del valor desembolsado antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes acciones en caso de liquidación de la sociedad. Por el otro, respecto del derecho de suscripción preferente de los titulares de acciones sin voto, así como de la recuperación del derecho de voto en caso de no satisfacción del dividendo mínimo y en el carácter no acumulativo del mismo, en el caso de sociedades cotizadas se estará a lo que dispongan sus estatutos.

El art. 101 TRLSC mantiene el privilegio en la cuota de liquidación en los mismos términos, aunque incorporando que para el caso concreto de las sociedades anónimas el privilegio alcanzará al reembolso del valor desembolsado de las acciones sin voto.

³³⁸ Más adelante se argumentará la necesidad de ampliar la obligatoriedad de reparto a todas las acciones privilegiadas.

f. Mantenimiento de tutela colectiva de los derechos de los titulares de clases de acciones en la sociedad anónima.

El art. 293 TRLSC regula la tutela colectiva de los derechos de los titulares de clases de acciones en la sociedad anónima de una forma casi idéntica a lo establecido en el art. 148 TRLSC. Las únicas diferencias son semánticas, pues el nuevo articulado retira la anotación "una modificación estatutaria que lesione (...)" del art. 148.1 TRLSA por "una modificación estatutaria que afecte (...)" del art. 293.1 TRLSC, para eliminar la connotación de que obligatoriamente se haya producido daño o lesión con este hecho.

El TRLSA definió la tutela para las clases de acciones que tenía reguladas en ese momento: preferentes, privilegiadas y sin voto. No existe nada que impida observar la tutela para la clase que se introdujo más adelante: las acciones rescatables. Aunque algunos autores no consideran que haya que contar con el acuerdo de las clases perjudicadas cuando las acciones hayan nacido con una vocación temporal³³⁹, no tiene ninguna justificación que la mera temporalidad suponga la exclusión de la protección del sistema de tutela de las clases de acciones³⁴⁰. Como las acciones rescatables son clases de acciones, la creación de las acciones rescatables supone un cambio estatutario³⁴¹, cualquier modificación que vulnere el derecho de rescate de las acciones recuperables activa el sistema de tutela jurídica³⁴², todo aumento de capital social para emitir acciones rescatables requiere el consentimiento de las clases de acciones que pudieran ver lesionados sus derechos de forma directa o indirecta³⁴³, los titulares de acciones rescatables puede impugnar los acuerdos nulos o anulables que le perjudiquen y, en definitiva, los titulares de acciones pertenecientes a la clase de acciones rescatables, que se vean perjudicados directa o indirectamente por una modificación estatutaria, gozan del sistema de tutela jurídica³⁴⁴.

1.6. CLASIFICACIÓN

Las clases de acciones (y de PS) han sido interpretadas a lo largo de la historia de diferentes formas. La clasificación más representativa es diferenciar las clases de acciones y de PS en tres agrupaciones: clases privilegiadas, clases compensadoras y clases subordinadas.

Las "clases privilegiadas" son las que ofrecen ventajas a los titulares respecto a alguna otra clase. La denominación más generalizada de estas emisiones es la de acciones o PS "privilegiadas", entendidas comúnmente como las emisiones con alguna ventaja sobre el resto de emisiones, normalmente sobre una de ellas denominada "ordinaria". Las ventajas de las acciones o PS privilegiadas pueden tener un gran número de orígenes, existiendo, por tanto, tantas acciones o PS privilegiadas como posibles ventajas o privilegios que las definan. Una de estas ventajas es el derecho a una preferencia temporal en el cobro de la remuneración; a las acciones o PS que conceden este derecho a sus titulares se las denomina "preferentes".

Las "clases compensadoras" son las que ofrecen a sus titulares alguna ventaja en algún derecho, pero a cambio tienen menos ventajas en otro derecho respecto a otras clases. Dentro de este grupo se sitúan, al menos en teoría, aunque con la regulación actual esto puede no ser necesariamente así, las acciones o PS "sin voto", que conceden a sus titulares ventajas en el derecho de remuneración a cambio de perder el derecho de voto.

³³⁹ Vid. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, op. cit., p. 304.

³⁴⁰ Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad ...*, op. cit., p. 438.

³⁴¹ *Ibidem.*, p. 434.

³⁴² *Ibidem.*, p. 436.

³⁴³ Salvo que exista una cláusula autorizadora de la emisión de acciones rescatables o se hubiera concedido el derecho preferente de suscripción. *Ibidem.*, p. 438.

³⁴⁴ *Ibidem.*, p. 438.

Las "clases subordinadas" son las que ofrecen menores ventajas a los titulares respecto a alguna otra clase.

Las "acciones rescatables" son claramente clases de acciones, pero solamente es posible especificar a cuál de las tres categorías de clases de acciones a la que pertenece, estudiando detalladamente las características del título. Si los titulares poseen el derecho de rescate, el rescate es una ventaja para el accionista; en este caso sería una "clase de acciones privilegiadas". Si es el emisor el que posee el derecho de rescate, los accionistas tienen una desventaja; si no existiera alguna ventaja económica adicional, supondría una "clase de acciones subordinada"; sin embargo, si los titulares se beneficiaran de alguna ventaja económica estaríamos ante una "clase de acciones compensadora".

Los dos apartados próximos se centran en las acciones y PS privilegiadas (apartado 1.6) y las acciones y PS sin voto (apartado 1.7), que son las clases más utilizadas en el mercado financiero y analizadas por la doctrina española e internacional. El capítulo 2 analiza las participaciones preferentes, instrumentos financieros que no son clases de acciones ni de PS, aunque pueden parecer cercanos a ellas. Se reserva dos capítulos (capítulos 3 y 4) para estudiar detalladamente las acciones rescatables, por ser las clases de acciones menos observadas doctrinalmente.

1.7. CLASES PRIVILEGIADAS

En el mercado internacional podemos encontrar emisiones de acciones o PS con un gran número de diferenciaciones en los derechos que conceden a sus titulares, siendo las diferencias sobre el derecho al beneficio, sobre la cuota de liquidación, sobre el derecho de rescate y sobre el derecho de conversión en acciones o PS ordinarias.

En este apartado se analiza el concepto y justificación de las acciones (y PS) privilegiadas³⁴⁵; además, se observan los posibles derechos que pueden poseer los socios, que al fin y a la postre, son los rasgos que las caracterizan. Para ello, se analizan, en primer lugar, las posibles diferenciaciones de clases de acciones y PS que puede observar cualquier legislación. A continuación se analizan las posibilidades admitidas y utilizadas en los Derechos mercantiles que más interesan a esta investigación: el estadounidense, por ser el mercado donde más se han desarrollado, y el español.

1.7.1. Conceptualización

Las figuras jurídicas acciones y PS representan tres dimensiones: la parte alícuota del capital, el conjunto de derechos que le corresponden a su titular y, finalmente, el título con que los socios hacen valer sus derechos y los transmiten a otros.

Desde el punto de vista de esta investigación, interesa, fundamentalmente, conocer la dimensión de la acción y PS como representación del conjunto de derechos que corresponden a su titular. En efecto, si bien, en principio, todos los socios deben gozar de iguales derechos en proporción a sus aportaciones, esta regla se ve trasgredida cuando las sociedades de capital emiten dos o más emisiones a las cuales les atribuyen diferentes derechos. En este caso, en que se infringe el principio de igualdad, aparecen las figuras denominadas acciones (o PS)

³⁴⁵ En Estados Unidos y el Reino Unido se denomina *Preferred shares/Preferred stocks* a cualquier acción con un privilegio, ya sea económico o jurídico, frente a las acciones que no tienen estos privilegios, que se denominan *Ordinary or Deferred shares* en el Reino Unido, *Common stocks* en Estados Unidos. En Alemania, las clases de acciones con un privilegio económico o jurídico son denominadas sucesivamente, en las diferentes legislaciones *Prioritätsaktien* y *Vorzugsaktien*. Por su parte, en Francia, a las acciones que disfrutaban de ciertas ventajas sobre el resto de las acciones, derechos de preferencia sobre los beneficios y/o el activo social, o bien sobre los derechos económicos son denominadas *actions de priorité* o *actions privilégiées*.

privilegiadas, preferentes, privilegiadas o de prioridad, a las que la sociedad les concede unas ventajas mayores que a las de las acciones (o PS) ordinarias.

La mayoría de definiciones de la figura acciones (o PS) privilegiadas se realizan mediante el criterio de enumerar los privilegios que las mismas conceden a sus titulares. Según este procedimiento, claramente equivocado, la acción o PS privilegiada es aquella con una preferencia patrimonial³⁴⁶ que puede consistir en:

- ❑ El cobro de un dividendo fijo siempre que haya beneficios,
- ❑ El cobro de un dividendo fijo hasta un porcentaje determinado, y participación en el sobrante de beneficios en la misma proporción que las acciones o PS ordinarias,
- ❑ La preferencia en el pago de dividendos. En este caso, el emisor está obligado a pagar primero los dividendos de las acciones o PS preferentes,
- ❑ La acumulación. Las acciones o PS acumulativas tienen el derecho a que cuando el emisor no pueda pagar el dividendo, el valor se acumule hasta que la empresa disponga del dinero necesario para abonarlo,
- ❑ La preferencia en la liquidación. Los tenedores de las acciones o PS que tengan este derecho cobran la cuota de liquidación antes que los tenedores de las ordinarias,
- ❑ El privilegio de conversión. Los inversores con acciones o PS privilegiadas que posean estos derechos pueden cambiarlas por ordinarias, en una proporción predeterminada,
- ❑ El privilegio de rescate.

En base al criterio enumerativo, es difícil elaborar un concepto de clases de acciones o PS que comprenda todas las formas y combinaciones que en la práctica pueden adoptar estos instrumentos financieros, debido a que las legislaciones que reglamentan a las mismas no son uniformes en cuanto a los derechos que otorgan; asimismo, los estatutos de las sociedades varían mucho en los privilegios que confieren. Por ello, es más lógico elaborar un concepto de acciones o PS privilegiadas en sentido amplio adaptable a todo tipo de legislación.

El concepto adecuado es el siguiente: las acciones o PS privilegiadas son aquellas emisiones que conceden a sus titulares una serie de derechos sociales (patrimoniales y/o administrativos) proporcionalmente mayores a la cuota del capital que representan otras emisiones. Aunque esta definición es válida, siempre será más adecuado utilizar el concepto de clases de acciones o PS; partiendo de ella podemos afirmar que una clase de acciones o PS es aquella que otorga a sus titulares una serie de derechos sociales (patrimoniales y/o administrativos) proporcionalmente diferentes (mayores o menores) a la cuota del capital que representa otra clase de acciones o PS.

De la conceptualización anterior se deduce que, para que existan acciones o PS privilegiadas, es indispensable que en la sociedad emisora se den dos condiciones: existencia de dos o más emisiones de acciones o PS; y, que una emisión, a iguales fracciones de capital, le correspondan distintos derechos respecto a otra emisión.

De acuerdo con esta conceptualización, es posible conocer si se está o no frente a una clase de acciones o PS, por medio del análisis de tres elementos: la parte del capital que representa; la extensión de los derechos que le corresponden; y, la proporcionalidad que existe entre el capital invertido en la acción (o PS) y los derechos que ella representa.

1.7.2. Utilidad

La justificación de la existencia de acciones o PS privilegiadas reside en la utilidad económica que prestan a las sociedades de capital, ya que las acciones o PS privilegiadas pueden adoptar una gran variedad de modalidades en cuanto a los privilegios que confieren a sus titulares, y adoptar diversas combinaciones de privilegios, sin perder su naturaleza de

³⁴⁶ En el término acciones o PS privilegiadas se incluyen normalmente los privilegios patrimoniales, pero no los políticos. Lo adecuado es que se incluyan ambos.

acciones o participaciones sociales. Es, pues, la variedad de combinaciones lo que hace resaltar la utilidad y valor práctico de esta clase de acciones o PS.

Para las grandes sociedades de capital, la emisión de acciones o PS privilegiadas representa un modo de atraer capitales con el incentivo de los privilegios que otorgan a sus titulares. Al mismo tiempo, conlleva la ventaja de no crear un sistema rígido de deudas, como el que tendría la emisión de obligaciones en las sociedades anónimas, y de (según como esté configurado) impedir la entrada de capital ordinario, que podría desplazar a los antiguos socios de la dirección de la compañía. También esta clase de acciones o PS es una buena medida para sobrevivir en períodos de crisis económica, gracias a que pueden adoptar una gran variedad de modalidades en cuanto a los privilegios que confieren, logrando que las sociedades se recuperen de su difícil posición.

Las acciones o PS privilegiadas pueden existir durante toda la vida de la sociedad o parte de ella, ya que, por su naturaleza, no constituyen una institución permanente dentro del régimen de las sociedades de capital a diferencia de las acciones o PS ordinarias. En virtud de lo anterior, una vez cumplida su misión, la sociedad puede proceder a extinguir las.

La utilidad económica que proporcionan las acciones o PS privilegiadas para las sociedades de capital puede verse en dos diferentes momentos: en la constitución de la sociedad o en un momento posterior.

Al constituirse la sociedad, hay que tener en cuenta la función económica de las sociedades de capitales, especialmente las SA: aglutinar o concentrar grandes capitales para la creación de empresas de gran magnitud, que por la cuantía de la inversión que requieren están fuera del alcance de las posibilidades de personas aisladas o de un reducido número de ellas. En ese sentido, las acciones o PS privilegiadas pueden proporcionar a las sociedades los fondos de explotación suficientes para que puedan poner en marcha proyectos ambiciosos.

Por su parte, en el curso de su existencia, la emisión de acciones o PS privilegiadas tiene dos utilidades. En primer lugar, la creación y reglamentación de las acciones o PS privilegiadas obedece a la necesidad de lograr más rápidamente la reunión de grandes masas de dinero para que las sociedades de capital, especialmente las sociedades anónimas, puedan realizar grandes inversiones. En segundo lugar puede ser de vital importancia en los períodos de crisis económica, ya que constituye un medio válido para salvar de la disolución y su posterior liquidación, por cuanto que una sociedad que se encuentre atravesando una mala situación económica y requiera una inyección de capital para poder salir adelante, es muy difícil que se le concedan nuevos créditos por parte de sus acreedores o que interese a los titulares ordinarios para que inviertan más dinero en la compra de acciones o PS ordinarias. En ese difícil momento, se justifica la existencia de las acciones o PS privilegiadas ya que permite a la sociedad recibir recursos que logre mantenerla con vida y la permita salir adelante. Esto redundará, tanto en beneficio de las sociedades de capital, como en la economía de los diferentes países donde se permite la existencia de las acciones o PS privilegiadas, pues las sociedades de capital se encuentran vinculadas estrechamente a la economía de las naciones, constituyendo una fuerte base de la riqueza y prosperidad de un país por la cuantía de los capitales que reúnen y los intereses que representan, las operaciones que desarrollan y la multitud de individuos a quienes les soporta económicamente. De tal forma, las sociedades de capital son un factor decisivo en la economía de los países capitalistas, y su existencia interesa a la totalidad del país y no solo al grupo más o menos reducido de titulares; de ahí parte la importancia de las acciones o PS privilegiadas en las sociedades de capital, que justifican su existencia.

Derivado de su utilidad, las acciones o PS privilegiadas han sido acogidas por casi todas las legislaciones del mundo, eso sí, variando de un ordenamiento a otro lo concerniente a los privilegios que otorgan a sus titulares. Incluso, algunas legislaciones no sólo las confieren privilegios económicos sino también políticos administrativos, tales como el voto plural.

1.7.3. Diferenciación de los privilegios

Las acciones o PS privilegiadas pueden clasificarse atendiendo a la naturaleza de privilegio que conceden a sus titulares.

Según la naturaleza del privilegio adoptado, las acciones o PS privilegiadas pueden clasificarse en cinco grupos de privilegios: económicos, políticos, mixtos, sujetos a condición o plazo y combinados. Pertenecen al primer grupo aquellas que conceden ventajas económicas, ya sea sobre los beneficios sociales, ya sea sobre la cuota de liquidación; al segundo grupo pertenecen aquellas acciones o PS que permiten una intervención superior en las funciones administrativas de la sociedad; el tercero incluye la diferenciación en el derecho de suscripción preferente; en el cuarto se incluyen las acciones o PS convertibles y las acciones rescatables; y el último engloba a las emisiones con una mezcla de los anteriores privilegios.

A) PRIVILEGIOS ECONÓMICOS

Las acciones o PS con privilegios de orden pecuniario pueden dividirse en:

A.1) Acciones o PS con privilegios en el reparto de los beneficios.

- Dividendo preferente;
- Dividendo fijo;
- Derecho a obtener preferentemente un primer dividendo, igualándose después, a las ordinarias;
- Dividendo prioritario acumulativo o recuperable;
- Privilegio sobre los beneficios, en razón de su valor nominar inferior;
- Derecho a un porcentaje mayor en los beneficios sociales.

A.2) Acciones o PS con privilegios sobre la cuota de liquidación, esto es sobre el activo social disponible al liquidarse la sociedad.

- Derecho de reembolsarse preferentemente a las ordinarias, del capital nominal que representan;
- Derecho a cobrar, contra dicho activo, los dividendos atrasados que se les adeuden, si su privilegio es acumulativo;
- Derecho a ser reembolsadas con una prima especial prioritaria.

A.1) PRIVILEGIOS EN EL REPARTO DE LOS BENEFICIOS

Las acciones o PS privilegiadas con dividendo prioritario son aquellas que confieren a su poseedor el derecho de obtener un dividendo mayor que las ordinarias.

Dentro de ellas diferenciamos las que tienen un dividendo privilegiado "absoluto" porque tendrán un dividendo adicional mayor siempre³⁴⁷, y las que tendrán un posible dividendo mayor ("relativo") porque depende de la cuantía de la cifra de resultados contables³⁴⁸.

³⁴⁷ En España han emitido acciones privilegiadas cinco sociedades: la "Compañía del Ferrocarril de Madrid a Aragón", la *Société Générale de Tramways de Madrid et d'Espagne* (SGTME), la "Compañía de los Caminos de Hierro del Norte de España", "Construcciones y Ferrocarriles S.A." y Canal Metro Madrid. Entre los medios absolutos para privilegiar una emisión destacan la remuneración fija, por ejemplo la "Compañía de los Caminos de Hierro del Norte de España" emitió el 22 de julio de 1.918 acciones al portador con un interés fijo del 3% sobre el valor nominal. Como el valor nominal era de 500 pesetas, el interés anual era de 15 pesetas (3%500).

³⁴⁸ Dentro de estos últimos dividendos privilegiados "relativos" destacamos el dividendo adicional, una figura presente en España. En España dos sociedades han emitido acciones con derecho a un dividendo adicional: la empresa "Ferrocarriles de Cataluña S.A." y la Compañía española de viviendas de alquiler (CEVASA). La empresa "Ferrocarriles de Cataluña S.A." realizó siete aumentos de capital de acciones preferentes de 500 pesetas de valor nominal, las cuales tenían un derecho a un dividendo adicional no acumulativo del 5%. Por su parte, CEVASA admitió a cotización 12.737 acciones privilegiadas de 1.000 pesetas de valor nominal. Las acciones eran preferentes con derecho a percibir un dividendo de hasta el 7,5% de su valor nominal con carácter fijo y preferente a las ordinarias. Ambas emisiones de dividendo preferente también tenían derecho a recibir el dividendo de las acciones

El cálculo de la remuneración puede ser muy diversa: puede ser fija, variable en función de los beneficios, variable en función del valor de cotización del emisor o, incluso, variable en función de los rendimientos de un determinado sector³⁴⁹.

Las acciones o PS privilegiadas con dividendo preferente son aquellas que confieren a su poseedor el derecho de obtener el dividendo antes que las acciones o PS ordinarias. La preferencia está en el momento de recibir el dividendo, no en la cantidad³⁵⁰.

Cuando existen acciones o PS privilegiadas con dividendo preferente se procede a retirar, en primer lugar, de los beneficios sociales la cantidad necesaria para distribuir entre los titulares un dividendo determinado en los estatutos (por ejemplo un tanto por ciento anual sobre su valor nominal); hecha esta operación, y si los beneficios lo permiten, se distribuye a las acciones o PS ordinarias un dividendo igual al que le correspondió a las privilegiadas;

ordinarias, por lo que es posible expresar que poseían el dividendo adicional, característico de las acciones sin voto actuales (hay que tener en cuenta que las acciones sin voto no estaban reguladas en España en el momento de la emisión de estas acciones privilegiadas).

³⁴⁹ Las posibilidades de crear clases de acciones con privilegios en los derechos sobre el beneficio son ilimitadas. A las clásicas formas de calcular la base del privilegio, sobre los beneficios, valor nominal o cotización de la propia empresa emisora, se unen novedosas que amplían y enriquecen el catálogo de instrumentos financieros jurídicos disponibles por los inversores. Por ejemplo, destacamos las acciones procedentes del Derecho societario estadounidense conocidas como *tracking stocks*, *lettered stocks*, *targeted stocks* o *alphabet stocks*, caracterizadas porque atribuyen a sus titulares derechos económicos vinculados a los resultados de la actividad social de un determinado sector. Esta clase de acciones ha tomado un impulso en la Reforma del Derecho italiano de 2003, pues es posible emitir *azioni correlate* con estas características. Cfr. *Codice Civile*, art. 2350, párs. 2 y 3.

³⁵⁰ Las acciones preferentes son las acciones privilegiadas más frecuentes. Destacan las emisiones de Abertis, Banco Guipuzcoano, Dragados, Filo, Document on Demand, “Compañía de los Ferrocarriles Económicos de Villena a Alcoy y Yecla”, *Barcelona Traction Light and Power Company Limited* y la “Compañía General de Ferrocarriles Catalanes, S.A.”. El capital social de “Abertis” se compone de dos clases: 514.445.009 acciones de la clase “A” y 37.036.366 acciones de la clase “B”. Los estatutos de la sociedad establecen los derechos de las acciones privilegiadas de clase “B”: gozan de los mismos derechos que las acciones ordinarias, y adicionalmente, tienen derecho a un dividendo preferente único. El dividendo preferente, independiente al ordinario, se abonará una única vez a los titulares de las acciones privilegiadas. El importe máximo del dividendo preferente correspondiente a cada acción privilegiada vendrá determinado por la diferencia existente entre 14,87 euros por acción y el valor medio ponderado de cotización de las acciones ordinarias en el trimestre anterior a la fecha de devengo, con el límite máximo de 4,25 euros por acción. Si el valor medio ponderado de cotización en el trimestre anterior a la fecha de devengo fuera igual o superior a 14,87 euros por acción, no se abonará dividendo preferente alguno. Las acciones privilegiadas se convertirán automáticamente en acciones ordinarias una vez se haya satisfecho el dividendo preferente. El mismo efecto se producirá si en la fecha de devengo se comprueba que el dividendo tiene valor cero. Por su parte, el Banco Guipuzcoano tiene 1.472.800 acciones con un valor nominal de 500 pesetas con la consideración de preferentes sin voto-A, ya que poseen el derecho de percibir un dividendo adicional especial equivalente al 50% del que se acuerde repartir a las acciones ordinarias y que nunca será inferior a 100 pesetas. El Banco Guipuzcoano tenía una emisión de acciones preferentes sin voto (ISIN=ES0113580A33), hasta el momento de su exclusión de cotización el 12 de abril de 2007. La empresa Dragados y Construcciones emitió, el 22 de febrero de 1946, 20.000 acciones preferentes de valor nominal 500 pesetas con el privilegio de un derecho preferente respecto a las ordinarias a participar en el patrimonio resultante de la liquidación. El capital de FILO emitió 23.500.096 acciones privilegiadas (serie B). Las acciones privilegiadas tienen derecho a un dividendo preferente durante los ejercicios 2001 y 2002, consistente en percibir el 6% de la cantidad desembolsada en concepto de nominal y prima de emisión aportada, con cargo a los beneficios distribuibles obtenidos durante los ejercicios 2001 y 2002. Además, tienen derecho a que los dividendos percibidos hasta el 31-12-2001, sean en su conjunto superiores a las de las acciones ordinarias. También poseen la capacidad de participar en la ampliación liberada mediante la entrega de acciones privilegiadas a la par, que se emitirán con cargo a una reserva especial constituida al efecto. El 17 de junio de 1996 Document on Demand (antes Roberto Zubiri) empezó a cotizar con 600.000 acciones privilegiadas de valor nominal 1.000 pesetas. Las acciones eran preferentes, pues tenían derecho a recibir, en caso de que la junta general de accionistas lo acordase, el 20% del importe establecido cada año como dividendo. La “Compañía de los Ferrocarriles Económicos de Villena a Alcoy y Yecla” emitió acciones preferentes el 3 de diciembre de 1910. El capital social total, tras su emisión, fue de 13.015.000 pesetas, formadas por 27.400 acciones al portador de 475 pesetas de valor nominal. La *Barcelona Traction Light and Power Company Limited* emitió en 1914 acciones preferentes de 100 dólares oro al 7% no acumulativo. La “Compañía General de Ferrocarriles Catalanes, S.A.” emitió acciones preferentes el 27 de mayo de 1963 con la denominación “Acciones preferentes serie A” y “Acciones preferentes serie B”. Las acciones preferentes de la Serie B tienen un derecho a un dividendo no acumulativo del 4%.

finalmente, si queda un saldo restante, se reparte entre el resto de acciones o PS, sin distinción ni preferencia.

La modalidad de acciones o PS privilegiadas con un dividendo fijo consiste en que la sociedad reconoce a sus titulares el derecho preferente a un dividendo fijo determinado (un tanto por ciento anual sobre su valor nominal), y que deberá pagarse a sus titulares con anterioridad a todo reparto a las acciones o participaciones ordinarias, pero estableciéndose que el excedente de los beneficios será distribuido exclusivamente entre las acciones o participaciones ordinarias³⁵¹.

Las acciones o PS privilegiadas que conceden preferentemente un primer dividendo igualándose, después a las ordinarias gozan u obtienen un dividendo fijo, determinado en los estatutos; efectuado este reparto, el excedente de los beneficios si existe, se distribuye por partes iguales entre todas las acciones o PS, ordinarias y privilegiadas. En este caso, el privilegio es más pronunciado a favor de los titulares, pues siempre obtendrán un dividendo superior al que se distribuye a los inversores en acciones o PS ordinarias³⁵².

Las acciones o PS privilegiadas con dividendo prioritario acumulativo o recuperable aseguran a sus titulares el cobro de sus dividendos en el caso que los ejercicios no arrojen beneficios, es decir los dividendos no satisfechos se van trasladando por acumulación a los ejercicios posteriores, de manera que el titular puede ir recuperándolos en los ejercicios con beneficios. Para los titulares de acciones o PS que posean este derecho, su utilidad consiste en la seguridad de que obtendrá finalmente su dividendo.

La ventaja de las acciones o PS privilegiadas con privilegio sobre los beneficios, en razón de su valor nominal inferior, resulta del hecho de que entran a gozar de los mismos derechos en el reparto que las acciones o PS de mayor valor nominal. Su emisión requiere que se disponga en los estatutos que, sin perjuicio de su distinto valor nominal, todas las acciones gozarán de igual derecho en el reparto de los dividendos, considerando a todas las acciones o PS como si fuesen iguales. Existe un privilegio en cuanto a distintas proporciones de capital le van a corresponder idénticos dividendos³⁵³.

En las acciones o PS privilegiadas con derecho a un porcentaje mayor en los beneficios sociales, la sociedad atribuye a las acciones o PS privilegiadas un tanto por ciento mayor en los dividendos que se van a repartir³⁵⁴. En este caso, no existe un dividendo fijo, ni tampoco preferencia temporal, sino un privilegio en cuanto que las acciones o PS privilegiadas van a percibir mayor cantidad que los ordinarios.

A.2) PRIVILEGIOS EN LA CUOTA DE LIQUIDACIÓN

El privilegio de las acciones o PS privilegiadas reembolsables preferentemente consiste en que sus poseedores reciben, en caso de liquidación de la sociedad de capital, el valor de su aportación en un momento anterior al de recepción por parte del resto de titulares.

Las acciones o PS privilegiadas que gozan del derecho a cobrar contra el activo social, los dividendos atrasados que se les adeuden, si su privilegio es acumulativo, otorgan a sus titulares el derecho de cobrar los dividendos adeudados del activo social líquido cuando su privilegio es acumulativo. Esta modalidad de acciones o PS privilegiadas no es muy aconsejable para el resto de clases de acciones o PS, pues se puede presentar el caso que la acumulación de dividendos, llegue a aumentar en tal forma, que abarque por entero el activo repartible, perjudicando al resto de acciones o PS que verían desaparecer uno de sus derechos esenciales.

³⁵¹ Este tipo de acciones privilegiadas es muy poco frecuente, sólo se ha observado en la sociedad salvadoreña “Metrocentro, sociedad anónima de capital variable”. METROCENTRO: *Annual Report 2009*, 2010.

³⁵² Este privilegio es asimilable al dividendo adicional de las acciones sin voto en España.

³⁵³ Por ejemplo, una acción de valor 20 euros y otra de 10 euros obtendrán un mismo dividendo.

³⁵⁴ Por ejemplo, el 60% de los beneficios para los titulares de acciones privilegiadas con este derecho y el resto a los de la emisión ordinaria.

El privilegio de las acciones o PS privilegiadas con el derecho de ser reembolsadas con una prima especial prioritaria consiste en que gozan del derecho a una prima, que debe ser pagada preferentemente, en el momento de efectuarse el reembolso de esas acciones o PS³⁵⁵.

En el supuesto de que una sociedad emita acciones o PS privilegiadas que acrediten los tres privilegios antes expuestos y se produzca su liquidación, el activo distribuible deberá ser repartido de la siguiente forma: primeramente, se pagarán los dividendos acumulados que se adeuden; luego se reembolsarán de su valor nominal y prima correspondiente las acciones o PS privilegiadas que gocen de esos derechos; a continuación, si aún resta activos, se procederá a rembolsar el valor nominal del resto de acciones o PS; finalmente, si hubiera todavía saldo, este deberá prorratearse entre todos los titulares, sin distinción alguna de clases. El orden señalado es susceptible de cambiar de acuerdo a la extensísima variedad que puede adoptar la ordenación de las preferencias sobre el activo social.

B. PRIVILEGIOS ADMINISTRATIVOS

Las acciones o PS que confieren privilegios de orden administrativo pueden ser clasificadas en tres agrupaciones:

- Voto privilegiado;
- Derecho para designar la mayoría de los miembros del consejo de administración;
- Derecho a nombrar la mayoría de liquidadores.

Las acciones o PS con voto privilegiado pueden definirse como las que tienen un derecho de voto superior al de otras, con relación a la cuota del capital que ellas representan. Las acciones o PS con voto privilegiado confieren a su poseedor un derecho de voto más elevado que el atribuido a las ordinarias. Las acciones o PS con voto privilegiado han recibido un gran número de denominaciones: de voto plural, de voto desigual, de voto acumulativo, de voto múltiple, de voto preferencial, de voto superior, de voto mayor, de dirección, de gestión, de control, de protección, de comando o predominante³⁵⁶.

³⁵⁵ Por ejemplo, puede estipularse que las acciones privilegiadas que tienen un valor nominal de diez euros, serán reembolsadas preferentemente por un valor de cincuenta euros ganando de esa forma, cada acción, una prima de reembolso de cuarenta euros.

³⁵⁶ La emisión de acciones con voto plural (*Multiple Voting Shares*) solamente ha estado permitida, en algún momento del tiempo, en Argentina, Chile, Colombia, Estados Unidos y Reino Unido. Sin embargo sí ha sido, y es, muy frecuente la emisión de acciones sin voto en otros países. En España, sólo está vigente una emisión de acciones con voto plural, la de Amadeus, y dos de acciones sin voto, la británica Jazztel y la italiana “Reno de Medici S.p.A.”, todas ellas con domicilio social fuera de España aunque realizan su actividad empresarial en nuestro país. La sociedad Amadeus posee 598.000.000 acciones privilegiadas, de un céntimo de euro de valor nominal (clase “A”), y por 171.443.700 acciones ordinarias, de diez céntimos de euro de valor nominal (clase “B”). Cada acción confiere a su titular el derecho a un número de votos proporcional a su valor nominal; en consecuencia, cada acción de la clase “A” dará derecho a un voto, mientras que cada acción de la clase “B” dará derecho a diez votos. (Vid. AMADEUS GLOBAL TRAVEL DISTRIBUTION, SA: Estatutos, art. 6). Por su parte, “Jazztel” posee 5.000.000 acciones “sin voto” (Vid. JAZZTEL: *Informe Anual 2008*, Londres, 2009, punto 8 de la Memoria), que no tienen derechos políticos ni tampoco derecho a participar en los dividendos, únicamente concederán a su titular el derecho a recibir la cantidad desembolsada por dichas acciones en una restitución de aportaciones, liquidación de la sociedad, etc. La sociedad dispone de total libertad para en cualquier momento rembolsar, comprar o transmitir, sin autorización, todas las acciones “sin voto” que se encuentren en circulación, a un precio no superior a un penique por la totalidad de las acciones “sin voto” reembolsadas en cada momento determinado, tras comunicar su intención a los titulares con una antelación mínima de cinco días. (Vid. JAZZTEL: *Estatutos*, Londres, 2008, art. 12). La sociedad “Reno de Medici S.p.A.” tiene 520.206 “acciones de ahorro” (Vid. RENO DE MEDICI: *Informe Anual 2008*, Milán, 2009, punto 8 de la Memoria). Estas acciones de ahorro no confieren ningún derecho político, sino solamente derechos económicos privilegiados frente a las acciones ordinarias, las cuales sí que confieren derechos políticos y económicos, aunque éstos últimos en menor medida que los concedidos a las acciones de ahorro (Vid. RENO DE MEDICI: *Estatutos*, Milán, 2008, arts. 6 y 22).

Las acciones o PS privilegiadas con derecho a nombrar la mayoría de miembros del Consejo de Administración³⁵⁷ confieren a sus poseedores el derecho a nombrar la mayoría de los miembros de la Junta Directiva³⁵⁸.

Otro privilegio es la concesión a sus poseedores del derecho a nombrar la mayoría de los liquidadores³⁵⁹. Por la importancia de la función que desempeñan los liquidadores, las acciones o PS privilegiadas que gocen del privilegio de designar la mayoría de liquidadores pueden ser muy valoradas por el mercado.

C. DERECHOS MIXTOS

Pueden existir acciones o PS privilegiadas con ventajas en el derecho preferente para suscribir las acciones o PS nuevas en los aumentos de capital o en emisión de obligaciones convertibles³⁶⁰. El privilegio se deriva de que es posible diferenciar su ejercicio limitando a que el titular ordinario podrá tener el derecho preferente de suscribir las acciones o PS nuevas ordinarias pero no privilegiadas. Este tipo de acciones o PS confieren a sus titulares la ventaja de evitar la posibilidad que las nuevas emisiones caigan en manos de competidores, de manera que éstos llegaran a dominar la sociedad y que, en consecuencia, se produzcan variaciones en la dirección de la compañía por la formación de nuevas mayorías, gracias a los votos que confieren las nuevas acciones o PS.

D. SUJETOS A CONDICIÓN O PLAZO

En cuanto a su extinción, tomando en cuenta la duración del privilegio, las acciones o PS privilegiadas se pueden dividir entre las que posean los privilegios definitivos, es decir para toda la vida de la sociedad; y las que posean privilegios transitorios, es decir sujetos a condición o plazo.

En las acciones o PS con privilegios definitivos, los especiales derechos pueden ser ejercidos por sus titulares durante toda la vida de la sociedad y terminan al extinguirse ésta.

También pueden existir acciones o PS con privilegios transitorios, sujetos a condición o plazo. Partiendo de la base que las acciones o PS privilegiadas no constituyen una institución permanente dentro del régimen de las sociedades de capital, es perfectamente comprensible que los privilegios que otorgan, puedan sujetarse a plazo o condición³⁶¹. Respecto de la condición para que deje de operar el privilegio, se pueden señalar, como ejemplos, los siguientes: transferencia de las acciones o PS privilegiadas a terceros no contemplados en el pacto social, supresión de privilegio mediante acuerdo de una mayoría de socios preestablecida

³⁵⁷ Gracias a este privilegio si una sociedad anónima tiene, por ejemplo, siete directivos, los titulares de las acciones privilegiadas están facultados para elegir cuatro, eligiendo los otros tres, el resto de accionistas.

³⁵⁸ En los Derechos societarios anglosajones, el derecho a nombrar la mayoría de miembros del Consejo de Administración supone la generación de una clase de acciones, sin embargo en los Derechos continentales europeos no. Esta particularidad ha sido señalada por la doctrina como la, prácticamente, única diferencia entre las dos zonas. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de sociedades británico y estadounidense*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), p. 427.

³⁵⁹ Al disolverse la sociedad anónima debe procederse a designar la comisión liquidadora que se encargará de realizar el activo y pasivo de la sociedad y de proceder a efectuar la partición de los bienes entre los socios. El liquidador es, al igual que el administrador, un mandatario de la sociedad, y sus funciones, jurídicamente hablando, son idénticas a las de los administradores, pues representan a la sociedad tanto frente los terceros, como ante los socios mismos, al mismo tiempo que están facultados para dirigir los negocios sociales pendientes. Los socios estarán interesados en designar liquidadores de su confianza, protegiendo sus aportaciones, y también, sus preferencias sobre el activo repartible.

³⁶⁰ Son mixtos los derechos con trascendencia económica y política simultáneamente. El único derecho, con carácter mixto, que pueden poseer los titulares de acciones es el derecho de suscripción preferente. La sociedad de capital, al proceder a aumentar su capital, emitiendo acciones nuevas, puede ofrecerlas al público, o reservarlas para los antiguos accionistas, a fin de compensarles por el efecto dilución que, como resultado de la nueva emisión, experimentarían las acciones antiguas.

³⁶¹ La temporalidad de los privilegios puede regularse en el pacto social de cada sociedad. Con relación al plazo del privilegio, la sociedad puede indicar en sus estatutos que los privilegios conferidos por las acciones privilegiadas regirán por un plazo de tres, cinco, diez años, etc., a partir de su emisión.

y extinción del privilegio mediante un sistema de rescate, que consiste en ir rescatándolas paulatinamente.

Entre las acciones o PS con privilegios transitorios, sujetos a condición o plazo, destacan dos tipos que conceptualmente tienen implícita una posible fecha de extinción o modificación: las acciones o PS convertibles y las acciones rescatables³⁶².

Las acciones o PS convertibles conceden al emisor, titular, ambos, ante una fecha o ante un hecho, el derecho a convertirse en otra clase de acciones o participaciones, o incluso unas obligaciones³⁶³, en unas condiciones determinadas³⁶⁴. Las acciones o PS con derecho a conversión pueden tener muy diversas características, atendiendo al periodo en que es posible la conversión, el número de acciones o PS comunes emitidas por cada acción o participación convertible y si necesita pago en metálico para su conversión³⁶⁵. La conversión se realiza en función de la "tasa de conversión", proporción que indica el número de acciones o PS ordinarias

³⁶² Estos privilegios transitorios, sujetos a condición o plazo, son también opcionales o relativos, porque pueden ser ejercidos por el inversor o no, porque, dependiendo de la evolución de la economía, les pueden ser más o menos rentables (o incluso nada, y entonces no lo ejercerían). Por esta razón, deberían ser consideradas una diferenciación más que un privilegio.

³⁶³ Vid. LORRY, M.; WATSON, L.: *Company Law*, London, 2001, p. 136. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, p. 23. PENNINGTON, ROBERT R.: *Company Law*, Butterworths, London, 2001, pp. 215 y 216.

³⁶⁴ Aunque las acciones convertibles son frecuentes en muchos países, sobre todo Estados Unidos, sólo existen dos emisiones convertibles en España (la realizada por Abertis y por el Banco Guipuzcoano), y otra de una empresa italiana (Reno de Medici) que cotiza en las bolsas españolas. La emisión de acciones privilegiadas realizada por Abertis está compuesta por 37.036.366 acciones de nominal 3 euros. El capital social de "Abertis" está fijado en 1.654.444.125 euros, dividido en 551.481.375 acciones. El capital se compone de dos clases: 514.445.009 acciones de la clase "A" y 37.036.366 acciones de la clase "B". Los estatutos de la sociedad establecen los derechos de las acciones privilegiadas: las acciones de clase "B" gozan de los mismos derechos que las acciones ordinarias, y adicionalmente, tienen derecho a un dividendo preferente. Las acciones privilegiadas tienen derecho a un dividendo preferente único. El dividendo preferente se abonará una única vez a los titulares de las acciones privilegiadas. El dividendo preferente será independiente al dividendo ordinario que corresponda a dichas acciones privilegiadas. El importe máximo del dividendo preferente correspondiente a cada acción privilegiada vendrá determinado por la diferencia existente entre 14,87 euros por acción y el valor medio ponderado de cotización de las acciones ordinarias en el trimestre anterior a la fecha de devengo, con el límite máximo de 4,25 euros por acción. Si el valor medio ponderado de cotización en el trimestre anterior a la fecha de devengo fuera igual o superior a 14,87 euros por acción, no se abonará dividendo preferente alguno. Las acciones privilegiadas se convertirán automáticamente en acciones ordinarias una vez se haya satisfecho el dividendo preferente. El mismo efecto se producirá si en la fecha de devengo se comprueba que el dividendo tiene valor cero. El 25 de febrero de 1993 entraron en circulación 1.472.800 acciones del Banco Guipuzcoano con un valor nominal de 500 pesetas (ISIN=ES0113580D30). Las acciones tienen la consideración de preferentes sin voto-A, ya que poseen el derecho de percibir un dividendo adicional especial equivalente al 50% del que se acuerde repartir a las acciones ordinarias y que nunca será inferior a 100 pesetas. El aspecto fundamental de esta emisión de acciones privilegiadas es su posible transformación. Las acciones preferentes sin voto serán asignadas a las solicitudes de transformación recibidas de los accionistas, quienes tendrán derecho a solicitar la transformación en la proporción de una acción preferente por una acción ordinaria. En consecuencia, no habrá lugar a desembolso en metálico alguno, y dicha transformación se llevará a cabo mediante el estampillado de las acciones ordinarias que acudan a la conversión. Las acciones preferentes sin voto de la serie "Preferente sin voto serie A" resultantes de la transformación, gozarán de un derecho de opción a convertirse en acciones ordinarias con voto, en la proporción de una acción ordinaria por una acción preferente, por quintas e iguales partes, mediante sorteo ante notario al final de los años 6º, 7º, 8º, 9º y 10º. La italiana "Reno de Medici S.p.A." tiene 520.206 "acciones de ahorro" convertibles en acciones ordinarias a petición de los accionistas durante los meses de febrero y septiembre de cada año (Vid. RENO DE MEDICI: *Informe Anual 2008*, Milán, 2009, punto 8 de la Memoria). Las acciones ordinarias provenientes de la conversión de las acciones de ahorro tendrán disfrute desde el uno de enero o desde el uno de julio del año precedente con relación al disfrute uno de enero o uno de julio de las acciones de ahorro convertidas. Las acciones de ahorro no confieren derecho de voto en las Juntas, sean ordinarias o extraordinarias, ni el derecho de convocar la reunión de la Junta (Vid. RENO DE MEDICI: *Estatutos*, Milán, 2008, art. 22). La reducción del capital social por pérdidas no conllevará la reducción del valor nominal de las acciones de ahorro excepto por la parte de las pérdidas que excedan el valor nominal total de las otras acciones. En caso de exclusión de la negociación de las acciones ordinarias o de ahorro, las acciones de ahorro mantendrán sus respectivos derechos y características. Respecto al aumento de capital, las acciones de ahorro y otras categorías de acciones podrán ser emitidas para tal fin, de acuerdo con lo establecido en el art. 2441 del Código Civil italiano, así como para convertir las acciones de otra categoría ya emitidas.

³⁶⁵ Vid. HARTMAN, B.P.; HARPER, R.M.; KNOBLET, J.A.; RECKERS, P.M.: *Intermediate accounting*, South-Western College Publishing, Cincinnati, 1997, p. 959.

que corresponden a cada una de las privilegiadas. La "tasa de conversión" puede estar previamente fijada en el contrato de las acciones o PS, o puede estar establecida en función del valor de mercado de las ordinarias y privilegiadas en el momento de la conversión.

Las acciones³⁶⁶ rescatables son las emisiones que conceden al emisor, titular, ambos, ante una fecha o ante un hecho, el derecho a ser rescatadas con unas condiciones determinadas³⁶⁷.

E. PRIVILEGIOS COMBINADOS

Las acciones o PS con privilegios combinados aglutinan para sus titulares, varios de los privilegios antes mencionados, tales como: voto privilegiado, dividendo prioritario, reembolso preferente, rescate, etc. Mientras que en Estados Unidos lo usual es que existan combinación de privilegios, en España existen pocas emisiones con una combinación de privilegios, y las realizadas, aunque cotizan en el mercado bursátil español, tienen su origen en Brasil. Aracruz Celulose tiene una emisión de acciones privilegiadas, sin voto y convertibles simultáneamente³⁶⁸, Bradesco tiene una emisión de acciones con privilegios en la cuota de liquidación y sin voto³⁶⁹, Bradespar emitió acciones con privilegios económicos y sin voto simultáneamente³⁷⁰, Braskem tiene una emisión de acciones privilegiadas, sin voto y convertibles simultáneamente³⁷¹, Copel se financia con una emisión de acciones privilegiadas,

³⁶⁶ En España está limitada la posibilidad a que existan acciones rescatables, y no participaciones rescatables, porque de forma clara el legislador español establece que sólo las podrán emitir las sociedades anónimas.

³⁶⁷ En los Derechos estadounidense y británico, las acciones rescatables tienen además privilegios en derechos económicos, pero no por imposición legal, sino "como modo normal de aparecer en el mercado". *Vid.* PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones ...*, *op. cit.*, p. 437. El mismo autor afirma que en los dos ordenamientos societarios anglosajones, las acciones rescatables forman una clase. *Ibidem*, p. 437.

³⁶⁸ El capital social de social de "Aracruz Celulose S.A." es de 1.854.506.731,94 reales brasileños, que se encuentra divididos en 1.032.544.120 acciones nominativas, sin valor nominal, de las cuales 455.390.699 son acciones ordinarias y 577.163.421 acciones preferentes, que se dividen a su vez en dos clases: clase A y clase B (*Vid.* ARACRUZ CELULOSE: *Annual Report 2009*, Sao Paulo, 2007, punto 8 de la Memoria). Las acciones preferentes no disponen de derecho de voto, pero se aseguran recibir un dividendo de un 10% mayor que el atribuido a cada acción ordinaria y la prioridad en el reembolso de capital, en caso de disolución de la sociedad. Sin perjuicio a lo anterior, las acciones preferentes clase "A", tienen prioridad en la percepción de un dividendo mínimo del 6% al año, calculado sobre el valor del capital que representan y dividido entre ellas en partes iguales. Las acciones preferentes clase "A", podrán ser convertidas en acciones preferentes clase "B", corriendo el coste de conversión por cuenta del accionista interesado.

³⁶⁹ El capital social del "Banco Bradesco S.A." está fijado en 7.700.000.000 reales brasileños, que se encuentra dividido en 491.933.125 acciones nominativas registradas, sin valor nominal, de las cuales 247.143.186 son acciones ordinarias, y 244.789.939 acciones preferentes. Las acciones preferentes no tienen derecho a voto, pero confieren, a sus titulares, los siguientes derechos y ventajas: prioridad en el reembolso del capital social, en caso de liquidación, dividendos 10% mayores que los atribuidos a las acciones ordinarias; inclusión en oferta pública resultante de eventual enajenación del control de la sociedad, estando asegurado que sus titulares recibirán un precio igual al 80% de la cantidad pagada por acción ordinaria integrante del bloque de control. No está permitida la conversión de acciones ordinarias en acciones preferentes y viceversa.

³⁷⁰ El capital social de "Bradespar S.A." es 2.044.546.272 Reales Brasileños (R\$), dividido en 43.711.175 acciones nominativas-escriturales, sin valor nominal, que se encuentran repartidas de la siguiente manera: 15.333.063 acciones "ordinarias" y 28.378.112 acciones "preferentes". No está permitida la conversión de acciones "ordinarias" en acciones "preferentes", y viceversa. Los estatutos de la sociedad aseguran a las accionistas, en cada ejercicio, a título de dividendo obligatorio, un 30% del beneficio líquido ajustado. En cuanto a los derechos económicos, las acciones "preferentes" son privilegiadas, teniendo las siguientes ventajas: (a) prioridad en el reembolso del capital social en caso de liquidación de la sociedad y (b) obtención de unos dividendos un 10% mayor a los atribuidos a las acciones "ordinarias". En lo que se refiere a los derechos políticos, las acciones "preferentes" carecen de derecho de voto en la junta general de accionistas. Las acciones "preferentes" adquirirán derecho de voto si la compañía dejará de pagar los dividendos que le correspondan por un plazo superior a tres ejercicios consecutivos, perdiendo tal derecho cuando vuelva a recibir dividendos.

³⁷¹ Según se puede extraer del art. 4 de los Estatutos sociales de "Braskem" (*Vid.* BRASKEM: *Estatutos*, Sao Paulo, 2007), su capital social es de R\$ 3.402.968.293,84, el cual se encuentra dividido en 90.640.690.253 acciones, que se reparte de la siguiente manera: 30.215.024.848 acciones "ordinarias", 60.205.279.187 acciones preferentes de la clase "A" y 220.386.218 acciones preferentes de clase "B" (*Vid.* BRASKEM: *Annual Report 2009*, Sao Paulo, 2007). Cada acción "ordinaria" da derecho a un voto en la Junta General, mientras que las acciones preferentes no tienen derecho a voto. Las acciones preferentes gozan de los siguientes privilegios: Las acciones preferentes de la clase "A" y "B" tienen la misma prioridad en la distribución en cada ejercicio, de un dividendo mínimo, no

sin voto y convertibles simultáneamente³⁷², Eletrobras posee una emisión de acciones con privilegios en el derecho al beneficio, en la cuota de liquidación y sin voto³⁷³, Net Serviços tiene una emisión de acciones con privilegios en el derecho al beneficio, en la cuota de liquidación y sin voto³⁷⁴, Petrobras se financia con una emisión de acciones con privilegios en el derecho a recibir beneficios, en la cuota de liquidación y sin voto³⁷⁵, Sadia posee una emisión de acciones

acumulativo, del 6% sobre su valor unitario. Las acciones “ordinarias” solamente tienen derecho a dividendo después del pago del dividendo mínimo de las acciones preferentes. Una vez que las acciones “ordinarias” se hayan asegurado un dividendo del 6% sobre su valor unitario, las acciones preferentes de clase “A” concursan en igualdad de condiciones con las acciones “ordinarias” en la distribución del beneficio restante. Las acciones preferentes de clase “B” no participan en los beneficios restantes, después de haber recibido el mínimo del 6%. Las acciones preferentes de clase “A” y “B” participarán, sin restricciones y en igualdad de condiciones con las acciones “ordinarias”, en la distribución por la compañía, de acciones resultantes de la corrección monetaria del capital. Únicamente las acciones “ordinarias” y preferentes de clase “A” participan en la distribución por la compañía de acciones por aumento con cargo a reservas. Las acciones preferentes de la clase “A” y “B” tienen asegurada la prioridad en el reembolso del capital. Las acciones preferentes sin derecho a voto con dividendos fijos o mínimos, adquirirán el ejercicio de ese derecho si la compañía dejara de pagar los dividendos fijos o mínimos durante tres ejercicios sociales consecutivos. Este derecho lo conservan hasta el pago. Según se acordó el 31 de octubre de 1995, los poseedores de acciones preferentes de clase “B” podrán en cualquier momento, pedir la conversión en acciones preferentes de clase “A” bajo la paridad “2/1”, es decir, el accionista podrá convertir cada dos acciones preferentes de clase “B” en una acción preferente de clase “A”.

³⁷² El capital social de “Compañía Paranaense de Energía” (COPEL) es de 3.480.000.000 reales brasileños, representado por 273.655.376.270 acciones, sin valor nominal, siendo 145.031.080.782 acciones ordinarias y 128.624.295.488 acciones preferentes, dividiéndose éstas en 405.611.695 acciones clase “A” y 128.218.683.793 acciones clase “B” (Vid. COPEL: *Informe Anual 2008*, Curitiba-Parana, 2009, punto 8 de la Memoria). Las acciones preferentes no tienen derecho a voto, y se dividen en acciones clase “A” y acciones clase “B” (*Ibidem*, punto 8 de la Memoria). Las acciones preferentes clase “A” tendrán prioridad en la distribución de dividendos mínimos del 10% al año, que serán repartidas entre ellas, igualmente calculados con base en el capital de esta clase de acciones. Las acciones preferentes clase “B” tendrán prioridad en la distribución de dividendos mínimos, que serán repartidos entre ellas igualmente, que corresponderán a la parte equivalente a un 25% del beneficio líquido ajustado. Los dividendos asegurados anteriormente a las acciones preferentes clase “B”, serán prioritarios sólo en relación a las acciones ordinarias y solamente serán pagados después de haber efectuado el desembolso de los dividendos prioritarios de las acciones preferentes clase “A”. El dividendo a pagar por las acciones preferentes, independientemente de la clase, será como mínimo, un 10% superior al atribuido a cada acción ordinaria. Las acciones preferentes adquirirán derecho de voto si, por el plazo de tres ejercicios consecutivos, no les fueran pagados los dividendos mínimos establecidos.

³⁷³ El capital social de “Eletrobrás” es 20.785.195.909,48 reales brasileños, que se encuentra dividido en 452.511.763.550 acciones “ordinarias”, 73.460.000 acciones “preferentes clase A”, y 84.917.297.330 acciones “preferentes clase B”, todas ellas sin valor nominal. Las acciones ordinarias tendrán derecho a voto, mientras que las acciones preferentes no tendrán derecho a voto en la Junta General, pero tendrán prioridad en el reembolso de capital y la distribución de dividendos. Las acciones preferentes no se podrán convertir en acciones ordinarias (Vid. ELETROBRAS: *Estatutos*, Rio de Janeiro, 2008, art. 12). Las acciones “preferentes clase A”, que son las suscritas hasta el 23 de junio de 1969, tienen prioridad en la distribución de dividendos, que será de un 8% al año sobre el capital propio que esa clase de acciones representan. Las acciones “preferentes clase B”, que son las suscritas a partir del 23 de junio de 1969, también tienen prioridad en la distribución de dividendos, pero en un porcentaje menor de las anteriores, en este caso el porcentaje será del 6%. A las acciones preferentes se les asegura que percibirán un dividendo por acción, por lo menos, un 10% mayor del percibido por cada acción ordinaria.

³⁷⁴ La sociedad “Net Serviços de comunicação, S.A.” tiene un capital social de 3.387.408.498,71 reales brasileños que se encuentra dividido en 1.573.518.496 acciones “ordinarias” y 2.280.359.030 acciones “preferentes”, todas ellas nominativas y sin valor nominal. Las acciones “preferentes” tienen unos derechos económicos garantizados: tienen asegurado recibir dividendos dinerarios un 10% mayor que los pagados en las acciones ordinarias, y tienen prioridad en el reembolso en caso de liquidación de la sociedad. Las acciones “preferentes” tendrán derecho a voto exclusivamente en las siguientes materias: transformación, fusión o escisión de la sociedad; evaluación de bienes destinados a la integración de aumento de capital de la sociedad; elección de la empresa especializada para determinación del valor económico de las acciones de la sociedad; alteración o revocación de arts. de los Estatutos Sociales de la sociedad. Las acciones “preferentes” adquirirán el ejercicio del derecho de voto, para todas las situaciones, si la sociedad dejará de pagar dividendos.

³⁷⁵ En los estatutos de la sociedad “Petróleo Brasileiro S.A.” (“Petrobras”) se puede observar la estructura de su capital social (Vid. PETRÓLEO BRASILEIRO: *Estatutos*, Rio de Janeiro, Petrobras, 2008, art. 4). El capital social de “Petrobras”, totalmente suscrito y desembolsado, es de R\$ 32.896.137.750; el capital se encuentra dividido en 1.096.537.925 acciones, todas escrituradas sin valor nominal, que se encuentran repartidas de la siguiente manera: 634.168.418 acciones ordinarias y 462.369.507 acciones preferidas. Las acciones de la compañía serán ordinarias con derecho a voto y preferidas sin derecho a voto. Las acciones preferidas no podrán ser convertidas en acciones ordinarias y viceversa. Los estatutos de la sociedad establecen los derechos económicos de las acciones (Vid. PETRÓLEO BRASILEIRO: *Estatutos*, op. cit., art. 5-10). Los accionistas tienen derecho, en cada ejercicio, a percibir los dividendos y/o intereses sobre el capital propio, que no podrán ser inferiores al 25% del ingreso neto ajustado,

con privilegios en el derecho a recibir beneficios, en la cuota de liquidación y sin voto³⁷⁶, Suzano Papel e Celulose tiene una emisión de acciones con privilegios en el derecho a recibir beneficios, en la cuota de liquidación y sin voto³⁷⁷, Suzano Petroquímica posee acciones con privilegios en el derecho a recibir beneficios, en la cuota de liquidación y sin voto³⁷⁸ y, por último, Vale do Rio tiene su capital formado, entre otras, por acciones con privilegios en el derecho a recibir beneficios, en la cuota de liquidación y sin voto³⁷⁹.

bajo la forma de la Ley de Sociedades por Acciones, prorrateado entre las acciones en que se divide el capital de la compañía. Las “acciones preferidas” tienen prioridad en el caso de reembolso del capital y en la percepción de los dividendos, como mínimo del 5% calculado sobre la parte del capital representada por esa clase de acciones, o del 3% del valor patrimonial neto de la acción, prevaleciendo siempre el mayor, participando en igualdad de condiciones con las acciones ordinarias, en los aumentos del capital social provenientes de incorporación de reservas y ganancias. Las “acciones preferidas” participarán, no acumulativamente, pero en igualdad de condiciones con las acciones ordinarias, en la distribución de los dividendos, cuando sean superiores al porcentual mínimo que se les garantiza.

³⁷⁶ Sadia S.A., tiene un capital social de 1.500.000.000 reales brasileños, que se encuentran divididos en 683.000.000 de acciones sin valor nominal, siendo 257.000.000 acciones “ordinarias” y 426.000.000 acciones “preferidas”. Las acciones, tanto “preferidas” como “ordinarias”, tienen asegurado un dividendo mínimo obligatorio del 28% del beneficio líquido del ejercicio. En cuanto a los derechos políticos de las acciones, sólo las acciones “ordinarias” poseen derecho a voto en las deliberaciones de la Asamblea General. Las acciones “preferentes” no tendrán derecho de voto, pero gozarán de las siguientes ventajas (*Vid. SADIA: Estatutos*, Sao Paulo, 2008, art. 12): prioridad en la recepción proporcional de dividendos mínimo, no acumulativos, de un 28% del beneficio líquido, concurriendo en igualdad de condiciones con las acciones “ordinarias” en el dividendo que le fuera atribuido por encima de ese porcentaje, derecho a dividendo de un 10%, como mínimo, mayores que los que sean atribuidos a las acciones “ordinarias”, y por último, prioridad en el reembolso de capital en caso de liquidación de la sociedad. Las acciones preferentes, sin derecho de voto, adquirirán el ejercicio del derecho a voto si la sociedad dejará de pagar el dividendo mínimo durante tres ejercicios consecutivos; este derecho se conservará hasta el pago del primer dividendo siguiente.

³⁷⁷ Tal como recoge el art. 5 del Estatuto social de “Suzano”, el capital social es de 1.477.963.325,62 reales brasileños, que se encuentran divididos en 285.277.173 acciones que se reparten de la siguiente manera: 102.374.458 acciones “ordinarias”, 181.531.176 acciones “preferentes clase A” y 1.371.539 acciones “preferentes clase B” (*Vid. SUZANO BAHÍA SUL PAPEL E CELULOSE: Estatutos*, Sao Paulo, 2008, art. 5). Las acciones “preferentes clase B” tampoco tendrán derecho de voto, pero al igual que las anteriores, tendrán ventajas especiales de tipo económico, tales como: Prioridad en el reembolso del capital en caso de liquidación de la sociedad. Prioridad en la recepción de un dividendo mínimo del 6% al año, calculado sobre la parte del capital por esta clase de acción. Dividendo por acción, por lo menos un 10% mayor que el atribuido a las acciones ordinarias. Derecho a participar en igualdad de condiciones con las acciones ordinarias, en la distribución de beneficios o capitalización de reservas de cualquier naturaleza. Derecho a participar en los resultados de la sociedad, en todas las formas posibles, de modo que a ninguna de las otras clases de acciones puedan ser atribuidas unas ventajas patrimoniales superiores.

³⁷⁸ La sociedad “Suzano Petroquímica S.A.” tiene un capital social, totalmente suscrito, de 794.382.910,44 reales brasileños. El capital se encuentra dividido en 221.195.380 acciones nominativas sin valor nominal, de las cuales 97.375.446 son acciones “ordinarias” y 123.819.934 acciones “preferentes”. Las acciones “preferentes” gozan de los siguientes derechos: prioridad en el reembolso de capital, derecho de participar, en igualdad de condiciones con las acciones ordinarias, del dividendo a ser distribuido, que será por lo menos de un 30% del beneficio líquido de cada ejercicio y participación, en igualdad de condiciones con las acciones “ordinarias”, a la hora de recibir acciones bonificadas resultantes de la capitalización de reservas o fondos de cualquier naturaleza. Las acciones “preferentes” no gozan de derecho de voto, salvo en las siguientes situaciones: transformación, escisión y fusión de la Sociedad; aprobación de contratos entre la sociedad y el accionista controlador; evaluación de los bienes destinados a la integrar un aumento de capital de la sociedad; elección de la empresa especializada para determinación del valor económico de las acciones de la sociedad y; alteración o revocación de arts. de los Estatutos sociales de la sociedad.

³⁷⁹ El capital social de la “Companhia Vale do Rio Doce” es de R\$ 7.300.000.000, que se encuentra dividido en 1.165.677.168 acciones, distribuidas de la siguiente manera: 749.949.429 acciones ordinarias y 415.727.739 acciones preferentes clase “A”. Éstas últimas incluyen tres acciones de clase “especial”, todas ellas sin valor nominal. Las acciones son “ordinarias” y “preferentes”; y a su vez las “acciones preferentes” pueden ser de la clase “A” y “especial”. Estas acciones tendrán los mismos derechos que las acciones preferentes de clase “A”, más un derecho de veto en cinco materias: cambio de denominación social, cambio de sede social, cambio de objeto social, liquidación, y modificación de los derechos de las acciones preferentes y emisión de acciones preferentes. Todas las acciones conceden a sus titulares el derecho a voto. Las acciones preferentes de la clase “A” y “especial” tendrán los mismos derechos políticos que las acciones “ordinarias”, con excepción del voto para la elección de los miembros del Consejo de Administración, así como el derecho de elegir y destituir, un miembro del Consejo Fiscal y el respectivo suplente. En lo que se refiere a los derechos económicos, las acciones preferentes tienen un derecho privilegiado con una triple dimensión. En primer lugar, prioridad en el cobro de dividendos, el cual tendrá un mínimo que corresponderá con el mayor de las dos siguientes cifras: (i) un 3% del valor patrimonial líquido de la acción, (ii) un 6% calculado sobre el capital constituido por esa clase de acciones. En segundo lugar, derecho a participar en los beneficios distribuidos, en igualdad de condiciones con las “ordinarias”, después de haber asegurado el mínimo anterior. Y por último, derecho a participar de eventuales bonificaciones, en igualdad de condiciones que las acciones

Este subapartado ha analizado las clases de acciones y PS para cualquier contexto socioeconómico. A continuación se analizan las clases de acciones o PS admitidas y utilizadas en diferentes países.

1.7.4. Privilegios admitidos en Estados Unidos

La decisión de iniciar el estudio en Estados Unidos se basa en que su mercado influye decisivamente en el resto de zonas geográficas y en que "es el país con mayor número de emisiones de acciones privilegiadas"³⁸⁰.

En el mercado estadounidense, los privilegios son de escasa variedad pero aparecen, en muchos casos, combinados, generando clases diferentes. Por ejemplo, la empresa *Georgia Power Company*³⁸¹ está financiada con la emisión de nueve clases de acciones que conviven simultáneamente y la *Pacific Gas & Electric Company*³⁸² con quince³⁸³.

Las acciones ordinarias estadounidenses poseen cuatro derechos: de suscripción preferente, de recibir dividendos, de recibir la cuota de liquidación y de voto³⁸⁴. Todos estos derechos pueden ser aumentados, confiriendo a las acciones la consideración de privilegiadas (*senior stocks*), o disminuidos, constituyendo acciones subordinadas (*junior stocks*).

En la mayoría de las ocasiones, las acciones privilegiadas emitidas por empresas estadounidenses poseen prioridad respecto al derecho al beneficio. Una vez que la empresa ha decidido repartir beneficios, debe satisfacer los dividendos a los accionistas privilegiados antes de distribuirlos a los ordinarios. Esto significa que, salvo que exista una regulación estatutaria, las acciones privilegiadas sobre el derecho al beneficio, no confieren el privilegio a recibirlo independientemente de la voluntad del emisor, únicamente aseguran a sus titulares que, una vez tomada la decisión de reparto, recibirán los dividendos antes de que sean abonados los dividendos correspondientes al resto de accionistas.

Las acciones privilegiadas sobre el derecho al beneficio en Estados Unidos están caracterizadas por su flexibilidad, ya que las empresas pueden no entregar los dividendos por deseo de la gerencia de la sociedad. No obstante, esta flexibilidad teórica tiene una respuesta rígida en la práctica, porque los emisores suelen conceder dividendos basándose en un sentido de responsabilidad hacia los propietarios de la empresa y en la posible necesidad de solicitar más financiación de acciones en un futuro; únicamente omiten la remuneración cuando se encuentran en situaciones de dificultad financiera extrema.

El mercado estadounidense ofrece emisiones con los más diversos privilegios sobre el derecho al beneficio. A continuación se analizan las posibilidades, atendiendo a las

ordinarias. Los titulares de las acciones preferentes adquirirán el ejercicio del derecho a voto si la sociedad dejará de pagar, durante tres ejercicios consecutivos, los dividendos mínimos establecidos para las acciones preferentes.

³⁸⁰ Vid. PRADA, V.: The regulation of investment research: where do we go from here?, Speech by Mr. Prada, Vice Chairman of the IOSCO Technical Committee and Chairman of the Autorité des Marchés Financiers of France, 7 April 2005 - 4 pages, Plenary 3 – The Regulation of Financial Analysts, 7 April, *Public Documents of The 30th Annual Conference of IOSCO*, Colombo, Sri Lanka, April 2005 http://www.iosco.org/library/annual_conferences/pdf/ac19-12.pdf. Esto ya viene ocurriendo desde hace tiempo, por ejemplo según el *Accounting Trends & Techniques*, en 1996, el 24% de las emisiones de acciones de las principales empresas de Estados Unidos poseían algún tipo de privilegio. Vid. AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA): *Accounting Trends & Techniques*, 57th Edition, AICPA, New York, 1999.

³⁸¹ Vid. GEORGIA POWER COMPANY: *Annual Report 2009*, Georgia Power Company, Atlanta, 2010.

³⁸² Vid. PACIFIC GAS & ELECTRIC COMPANY: *Annual Report 2009*, PG&EC, San Francisco, 2010.

³⁸³ Las complicadas estructuras de capital con muchas clases de acciones en una misma entidad son cada vez menos frecuentes. Comparte esta afirmación PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones ...*, *op.cit.*, pp. 415-416.

³⁸⁴ La regulación de los derechos de las acciones es diferente en cada uno de los Estados de la Unión, sobre todo con el derecho preferente a mantener el porcentaje de propiedad en la sociedad (*preemptive right*).

características de la acción: si es acumulativa o no acumulativa, si es participativa o no participativa y si es fija o variable.

Las *cumulative preferred stock* tienen la peculiaridad de que los dividendos no distribuidos en un periodo se acumulan en los siguientes, convirtiéndose en *dividends in arrears*. Llegado el periodo en el que exista reparto, antes de abonar los dividendos ordinarios, la empresa no sólo debe pagar el dividendo de las acciones privilegiadas, sino todos los dividendos acumulados y no pagados de las acumulativas. Las acciones sin acumulación son denominadas *noncumulative preferred stock*. Las *cumulative preferred stock* reciben los dividendos devengados en ejercicios anteriores independientemente de si el actual poseedor de las acciones era el propietario en los periodos de devengo³⁸⁵. Esta figura es tan importante en el mercado estadounidense que no suelen emitirse acciones privilegiadas no acumulativas³⁸⁶.

Las *nonparticipating preferred stock* sólo reciben los dividendos establecidos para los accionistas privilegiados, por el contrario, las *participating preferred stock* conceden a sus titulares el derecho a recibir dividendos extra si se cumplen algunas condiciones internas a la sociedad. Entre las condiciones más usuales para caracterizar las *participating preferred stock* se encuentra conseguir un determinado nivel de ganancias o distribuir una cierta cantidad de dividendos a los accionistas no privilegiados. En EE.UU. es habitual conceder a una emisión de acciones privilegiadas el derecho de acumulación de los dividendos, sin embargo, no es habitual emitir *participating preferred stock*. Entre las pocas empresas que las utilizan se encuentran *Allied Products Corporation*³⁸⁷, *ENSTAR Corporation*³⁸⁸, *LTV Corporation*³⁸⁹ y *Southern California Edison*³⁹⁰.

Normalmente las acciones privilegiadas poseen un dividendo fijo (*straight*), calculado como un porcentaje sobre el valor nominal o de emisión; pero también pueden existir acciones privilegiadas con un dividendo variable (*adjustable*), donde el dividendo se calcula en función de un tipo de interés externo a la empresa, como índice de precios al consumo, valor de cotización o tipo oficial del dinero. Dentro de este grupo se identifican dos emisiones con características particulares: las *Dutch-auction-rate preferred stock*, cuya remuneración se calcula con una "subasta Holandesa" o "subasta a la baja" y las *floating dividend rates* con remuneración en función de los tipos de interés a corto plazo. A pesar de todas estas opciones, el caso más común de retribución es el dividendo fijo en sus dos modalidades: establecidas como una cantidad de dinero, o como un porcentaje sobre el valor nominal o el valor de emisión. Por ejemplo, *Consolidated Edison*³⁹¹, cotizada en la Bolsa de New York³⁹², posee tres emisiones de acciones privilegiadas: una fija de 5\$, y dos variables sobre el valor nominal de 100\$, de 4,65% y 6% respectivamente³⁹³.

Las acciones privilegiadas más frecuentes en EE.UU. son las que presentan tres alternativas: *cumulatives*, *nonparticipating* y *adjustables*. Si se pudiera aplicar la misma

³⁸⁵ Vid. MORSE: *Company Law*, Charlesworth & Cain, London, 1983, p. 212. PENNINGTON, ROBERT R.: *Company Law*, Butterworths, London, 1985, p. 226.

³⁸⁶ Vid. WHITE, GERALD I.; SONDEHI, ASHWIN PAUL C.; DOV, FRIED (1997): *The Analysis and use of financial statements*, John Wiley & Sons, New York, p. 495. KIES DONALD E.; WEYGANDT, JERRY J. (1998): *Intermediate Accounting*, 9ª ed., John Wiley & Son, New York, p. 775.

³⁸⁷ Vid. ALLIED PRODUCTS CORPORATION: *Annual Report 2009*, APC, Chicago, 2010.

³⁸⁸ Vid. ENSTAR CORPORATION: *Annual Report 2009*, Enstar Corporation, Houston, 2010.

³⁸⁹ Vid. LTV CORPORATION: *Annual Report 2009*, LTV Corporation, Cleveland, 2010.

³⁹⁰ Vid. SOUTHERN CALIFORNIA EDISON: *Annual Report 2009*, Southern California Edison, LA, 2010.

³⁹¹ Vid. CONSOLIDATED EDISON: *Annual Report 2009*, Consolidated Edison, Vermont, 2010.

³⁹² Vid. *New York Stock Exchange* (www.nyse.com)

³⁹³ Además, aunque con poca frecuencia, existen las *tracking stocks* estadounidenses, que son acciones que no participan en los resultados totales de la sociedad, sino sólo en los de una parte de la misma. Las *tracking stocks* estadounidense son exportadas a Alemania e Italia con la denominación de *spartenaktien* y *azioni correlate* respectivamente.

clasificación en España, las acciones privilegiadas suelen ser *noncumulative*, *nonparticipating* y fijas³⁹⁴.

Además de las preferencias sobre el derecho al beneficio, las acciones privilegiadas pueden tener privilegios en el derecho a la cuota de liquidación, siempre respetando que las cantidades adeudadas a los acreedores deben ser satisfechas con anterioridad al reparto de cualquier accionista. Una vez abonados los importes correspondientes a sus acreedores, la empresa debe entregar la cuota liquidativa de estos accionistas privilegiados, mientras que los activos restantes serán empleados en devolver su aportación a los ordinarios³⁹⁵. La emisión de acciones con privilegios sobre la cuota de liquidación tiene como consecuencia que los accionistas ordinarios raramente consiguen la totalidad del valor invertido³⁹⁶.

En Estados Unidos son muy utilizadas las acciones privilegiadas con derecho a convertirse en acciones ordinarias. En este entorno económico, la conversión es considerada un privilegio³⁹⁷ porque concede un mayor valor a las acciones que la poseen, así, el emisor podrá pedir un precio de compra mayor por ellas, o conceder dividendos menores respecto a idénticas acciones pero sin ese privilegio. La razón de ser de estas acciones es que si la empresa prosperase, y el valor de las acciones ordinarias se incrementase, el poseedor de la acción privilegiada podría ejercitar su derecho de conversión y beneficiarse del incremento de valor de las acciones ordinarias. Una cláusula de conversión es atractiva, tanto para los potenciales inversores porque poseen un derecho más, como para los emisores porque su existencia permite emitir acciones con menor concesión en los dividendos que un título con igual riesgo y sin esa cláusula. En Estados Unidos, las acciones privilegiadas son una fuente de financiación muy utilizada, siempre que posean la opción de convertirse en ordinarias; sin embargo, sin esta cláusula no han encontrado gran éxito. Únicamente las compañías de servicios públicos utilizan regularmente el financiamiento con acciones privilegiadas sin opción de conversión en ordinarias³⁹⁸. La razón por la que el derecho de conversión es muy frecuente en Estados Unidos es porque los dividendos de las acciones ordinarias pueden ser superiores a los de las acciones privilegiadas, siendo razonable su consideración como privilegio. Por el contrario, en el mercado financiero español, los dividendos de las acciones privilegiadas suelen ser mayores o iguales a los de las acciones ordinarias, por lo que la posible utilidad de las acciones convertibles se atenúa.

Normalmente las acciones privilegiadas pierden su derecho a voto. A pesar de ello, la mayoría de estas emisiones recogen que los accionistas privilegiados tendrán derecho a voto mientras la empresa devengue dividendos acumulados (*in arrears*) y no los pague. La eliminación del derecho de voto es la situación más frecuente, sin embargo, también existen emisiones, denominadas "acciones superpreferenciales"³⁹⁹, que otorgan a sus titulares privilegios en el derecho de voto⁴⁰⁰.

³⁹⁴ Aunque es una clara excepción, existió una empresa que operó en España con una emisión de acciones privilegiadas *noncumulative*, *participating* y fija. La compañía *Barcelona Traction, light and Power*, conocida como "La Canadiense", emitió en 1926 *noncumulative participating preference share* al 7% del valor nominal.

³⁹⁵ El privilegio en la cuota liquidativa puede ser definido para recibir el valor nominal de las acciones o un valor diferente a efectos de liquidación, por ejemplo las acciones privilegiadas de la empresa *Commonwealth Edison* poseen derecho a recibir 31,81 dólares por acción más los dividendos acumulados y no pagados. *Vid. COMMONWEALTH EDISON: Annual Report 2009, op. cit., 2010.*

³⁹⁶ *Vid. WARREN, C.S.; REEVE, J.M.; FESS, P.E.: Financial & Managerial Accounting*, South-Western Publishing, Cincinnati, Ohio, 1997, p. 436.

³⁹⁷ *Vid. HARTMAN, B.P.; HARPER, R.M.; KNOBLET, J.A.; RECKERS, P.M.: Intermediate accounting*, South-Western College Publishing, Cincinnati, 1997 p. 959. *WARREN, C.S.; REEVE, J.M.; FESS, P.E.: Financial & Managerial Accounting*, South-Western Publishing, Cincinnati, Ohio, 1997, p. 436. *WHITE, GERALD I.; SONDHI, ASHWIN PAUL C.; DOV, FRIED: The Analysis and use of financial statements*, John Wiley & Sons, New York, 1997, p. 495. *KIES DONALD E.; WEYGANDT, JERRY J.: Intermediate Accounting*, 9ª ed., John Wiley & Son, New York, 1998, p. 775.

³⁹⁸ Entre las empresas que poseen este derecho destaca *Microsoft*, que emitió en diciembre de 1996 (cinco meses después del gran acuerdo con *General Electric* y *NBC*) doce millones y medio de acciones con facultad de convertirse en acciones ordinarias. *Vid. MICROSOFT: Annual Report 2009*, Washington, 2010.

³⁹⁹ *Vid. MEIGS, ROBERT R.; WILLIAMS, JAN R.; HAKA, SUSAN F.; BETTNER, MARK S.; MEDINA, GLADYS ARANGO; ARTEAGA, JOHN CARDONA: Accounting. The basis for business Decisions*, McGraw-Hill,

No suelen ofrecerse derechos diferentes a los mencionados, sin embargo, es usual mezclar varios de estos derechos, generando constantemente nuevas clases de acciones, por ejemplo, privilegiadas convertibles a opción del emisor con precio de conversión y rescate fijos.

1.7.5. Privilegios admitidos en España

La utilización de las acciones o PS privilegiadas en España es mucho menos frecuente que en los mercados anglosajones.

La emisión de clases de acciones o PS se basa en el principio de autonomía de la voluntad de las partes, teniendo en cuenta los requisitos legales. La voluntad creadora del privilegio es el resultado de la libertad de configuración de la organización, que se expresa como voluntad social, siempre que la decisión de establecer privilegios accionariales se adecúe a los límites legales establecidos⁴⁰¹.

Dentro de los requisitos legales, diferenciamos dos tipos de limitaciones a la emisión de acciones o PS privilegiadas: específicas y genéricas.

La legislación incluye tres limitaciones específicas, ya que no todas las sociedades pueden emitir acciones o PS privilegiadas. Existe una expresa prohibición de crear acciones privilegiadas en sociedades anónimas deportivas, en instituciones de inversión colectiva y en entidades de financiación de ventas a plazos.

Por otro lado, existen un gran número de requisitos genéricos, aplicables a todo tipo de sociedades. En primer lugar, la adopción o la reforma de los pactos estatutarios configuradores de las preferencias será lícita⁴⁰² siempre que no se opongan a las leyes ni contradigan los principios configuradores⁴⁰³ de la SA y de la SRL⁴⁰⁴.

También existen límites que derivan del propio concepto de privilegio accionarial así como de la caracterización que los mismos han de respetar. En este sentido, se requiere su configuración objetivada y vinculada al título y no a su concreto titular, esto supone la prohibición de emitir acciones o PS privilegiadas de forma arbitraria y a despecho del interés social; por otro lado se prohíbe un privilegio *ad hominem*⁴⁰⁵.

San Francisco, 2004, p. 481. Por ejemplo, *General Motors* ofrece a sus titulares, entre otros derechos, el voto múltiple. Vid. GENERAL MOTORS: *Annual Report 2009*, GM, Detroit, 2010.

⁴⁰⁰ El voto múltiple es una práctica no admitida en los ordenamientos continentales europeos.

⁴⁰¹ Cualquier privilegio, no expresamente prohibido por la Ley (TRLSC, normativa comunitaria y otras) y, que resulte compatible con los principios reguladores de la sociedad anónima, podrá ser incorporado a los estatutos como distintiva de una clase de acciones.

⁴⁰² El art. 28 TRLSC lo expone de la siguiente forma: “En la escritura y en los estatutos se podrán incluir, además, todos los pactos y condiciones que los socios fundadores juzguen conveniente establecer, siempre que no se opongan a las leyes ni contradigan los principios configuradores del tipo social elegido”.

⁴⁰³ La obligación de respetar los Principios Configuradores ha sido analizada en profundidad por ÁVILA DE LA TORRE (1999): *La modificación de estatutos en la sociedad anónima: Aspectos generales*, Tesis doctoral, Universidad de Salamanca, Salamanca, p. 495.

⁴⁰⁴ Las legislaciones pretéritas al TRLSC recogían este requisito en el art. 10 TRLSA y art. 12.3 LSRL.

⁴⁰⁵ La posibilidad de creación de un privilegio personificado no es desconocida en otros ordenamientos como el alemán. Así, el § 101.2 AktG permite que los estatutos puedan atribuir, bajo determinadas exigencias, a ciertos accionistas (y no a una parte de las acciones) el denominado derecho de designación (*Entsendungsrecht*) de miembros del Consejo de Vigilancia (*Aufsichtsrat*). La personalización de este privilegio tiene como consecuencia que su supresión o modificación no pueda ser acordada por decisión asamblearia refrendada por el acuerdo de la junta especial que se formara por los titulares de tal preferencia, sino que, por el contrario, requerirá el consentimiento individualizado de cada concreto accionista beneficiario del privilegio. Esto es analizado por KRAFT: *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 1, Berlin, 1970, p. 203.

En tercer lugar, el propio concepto de privilegio accionarial encierra otra exigencia que opera como límite a la creación de privilegios pues, por imposibilidad lógica, no resulta posible que todas las acciones o PS emitidas sean privilegiadas⁴⁰⁶.

En cuarto lugar, la emisión debe respetar el contenido mínimo de derechos que establece el art. 93 TRLSC⁴⁰⁷.

En quinto lugar, debe respetar el art. 1691 Código Civil que prohíbe los pactos leoninos⁴⁰⁸.

En sexto lugar, la situación de las acciones o PS privilegiadas en España debe ser analizada desde la discusión sobre la naturaleza de los posibles privilegios. Respecto a los derechos que pueden tener las clases de acciones o PS, es necesario analizar las posibles limitaciones, ya que son admisibles todos los derechos excepto los que estén expresamente prohibidos legalmente⁴⁰⁹. Parte de la doctrina considera que las diferencias entre derechos pueden ser tanto económicas como políticas⁴¹⁰. Por el contrario, otra parte de la doctrina admite los privilegios de carácter patrimonial pero no los que afecten a los derechos administrativos⁴¹¹; estas últimas opiniones son concordantes con la Ley alemana (11 Aktiengesetz), el Código portugués (art. 302.1) y el Proyecto de Estatuto de Sociedad Europea (art. 52.1).

Independientemente de que algunos derechos administrativos puedan ser el origen de una clase de acciones o PS, nuestro Derecho impone expresamente la prohibición general de que los mismos recaigan sobre el derecho de voto (cfr. art. 96.2 TRLSC) y el derecho de suscripción preferente (cfr. art. 96.3 TRLSC). Por supuesto, no se puede afirmar la imposibilidad de crear una clase de acciones o PS con diferenciación en los derechos políticos, ya que las acciones sin voto están explícitamente legisladas en el Derecho español desde 1989⁴¹². El art. 96 TRLSC debe entenderse como que no es posible crear una clase de acciones o PS con derechos administrativos salvo los especificados en la Ley: el derecho de voto en las acciones sin voto y el derecho preferente de suscripción en los casos que pueden ser obviados, por estar

⁴⁰⁶ “... Debiendo existir acciones ordinarias”. Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “La acción y los derechos del accionista”, en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, 1994, p. 302.

⁴⁰⁷ El art. 93 TRLSC, denominado Derechos del socio, recoge que en los términos establecidos en esta ley, salvo los casos en ella previstos, el socio tendrá, como mínimo, los siguientes derechos: a) El de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación, b) El de asunción preferente en la creación de nuevas participaciones o el de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones, c) El de asistir y votar en las juntas generales y el de impugnar los acuerdos sociales y el de información.

⁴⁰⁸ Según el art. 1691 CC, es nulo el pacto que excluye a uno o más socios de toda parte en las ganancias o en las pérdidas. Además continúa afirmando que sólo el socio de industria puede ser eximido de toda responsabilidad en las pérdidas.

⁴⁰⁹ Según esta interpretación es posible emitir acciones convertibles por empresas españolas. El art. 93 LSA de 1951 autorizaba a la junta general acordar, con los requisitos de las modificaciones estatutarias, la transformación de acciones ordinarias en preferentes. Por el contrario, el TRLSC, al igual que hacía el TRLSA, no explicita la posibilidad de la conversión de acciones en otras de diferente clase. Ante el silencio del legislador, en esta investigación creemos posible que pueda emitirse este tipo de acciones. De esta forma, interpretamos la palabra “creación”, referida a las acciones privilegiadas en el art. 94.1 del TRLSC, en sentido amplio, y relacionado siempre a cualquier modificación que confiera especiales privilegios a algún tipo de acciones.

⁴¹⁰ Vid. GALLIZO LARRAZ, J.L.: “Rentabilidad de las acciones sin voto”, *Técnica Contable*, nº 522, diciembre, 1994, p. 5.

⁴¹¹ Vid. SÁNCHEZ GONZÁLEZ *op. cit.*, 1990, p. 226. AGUILERA RAMOS: “Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas”, en AA.VV. en *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. 11, vol. I (Capital y acciones), Madrid, 1994, p. 169. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “La acción y los derechos del accionista”, en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, 1994, p. 316.

⁴¹² Sobre la posibilidad de privilegiar con derechos económicos no existe discusión.

recogida su exención legalmente⁴¹³. El resto de derechos administrativos no pueden ser generadores de clases de acciones, entre ellos el derecho de voto plural.

Junto a los límites generales analizados, conviene también ocuparse de aquellos otros que, de forma particular, previene el Derecho positivo respecto de los derechos económicos.

Para el supuesto específico de los privilegios sobre los derechos al beneficio, habrá de tenerse en cuenta algunas limitaciones. La principal es que no pueden incluirse privilegios que impliquen la exclusión del resto de los socios respecto a su derecho a participar en el reparto de dividendos. En efecto, los socios no pueden ser excluidos del reparto de las ganancias sociales, ya que la acción o PS confiere a todo socio, como mínimo, el derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales. Será lícita la cláusula que establezca un porcentaje mayor en la participación pero siempre que estas cláusulas no eliminen por completo el derecho a participar en todo reparto de dividendos a los socios⁴¹⁴.

Cabe entender que el pacto estatutario que configure la preferencia accionarial será nulo (por contravención de los arts. 93 y 97 TRLSC) no sólo cuando la exclusión del resto del accionariado sea absoluta y expresa, sino también cuando subordine su participación en los beneficios a condiciones o límites que la hagan prácticamente imposible, al igual que cuando se tenga certeza casi absoluta de que, en atención a las condiciones pactadas y las circunstancias concurrentes, las acciones o PS privilegiadas absorberán de forma sostenida y estable todo el beneficio distribuible y futuro⁴¹⁵. Ahora bien, es un caso distinto, y que no ha de plantear mayores problemas de validez, la situación en que, de forma temporal y en atención al contenido del privilegio, la vigencia del pacto estatutario conlleve la privación de dividendo del resto del accionariado pues, en ese concreto ejercicio, no se ha alcanzado beneficio suficiente más que para atender la preferencia accionarial. Por lo tanto, la aplicación de este límite que viene a prohibir la exclusión de los accionistas ordinarios en la participación en los beneficios sociales, no resultará de aplicación cuando tuviera un mero carácter coyuntural en razón de la concreta situación financiera de la sociedad emisora de aquellos valores privilegiados⁴¹⁶.

El Derecho positivo español destaca otra exigencia particular que ha de respetarse en la creación y aplicación de un privilegio accionarial sobre el derecho al beneficio. El art. 96.1 TRLSC advierte que "no es válida la creación de participaciones sociales ni la emisión de acciones con derecho a percibir un interés, cualquiera que sea la forma de su determinación". Esta regla es destacada unánimemente en nuestra doctrina, requiriendo que el privilegio se sustancie en una participación en beneficios, lo que excluye la posibilidad de clases que atribuyan derecho a un rendimiento (fijo o variable) independiente de los beneficios obtenidos⁴¹⁷.

Además de lo anterior, el legislador español realiza una única regulación expresa sobre un derecho en concreto: el privilegio en el reparto de las ganancias sociales del art. 95 TRLSC.

⁴¹³ Antes de la entrada en vigor del TRLSC, era necesario indicar que existían supuestos exentos por Ley y con potestad de ser excluidos en sociedades cotizadas. Con el TRLSC, el régimen de las sociedades cotizadas y no cotizadas en este tema es coincidente. La exclusión del derecho de preferencia (de no cotizadas) está regulado en el art. 308 TRLSC, mientras que en el régimen general de exclusión del derecho de suscripción preferente para las sociedades cotizadas, observadas en el art. 504 TRLSC se indica expresamente que "en las sociedades cotizadas la exclusión del derecho de suscripción preferente exigirá la observancia de lo establecido en el art. 308".

⁴¹⁴ Vid. SANCHEZ CALERO, F.: Determinación y distribución del beneficio neto en la sociedad anónima Roma/Madrid, 1955, p. 127. CUESTA RUTE DE LA, J. M^a: "Clases especiales de acciones y su problemática", *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, nº 106-107, julio-octubre, 913-982, 1973, p. 930. BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las clases de acciones ...", *op. cit.*, 1994, p. 207. AGUILERA RAMOS: "Clases y series de acciones...", *op. cit.*, 1994, p. 169.

⁴¹⁵ Vid. ANGELICI: "Le azioni", en SCHLESINGER, *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 1992, p. 125.

⁴¹⁶ Vid. GARCÍA CRUCES J.A.: "El nuevo régimen de las acciones preferentes (art.50.3 LSA)", en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A. *La(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Tecnos, Madrid, 2000, p. 29.

⁴¹⁷ Vid. BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las clases de acciones ...", *op. cit.*, 1994, p. 207. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "La acción y los derechos del accionista", en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, 1994, p. 287 y ss. AGUILERA RAMOS: "Clases y series de acciones...", *op. cit.*, 1994, p. 162 y ss.

Cuando el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, las demás PS o acciones no podrán recibir dividendos con cargo a los beneficios mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al ejercicio. La sociedad, salvo que sus estatutos dispongan otra cosa, estará obligada a acordar el reparto de ese dividendo si existieran beneficios distribuibles. Los estatutos habrán de establecer las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo preferente, si este tiene o no carácter acumulativo en relación a los dividendos no satisfechos, así como los eventuales derechos de los titulares de estas PS o acciones privilegiadas en relación a los dividendos que puedan corresponder a las demás. Este tratamiento general para las sociedades no cotizadas y cotizadas es complementado con el art. 498 TRLSC aplicable exclusivamente a las sociedades cotizadas. Cuando el privilegio conferido por acciones emitidas por sociedades cotizadas consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, la sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles, sin que los estatutos puedan disponer otra cosa.

Tras el análisis del ordenamiento español, es posible concluir que la ordenación de las acciones privilegiadas está basada en tres modelos distintos, en función del tratamiento que la Ley les otorga. En primer lugar, las modalidades de acciones privilegiadas que han sido explícitamente rechazadas; en segundo término, aquellas otras que el propio legislador considera permitidas, pero que no tipifica expresamente, dejando el contenido de sus privilegios a la determinación estatutaria y, por último, las directamente tipificadas por el texto positivo con un régimen legal explícito. Según esto, en el ordenamiento jurídico español coexiste la posibilidad de emitir, por un lado, acciones o PS privilegiadas a medida, que son creadas por la especificación estatutaria de los diferentes derechos y, por el otro, acciones o PS privilegiadas normalizadas, que son emisiones legisladas, y que actualmente se reducen a dos: acciones o PS sin voto y acciones rescatables. A pesar de ello, las normativas españolas de acciones o PS sin voto y acciones rescatables no deben ser consideradas regulaciones rígidas de privilegios, sino que son clases con unos derechos concretos especificados (ausencia del derecho de voto o inclusión obligatoria del derecho de rescate), pero con flexibilidad en el resto.

En esta investigación se analiza la regulación vigente de las acciones o PS sin voto (apartado 1.8) y de las acciones rescatables (capítulos 3 y 4) en la legislación española.

1.8. CLASES SIN VOTO

Un principio fundamental del Derecho Mercantil es la necesaria proporción que debe guardar el porcentaje de la participación en el capital con los correspondientes derechos de voto. El "principio de proporcionalidad", "de igualdad entre acción y voto" o de "una acción un voto", consiste en que a una misma participación en el capital de una compañía se le debe atribuir los mismos derechos de voto.

El "principio de proporcionalidad" constituye una de las más importantes demandas de los inversores institucionales en el mercado de capitales. Así por ejemplo, el "*Council of Institutional Investor*", una de las principales asociaciones de inversores institucionales de los Estados Unidos, tiene a éste como uno de sus principios fundamentales entre los derechos de los accionistas⁴¹⁸. Asimismo, los fondos involucrados en la defensa de los derechos de los inversores institucionales han incluido, como principio fundamental, el principio de igualdad entre acción y voto; tal es el caso de CALPERS (*California Public Employees Retirement*

⁴¹⁸ El principio sostiene que "*each share of common stock, regardless of class, should have one vote. Corporations should not have classes of common stock with disparate voting rights. Authorized unissued common shares that have voting rights to be set by the board should not be issued without shareholder approval*". Vid. COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTOR: *Fondos de inversión*, www.ciicentral.com/com/ciicentral/policies.htm.

System), el fondo de pensión más importante de Estados Unidos⁴¹⁹. Este tipo de inversores institucionales se oponen a planes de reestructuración que impliquen la alteración de los derechos políticos de los inversores en favor de los grupos de control⁴²⁰.

Todas las legislaciones prevén que el capital suscrito por cada accionista da la medida de sus derechos en la gestión de la sociedad, en el reparto de los dividendos y finalmente en el producto de la liquidación⁴²¹. La admisión de acciones que rompan la regla de "una acción, un voto" está cuestionada, excepto en el Derecho anglosajón⁴²², donde su emisión es permitida sin restricciones conforme el enfoque contractualista del derecho societario⁴²³.

Las acciones o PS de voto plural (o de voto múltiple) y las acciones o PS sin voto constituyen excepciones al "principio de proporcionalidad". En España no es posible la emisión de acciones de voto plural, sin embargo sí es posible emitir acciones sin voto.

Las acciones o PS sin voto son una clase de acciones o de PS que no atribuyen a su titular el derecho a votar en la junta general de accionistas, pero que a cambio pueden otorgar el derecho a determinadas ventajas patrimoniales⁴²⁴.

Aunque en la actualidad no existen apenas emisiones de acciones sin voto por parte de empresas cotizadas⁴²⁵, esta figura tiene características económicas muy interesantes para los inversores y financiadores del mercado bursátil. La regulación de las OPAS⁴²⁶ está diseñada para proteger a los titulares de acciones ordinarias, pero no especifica el tratamiento de las acciones sin voto. Sólo en el caso concreto de las OPAS de exclusión de bolsa, la oferta debe extenderse a todas las acciones. El atractivo de las acciones sin voto es inversamente proporcional a la probabilidad de cambios en la estructura de propiedad. La estructura financiera de la empresa reviste una importancia adicional para las acciones sin voto. Cuanto mayor es el endeudamiento, más riesgos asumen los accionistas sin voto y más inciertos serán los dividendos. El peor escenario para el titular de estas acciones es el de una compra parcial apalancada, que se financie aumentando la deuda adquirida, ya que se deteriora la certidumbre del dividendo. La utilización de las acciones sin voto puede resultar interesante para empresas

⁴¹⁹ En sus principios de gobierno corporativo se establece que: "*One Share/One Vote: In general, every share of stock should entitle the holder to one vote in shareholder meetings*". Vid. CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM: *CalPERS Investments*, <http://www.calpers.ca.gov/>.

⁴²⁰ En 1998, CALPERS se opuso a la oferta de canje de Marriott International, que propuso la creación de una estructura de capital con acciones de voto plural. En esta propuesta las acciones ordinarias darían derecho a un voto, mientras que las acciones de voto plural concederían diez votos.

⁴²¹ Esta es la aplicación del "principio de proporcionalidad".

⁴²² No existen desavenencias significativas, a nivel internacional, entre la atribución de derechos de las clases de acciones con diferenciación en los derechos económicos. Por el contrario, sí podemos afirmar que en los ordenamientos anglosajones todas las clases de acciones, diferentes de las ordinarias, carecen de voto, situación que no se produce en los sistemas europeos continentales, donde las acciones sin voto son minoritarias. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de sociedades británico y estadounidense*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), pp. 429-432.

⁴²³ En el mercado anglosajón, grandes *corporations* y *companies* han creado frecuentemente clases de acciones con privilegios en los derechos de voto (*with super voting right*) para alcanzar dos objetivos. En primer lugar para ser tenidas por determinadas familias que querían perpetuar su poder en la dirección, ya sea directamente o indirectamente por medio del establecimiento de una cláusula que elimine estos derechos privilegiados si el control de la acción deja de estar en poder de esa familia, lo que representa una buena medida frente a una OPA. En segundo lugar, también ha sido frecuente emitir acciones sin voto para satisfacer a determinados inversores que no lo desean. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones ...*, op. cit., pp. 415-416.

⁴²⁴ Mantenemos, en primera instancia, la interpretación tradicional de que los accionistas sin voto sacrifican el derecho de voto a cambio de determinadas ventajas patrimoniales, aunque esta afirmación será matizada posteriormente al analizar las nuevas modificaciones en la legislación mercantil, donde es posible el sacrificio del voto a cambio de nada.

⁴²⁵ El estudio empírico inicial señaló que sólo una sociedad cotizada española ha emitido acciones sin voto.

⁴²⁶ Las OPA se producen cuando una empresa está interesada en controlar a otra o en adquirir una participación significativa de su capital. En este caso, la primera empresa puede ofrecer a los accionistas de la segunda la posibilidad de comprarles sus acciones, normalmente a un precio superior al de la cotización bursátil. Este precio más elevado se justifica porque la empresa compradora espera mejorar los resultados de la empresa adquirida y porque en la cotización de las acciones en bolsa no está incluido el valor que tiene la toma de poder. Vid. AMAT, O.: *La Bolsa. Funcionamiento y Técnicas para invertir*, Deusto, Bilbao, 2000, p. 96.

con una estructura de control definida y estable, y cuando la rentabilidad por dividendo sea el principal argumento de valor.

Las acciones sin voto están reguladas en casi todos los países⁴²⁷. Al contrario que en los países continentales europeos, el Derecho de Estados Unidos⁴²⁸ y Reino Unido no contempla las acciones sin voto como figura independiente, aunque la práctica totalidad de las acciones privilegiadas no tienen voto. En Francia la figura independiente se denomina *Actions a dividende prioritaire sans droit de vote*, la cual es introducida por la *Loi 78/741 15 juillet 1978*, y posteriormente fue modificado por el art. 269 de la *Loi 66/537, de 24 juillet*, derivada de la *Loi 83/1, du janvier 1983, sur le développement des investissements et la protection de l'épargne*. Las acciones sin voto son utilizadas en Alemania desde que se incluyó su regulación en 1937; la figura de acciones sin voto independiente se denomina *Tätigkeiten ohne Stimme*, aunque también está admitida la limitación del derecho de voto para las *Vorzugsaktien*⁴²⁹. La figura de las acciones sin voto en Italia, denominada *Azioni di risparmio*, está regulada en el art. 14 de la *legge 7 giugno 1974, n° 216*. En Portugal, los arts. 341-344 del Código Comercio, regulan la figura independiente de las acciones sin voto, que allí recibe la denominación de *Ações sem voto*.

El Derecho español introdujo una clase de acciones independiente denominada acciones sin voto en la Ley 19/1989 de Adaptación y Reforma Parcial de la Legislación Mercantil en materia de sociedades a las Directivas Comunitarias. La regulación de las acciones sin voto del TRLSA⁴³⁰ y LSRL⁴³¹ fue modificada sucesivamente por tres normas: la D.A. 15 de la Ley 37/1998 de Reforma del Mercado de Valores, la D.A. 34 de la Ley 50/1998 de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social y la D.A. 19 de la Ley 55/1999 de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social. La regulación actual⁴³² está recogida en los arts. 98-103 TRLSC⁴³³.

⁴²⁷ En todos los países de la Unión Europea se han emitido acciones sin voto salvo Dinamarca. Vid. PENNINGTON, R.R.; WOOLDRIDGE, F.: *Company law in the European Communities*, Oyez Longman, 3ª ed., London, 1982, p. 178.

⁴²⁸ Las primeras acciones sin voto son emitidas en el Estado de New York en 1855. En la actualidad, las acciones sin voto son permitidas en todos los estados de EE.UU., salvo Illinois, Mississippi y Nebraska. Vid. GÓMEZ MENDOZA, M.: "Acciones sin voto", en AA.VV., en *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. 11, vol. I (Capital y acciones), Madrid, 1994, p. 92.

⁴²⁹ Ambas situaciones están reguladas en los §§ 139 y ss. *Aktiengesetz* de 1965.

⁴³⁰ Antes de la aprobación del TRLSC, las SA regulaban las acciones sin voto en los arts. 90-92 TRLSA.

⁴³¹ Antes de la aprobación del TRLSC, las SRL regulaban las PS sin voto en el art. 42.bis LSRL.

⁴³² Según el art. 98 TRLSC, "Las sociedades de responsabilidad limitada podrán crear participaciones sociales sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital y las sociedades anónimas podrán emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado". El art. 99 TRLSC, denominado Dividendo preferente, establece que: "1. Los titulares de participaciones sociales y las acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable, que establezcan los estatutos sociales. Una vez acordado el dividendo mínimo, sus titulares tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las participaciones sociales o a las acciones ordinarias. 2. Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo a que se refiere el pár. anterior. 3. De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes. Mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las participaciones y acciones sin voto tendrán este derecho en igualdad de condiciones que las ordinarias y conservando, en todo caso, sus ventajas económicas". El art. 100 TRLSC establece "1. Las participaciones sociales y las acciones sin voto no quedarán afectadas por la reducción del capital social por pérdidas, cualquiera que sea la forma en que se realice, sino cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes. Si, como consecuencia de la reducción, el valor nominal de las participaciones sociales o de las acciones sin voto excediera de la mitad del capital social de la sociedad de responsabilidad limitada o del desembolsado en la anónima, deberá restablecerse esa proporción en el plazo máximo de dos años. En caso contrario, procederá la disolución de la sociedad. 2. Cuando en virtud de la reducción del capital se amorticen todas las participaciones sociales o todas las acciones ordinarias, las sin voto tendrán este derecho hasta que se restablezca la proporción prevista legalmente con las ordinarias". En el art. 101 TRLSC, el privilegio en la cuota de liquidación aparece "En el caso de liquidación de la sociedad las participaciones sociales sin voto conferirán a su titular el derecho a obtener el reembolso de su valor antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes. En las sociedades anónimas el privilegio alcanzará al reembolso del valor desembolsado de las acciones sin voto".

Por su parte, el art. 102 TRLSC establece que: "1. Las participaciones sociales y las acciones sin voto atribuirán a sus titulares los demás derechos de las ordinarias, salvo lo dispuesto en los arts. anteriores. 2. Las acciones sin voto no podrán agruparse a los efectos de la designación de vocales del Consejo de administración por el sistema de

La posibilidad de emitir acciones y PS sin voto en los diferentes textos está relacionada con la diferenciación entre empresas cotizadas y no cotizadas. Ni el Proyecto de Reforma de 1926 ni la LSA de 1951 permitían la posibilidad de emitir acciones sin voto. El Anteproyecto de LSA de 1979 (art. 43.1), el Anteproyecto de LSA de julio de 1986 (art. 38.1)⁴³⁴ y el Anteproyecto de LSA de junio de 1987 permitían emitir acciones sin voto, pero sólo para sociedades cotizadas⁴³⁵. Por su parte, el Anteproyecto de LSA de 19 de enero de 1988, elaborado por el Ministerio de Justicia, no permitía la emisión de acciones sin voto. El Anteproyecto de LSA de 8 de marzo de 1988, sí permitía la posibilidad de emitir acciones sin voto, pero sólo para sociedad cotizadas (art. 37.a). El Proyecto de Ley de 8 de abril de 1988 (art. 37.a), el TRLSA de 1989 y la LRLMV permitían la emisión de acciones sin voto, tanto para sociedades cotizadas como no cotizadas. En la actualidad, el TRLSC permite la emisión de acciones y PS sin voto⁴³⁶, tanto para sociedades cotizadas como no cotizadas.

La legislación vigente recoge una limitación cuantitativa para su creación, pues no podrán emitirse acciones o PS sin voto por importe superior a la mitad⁴³⁷ del capital desembolsado (art. 98 TRLSC)⁴³⁸.

La Exposición de Motivos introductoria de la LRLMV indica que la principal motivación para la emisión de acciones sin voto es el carácter financiero, pues la empresa emisora de estas acciones busca inversores potenciales que le proporcionen los recursos que necesita. El mercado se encuentra en situación de cierta saturación por el gran número de alternativas de inversión que ofrece; ante esta circunstancia, las empresas emisoras identifican las características de un perfil de propietario denominado "de ahorro", con unas necesidades

representación proporcional. El valor nominal de estas acciones no se tendrá en cuenta a efectos del ejercicio de ese derecho por los restantes accionistas. 3. Las participaciones sociales sin voto estarán sometidas a las normas estatutarias y supletorias legales sobre transmisión y derecho de asunción preferente". El art. 103 TRLSC recoge que "Toda modificación estatutaria que lesione directa o indirectamente los derechos de las participaciones sociales o de acciones sin voto exigirá el acuerdo de la mayoría de las participaciones sociales o de las acciones sin voto afectadas".

⁴³³ Existe una correspondencia entre el TRLSA y el TRLSC. El art. 90 TRLSA se corresponde con el art. 98 TRLSC, el art. 91.1 TRLSA con el art. 99 TRLSC, el art. 91.2 TRLSA con el art. 100 TRLSC, el art. 91.3 TRLSA con el art. 101 TRLSC, el art. 91.4 TRLSA con el art. 102.3 TRLSC, el art. 92.1 TRLSA con el art. 102.1 TRLSC, el art. 92.2 TRLSA con el art. 102.2 TRLSC y el art. 92.3 TRLSA con el art. 103 TRLSC. El contenido de ambos textos es muy similar con las necesarias adaptaciones del nuevo texto para referirse a todas las sociedades de capital, en vez de exclusivamente a las SA.

⁴³⁴ El Anteproyecto de LSA de julio de 1986 y el Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de junio de 1987, fueron elaborados por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación.

⁴³⁵ El Anteproyecto de LSA de junio de 1987 establece explícitamente la justificación para continuar manteniendo el requisito de cotización para poder emitir las acciones sin voto: "Como es sabido uno de los problemas fundamentales en la realidad actual de las sociedades anónimas consiste en la falta de interés de los accionistas de las grandes sociedades en participar en los asuntos sociales que se traduce en el absentismo en las Juntas generales. Por ello se ha llegado a considerar la utilidad de permitir la emisión de acciones sin voto, partiendo de la idea de que el accionista de las grandes sociedades que cotizan en bolsa, más que verdadero accionista entendido como socio, es un inversor, cuyo único interés radica en la obtención de unos beneficios, pero que no está interesado en acudir a las juntas". *Vid.* Exposición de motivos del Anteproyecto de LSA de junio de 1987.

⁴³⁶ Las SRL podrán crear PS sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital y las SA podrán emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado. La admisión de las PS sin voto se produjo con la entrada en vigor del art. 42 bis en la LSRL por la Ley 7/2003, de 1 de abril, de la sociedad limitada nueva empresa.

⁴³⁷ También establece un 50% de límite cuantitativo para la emisión de acciones sin voto las legislaciones de Alemania (§ 139 AktG), Italia (art. 14 *Codice Civile* de 1974) y Portugal (art. 341.1 Decreto ley); más restrictivo es el límite del 25% establecido en Francia (art. 269.1). En el Derecho anglosajón, no se establece límite cuantitativo alguno. *Vid.* GÓMEZ MENDOZA, M.: "Acciones sin voto", *op. cit.*, 1994, 103.

⁴³⁸ Las acciones y PS sin voto sólo pueden ser emitidas por la mitad del capital desembolsado, aunque en las SRL el capital nominal equivale al desembolsado. El art. 78 TRLSC recoge que las PS en que se divida el capital de la SRL deberán estar íntegramente asumidas por los socios, e íntegramente desembolsado el valor nominal de cada una de ellas en el momento de otorgar la escritura de constitución de la sociedad o de ejecución del aumento del capital. Por su parte, en el art. 79 TRLSC aparece que las acciones en que se divida el capital de la SA deberán estar íntegramente suscritas por los socios, y desembolsado, al menos, en una cuarta parte el valor nominal de cada una de ellas en el momento de otorgar.

específicas, y emiten instrumentos financieros sin voto para absorber sus recursos⁴³⁹. Esta idea se basa en que sólo una parte de los socios (de control) se interesa por la gestión social, mientras que el resto es atraído únicamente por el rendimiento patrimonial (de ahorro)⁴⁴⁰.

El marketing financiero genera soluciones a problemas del mercado y las empresas que lo componen. Esto ocurre con la doble estructuración de capital (*dual capitalization*) entendida como la financiación por medio de varios tipos de instrumentos financieros con diversas características para obtener la mejor estrategia de riesgo y rentabilidad⁴⁴¹. La doble estructuración de capital responde a la solución eficiente del problema típico de la dispersión del accionariado con los dos extremos de la balanza societaria: por un lado los socios de control, y por el otro los inversores que representan el "capital flotante". De esta forma, la financiación mediante híbridos de deuda en un sentido más amplio (incluyendo aquí las acciones y PS sin voto) tiene un fuerte atractivo para los inversores que están dispuestos a cambiar dividendo por voto. Los híbridos pueden ser un instrumento fundamental para edificar un determinado equilibrio societario de poderes.

Además de ser derivado de la innovación financiera y del marketing financiero, existen otras situaciones específicas en las que puede ser adecuada la emisión de acciones sin voto: procesos de reorganización empresarial, reconversión o industrialización, conservación del control público de las sociedades estatales y recapitalización sin riesgos de la pérdida de control familiar o grupal. Respecto a esto último, la OPA es una operación dirigida a la adquisición de un determinado volumen de acciones, admitidos a negociación en una bolsa de valores, que directa o indirectamente pueden dar derecho a su suscripción o adquisición, para de esta forma, llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad. La emisión de acciones sin voto es, para la empresa emisora, una garantía de protección frente a una posible OPA futura, porque las acciones sin voto no puedan agruparse para designar a los administradores por el sistema proporcional.

Gran parte de los derechos de las acciones y PS sin voto han sido modulados, ampliados o limitados por las diferentes disposiciones y normas que modifican la legislación mercantil. Los derechos de los titulares de PS y acciones sin voto vigentes actualmente en España son fundamentalmente cinco: derecho a un "dividendo adicional acumulativo", privilegio en caso de reducción de capital por pérdidas, privilegio en la cuota de liquidación, otros derechos y una protección ante modificaciones estatutarias lesivas⁴⁴².

En virtud del art. 99.1 TRLSC, denominado "dividendo preferente", los titulares de PS y las acciones sin voto tienen derecho a percibir el "dividendo anual mínimo" fijo o variable, que establezca los estatutos sociales. Este derecho, que se debería denominar, dividendo adicional⁴⁴³, está compuesto, a su vez, por dos derechos: recibir un dividendo con carácter

⁴³⁹ La motivación inicial de las acciones sin voto parece que es satisfacer las necesidades de los pequeños inversores interesados únicamente por la rentabilidad económica de su inversor, y no tanto por participar en la gestión de la sociedad. No obstante, parte de la doctrina estima que a quien realmente interesa la existencia de tales acciones es "a los grupos de poder de las sociedades emisoras". Vid. KRIEBEL, M.: "Mehr stimmrechtslose Vorzugsaktien?", en *Die Aktiengesellschaft*, 1963, p. 175.

⁴⁴⁰ La identificación de estos dos tipos de socios se puede observar en cualquier sociedad de capital, aunque es más frecuente en las SA.

⁴⁴¹ Para observar el concepto de *dual capitalization* vease SIMMONS, P. L.: «Dual class recapitalization and shareholders voting rights», *Columbia Law Review*, 87, 1987, pp. 106-125, y GORDON, J. N.: "Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice", *California Law Review*, 75, 1988, p. 10.

⁴⁴² La actual regulación de las acciones sin voto ahora es mucho más rígida. Antes de la entrada en vigor del TRLSC, existía un tratamiento muy diferenciado para sociedades cotizadas y no cotizadas, mientras que con el TRLSC existen muchas más coincidencias entre ambas. Con el TRLSA, respecto del derecho de suscripción preferente de los titulares de acciones sin voto en el caso de sociedades cotizadas, así como de la recuperación del derecho de voto en caso de no satisfacción del dividendo mínimo y en el carácter no acumulativo del mismo, se estaba a lo que disponían sus estatutos. Toda esta modulación no es posible de realizar en este momento, tanto para emisores cotizados y no cotizados.

⁴⁴³ La denominación de la remuneración de las acciones sin voto más adecuada es "dividendo adicional". Los preliminares del art. 91.1 TRLSA (Proyecto de Ley de Reforma) calificaba a la retribución de las acciones sin voto

preferente y participar del resto de los dividendos con las acciones o PS ordinarias⁴⁴⁴. En el ejercicio que existan beneficios distribuibles, la Junta General debe obligatoriamente acordar el reparto del dividendo mínimo con carácter de preferencia (art. 99.2 TRLSC). La diferencia con la figura acciones o PS preferentes es que las acciones o PS sin voto no sólo tienen una preferencia en el cobro de dividendos, sino que una vez otorgado éste, les corresponde el mismo dividendo que a las acciones o PS ordinarias.

El TRLSA regulaba el dividendo adicional de las acciones sin voto atendiendo a lo expuesto en los estatutos, siempre que como mínimo fuese el cinco por ciento del capital desembolsado. La LRLMV modificó este tratamiento al no fijar un nivel mínimo para cuantificar el dividendo, permitiendo establecer un dividendo inferior a esa cifra con objeto de intentar promover la emisión de acciones sin voto en España, ya que el alto precio era una de las razones de la escasez de estas emisiones. Esta idea aparece compartida y apoyada por una parte importante de la doctrina⁴⁴⁵ y por la "Comisión especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero"⁴⁴⁶. El TRLSC mantiene el mismo tratamiento al no establecer una cuantía mínima del cinco por ciento, pero ampliándolo a todas las sociedades de capital. Añadir un cinco por ciento al dividendo ordinario era un precio demasiado elevado si se comparaba con el resto de posibilidades de financiación que brindaba el mercado, donde se podía conseguir un préstamo o una emisión de deuda a un precio menor. Al inconveniente económico se unía otro de tipo fiscal, ya que los dividendos no son fiscalmente deducibles para el emisor, al contrario de lo que ocurre con los intereses.

La LRLMV eliminó la indicación "del capital desembolsado", lo que permite a los emisores mucha más flexibilidad, al posibilitar que el dividendo mínimo sea fijo o variable y que pueda ser calculado sobre el valor nominal, sobre el capital desembolsado o sobre cualquier índice, como por ejemplo, algún punto por encima de la remuneración de las acciones con voto⁴⁴⁷.

Para analizar el carácter acumulativo del derecho al dividendo anual mínimo es necesario observar las diferentes etapas que ha sufrido su regulación. En la primera, establecida en el art. 91.1 TRLSA, si existían beneficios distribuibles, la sociedad estaba obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo; sin embargo, en el supuesto de que no existieran beneficios distribuibles o no hubiera en cantidad suficiente, la parte del dividendo mínimo no pagada debería ser satisfecha dentro de los ejercicios siguientes. En este periodo existía un plazo de prescripción de cinco años, que limitaba las posibilidades de ejercer el cobro del dividendo acumulado por parte de los accionistas sin voto.

como "dividendo anual preferente" en vez de "dividendo anual mínimo". La denominación "mínimo" del dividendo anual tenía sentido en la redacción primera del art. 91.1 TRLSA ya que se establecía un porcentaje mínimo (podía aumentarse estatutariamente) y obligatorio de distribución (5%), sin embargo, con la actual redacción del art. 99 TRLSC, suprimido el 5%, parece más adecuado considerarlo "preferente", pero aun mejor sería "adicional" para que reflejara la verdadera dimensión del derecho: recibir un dividendo con carácter preferente y además, participar del resto de los dividendos con las acciones ordinarias.

⁴⁴⁴ El art. 99 TRLSC se refiere a este derecho como "dividendo anual mínimo". La práctica totalidad de los autores consideran al dividendo mínimo como un dividendo adicional, según hemos definido, aunque podemos encontrar otra interpretación minoritaria; LARRIBA no contempla el dividendo mínimo como un dividendo a añadir al que reciben las ordinarias, sino como un dividendo recibido con seguridad, que una vez entregado, únicamente concede el derecho a recibir un dividendo que iguale sus percepciones con las de las acciones ordinarias. *Vid.* LARRIBA DIAZ-ZORITA, A.: "Modificaciones en la Ley de Sociedades Anónimas", *Partida Doble*, nº 97, febrero, 24-41, 1999, p. 29.

⁴⁴⁵ *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, 1999, p. 22. MONGE GIL, A.L.: "Las acciones sin voto (Quo vadis?, sistema financiero español)", en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A. *La(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Tecnos, Madrid, 2000, p. 94. PORFIRIO CARPIO, L.: "Acciones privilegiadas y acciones sin voto tras las leyes 37 y 50 de 1998", *op. cit.*, 2002, p. 716.

⁴⁴⁶ *Vid.* CNMV: "Comisión especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero", CNMV, Madrid, 1998.

⁴⁴⁷ Algunos ejemplos sobre las posibilidades de actuación del emisor a la hora de definir la remuneración de las acciones pueden ser observados en PORFIRIO CARPIO, L.: "Acciones privilegiadas ...", *op. cit.*, 2002, p. 716.

En la segunda etapa, legislada en la D.A. decimoquinta de la LRLMV, se elimina el plazo de cinco años para abonar los dividendos mínimos. Al eliminar el plazo mencionado y tener derecho a cobrarlo cuando existieran beneficios distribuibles, la legislación española aproxima la regulación de las acciones sin voto a la establecida para las acciones preferentes, aunque respecto a la cuantificación del privilegio las diferencias siguen manteniéndose claras, pues a las acciones sin voto no se les atribuye un dividendo preferente, sino un dividendo adicional y acumulativo.

La tercera etapa se encuentra en la D.A. 34 de la Ley de Medidas Fiscales Administrativas y del Orden Social (Ley 50/1998). Ambos documentos eliminan el carácter acumulable del dividendo mínimo cuando se trate de acciones sin voto emitidas por sociedades cotizadas; de esta forma, serán los estatutos los que determinen las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo mínimo, que podrá ser la acumulación o cualquier otra medida. Para las no cotizadas existe un derecho de acumulación con un plazo de cinco años para ser ejercitado. Esta regulación actual establece un entorno flexible para las acciones sin voto emitidas por una sociedad cotizada, mientras que para las no cotizadas se vuelve a la rigidez de la inclusión de acumulación y plazo de prescripción obligatoria, disminuyendo las posibilidades del ejercicio de cobro por parte de los accionistas sin voto⁴⁴⁸.

La cuarta etapa está recogida en el art. 99.3 TRLSC, que incorpora como novedad la ampliación a las sociedades cotizadas del tratamiento de los dividendos devengados y no pagados de las no cotizadas establecido en el art. 91.3 TRLSA. De esta forma, de no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes, tanto en sociedades cotizadas y no cotizadas⁴⁴⁹; mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las PS y acciones sin voto tendrán este derecho en igualdad de condiciones que las ordinarias y conservando, en todo caso, sus ventajas económicas.

El privilegio en caso de reducción de capital por pérdidas permite que no afecte, a las PS y las acciones sin voto, la reducción del capital social por pérdidas, cualquiera que sea la forma en que se realice, sino cuando la reducción supere el valor nominal de las restantes. Si como consecuencia de la amortización de acciones o participaciones con voto al reducir capital, el importe de las acciones o PS sin voto excediera de la mitad del capital desembolsado, sería necesario restablecer esta proporción en el plazo de dos años⁴⁵⁰; para restablecerla es posible aumentar capital con acciones (o PS) con voto o transformar las acciones (o PS) sin voto en acciones (o PS) con ese derecho. Si no pudiera restablecerse en dos años se procederá a la disolución de la sociedad. Cuando en virtud de la reducción del capital se amorticen todas las PS o todas las acciones ordinarias, las sin voto tendrán este derecho hasta que se restablezca la proporción prevista legalmente con las ordinarias.

⁴⁴⁸ El mantenimiento del plazo de prescripción de cinco años, obligatorio para las sociedades no cotizadas, y potestativo para las cotizadas, permite una doble interpretación sobre cuáles son los conceptos que deben imputarse primero en caso de recursos insuficientes: los importes de ejercicios precedentes o los del ejercicio actual. Algunos autores afirmaban que debería imputarse primero los del ejercicio actual, ya que otorgar preferencia al dividendo acumulado de ejercicios anteriores supondría ir en contra del espíritu de la Ley porque no se extinguiría por el transcurso de los cinco ejercicios sociales. Vid. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las acciones sin voto", *Revista de Derecho Mercantil*, nº 191, 1989, pp. 7-44. GÓMEZ MENDOZA, M.: "Derechos patrimoniales del accionista sin voto", *Cuadernos de Derecho y Comercio*, nº 7, 1990, pp. 7-45. Otra parte de la doctrina considera que, en caso de recursos insuficientes, deben imputarse primero los importes de ejercicios precedentes; argumentando lo siguiente: "los plazos legales de cinco ejercicios sociales no se extienden sin límite, sino que se extinguen por idénticos periodos de cinco ejercicios, es decir, en relación a cada ejercicio, en el sexto sucesivo a éste. El plazo de cinco ejercicios sociales vuelve a nacer, en caso de inexistencia o insuficiencia de beneficios distribuibles, en relación al periodo 2-7, 3-8 y así sucesivamente". Parece más razonable la segunda interpretación; lo que sí es seguro es que la primera interpretación favorece a las sociedades emisoras, mientras que la segunda favorece los intereses de los accionistas sin voto. Vid. PORFIRIO CARPIO, L.: "Acciones privilegiadas ...", *op. cit.*, 2002, p. 717.

⁴⁴⁹ El carácter acumulativo del derecho al dividendo anual mínimo es más homogéneo entre sociedades cotizadas y no cotizadas lo cual es contradictorio con la tendencia internacional del derecho.

⁴⁵⁰ Cfr. arts. 100 y 363 TRLSC.

El privilegio en la cuota de liquidación⁴⁵¹ consiste en un derecho preferente para obtener, en caso de liquidación de la sociedad, el reembolso del valor desembolsado de las acciones o PS sin voto antes de que se distribuya cantidad alguna a los restantes titulares. El ordenamiento español establece la preferencia del reembolso únicamente en cuanto al capital desembolsado por las acciones sin voto⁴⁵².

El art. 102 TRLSC regula el resto de derechos de las PS y las acciones sin voto. En primer lugar, ellas atribuirán a sus titulares los demás derechos de las ordinarias, salvo lo dispuesto en los arts. 99-101 TRLSC. Además, las acciones sin voto no podrán agruparse a los efectos de la designación de vocales del Consejo de administración por el sistema de representación proporcional; el valor nominal de estas acciones no se tendrá en cuenta a efectos del ejercicio de ese derecho por los restantes accionistas. Por último, las PS sin voto estarán sometidas a las normas estatutarias y supletorias legales sobre transmisión y derecho de asunción preferente⁴⁵³.

Tradicionalmente las acciones sin voto tenían todos los derechos de las acciones ordinarias, salvo el de voto, por lo que todas las emisiones de acciones sin voto poseían siempre derecho preferente de suscripción. Sin embargo, a partir de la LRLMV (punto 4), los

⁴⁵¹ El legislador ha intentado diseñar un privilegio para las PS sin voto y las acciones sin voto cuando llegue el momento de la liquidación. Sin embargo, el resultado no es el esperado, porque en algunas circunstancias puede ser no una ventaja, sino una desventaja respecto a los títulos con voto. El artículo 101 TRLSC establece que, en el caso de liquidación de la SRL, las PS sin voto conferirán a su titular el derecho a obtener el reembolso de su valor antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes. En las SA el privilegio alcanzará al reembolso del valor desembolsado de las acciones sin voto. En las PS sin voto el artículo representa un privilegio porque tras la liquidación, el inversor recibe antes que los títulos con voto el valor de cada título, que puede ser mayor o menor a la cantidad entregada en el momento de la suscripción por el inversor. Sin embargo, en las SA, el accionista recibe el valor desembolsado de las acciones sin voto antes que las acciones con voto. Pero para saber si esto es un privilegio, debemos atender a si en el momento de la liquidación, para las acciones con voto queda una cantidad de dinero superior o inferior a la cantidad entregada en el momento de la suscripción por el inversor. Los accionistas sin voto reciben con una preferencia temporal el valor que desembolsaron. Después los accionistas con voto reciben el patrimonio resultante en ese momento que puede ser mayor o menor a la cantidad que reciben los accionistas sin voto. Si los accionistas sin voto reciben una cantidad mayor que los accionistas con voto tendrán una preferencia en el cobro de la liquidación, pero si reciben una cantidad menor tienen una desventaja respecto a los accionistas con voto. Para diseñar una ventaja, el legislador debería haber previsto que los accionistas sin voto recibirían el reembolso del valor desembolsado; si queda cuota de liquidación se reparte a los accionistas con voto el valor que desembolsaron; por último, si aún queda dinero, se reparte entre el conjunto de acciones en partes iguales.

Para observar lo anterior, lo mejor es analizar un supuesto práctico. Una SA tiene dos clases de acciones. La clase A está compuesta por 100.000 acciones con voto de valor nominal 10 euros. La clase B está formada por 5.000 acciones sin voto de valor nominal 10 euros. Calcular la cuota liquidativa de cada acción en cada una de las tres siguientes situaciones: (a) el patrimonio neto resultante de la liquidación es 90.000 euros, (b) el patrimonio neto resultante de la liquidación es 1.150.000 euros con la actual redacción, y (c) el patrimonio neto resultante de la liquidación es 1.150.000 euros con la redacción propuesta.

En el apartado (a) la totalidad de las acciones sin voto recibirán 50.000 euros (5.000*10). Cada una de ellas recibirá 10 euros. La totalidad de las acciones con voto recibirán 40.000 euros (90.000-50.000). Cada una de ellas recibirá 0,4 euros (40.000/100.000). Las acciones sin voto poseen un privilegio en la cuota de liquidación respecto a las acciones con voto.

En el apartado (b) la totalidad de las acciones sin voto recibirán 50.000 euros (5.000*10). Cada una de ellas recibirá 10 euros. La totalidad de las acciones con voto recibirán 250.000 euros (1.150.000-50.000). Cada una de ellas recibirá 11 euros (1.100.000/100.000). Las acciones sin voto poseen una desventaja en la cuota de liquidación respecto a las acciones con voto.

En el apartado (c) la totalidad de las acciones sin voto recibirán 50.000 euros (5.000*10). Cada una de ellas recibirá 10 euros. La totalidad de las acciones con voto recibirán, en un primer momento, 1.000.000 euros (100.000*10), de forma que se iguale con lo recibido por las acciones sin voto. A continuación, la totalidad de las acciones con y sin voto recibirán 100.000 euros (1.150.000-1.000.000-50.000). Cada una de ellas recibirá 0,95 euros (100.000/105.000). De esta forma, todas las acciones reciben 10,95 euros, lo que supone que las acciones sin voto no poseen una desventaja en la cuota de liquidación respecto a las acciones con voto.

⁴⁵² “En el caso de liquidación de la sociedad las participaciones sociales sin voto conferirán a su titular el derecho a obtener el reembolso de su valor antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes. En las sociedades anónimas el privilegio alcanzará al reembolso del valor desembolsado de las acciones sin voto”. *Vid. art. 101 TRLSC.*

⁴⁵³ El mismo derecho presenta dos denominaciones diferentes: asunción preferente para SRL y suscripción preferente para SA.

estatutos de las empresas cotizadas podrán omitir este derecho en las acciones sin voto⁴⁵⁴. Antes de la entrada en vigor del TRLSC, los titulares de acciones sin voto de empresas cotizadas, debían atender a lo expuesto en los estatutos para conocer si pueden ejercer este derecho. Sólo en el caso que lo recogieran, los titulares podían suscribir nuevas acciones en los aumentos de capital de cualquier clase, en la misma proporción y condiciones que las acciones ordinarias (art. 92.1 TRLSA). Para las acciones de empresas no cotizadas, los accionistas podían ejercer siempre ese derecho, aunque no lo recogieran los estatutos. Tras la entrada en vigor del TRLSC⁴⁵⁵, es necesario identificar el tratamiento del derecho en función de la forma jurídica del emisor. En las SA, el derecho preferente de suscripción es atribuido a las acciones sin voto siempre, sean cotizadas o no⁴⁵⁶. En las SRL, el derecho de asunción preferente estará sometido a las normas estatutarias, por lo que las PS sin voto pueden no tenerlo si así aparece en los estatutos.

La posibilidad de que las empresas no incluyan en su regulación estatutaria el derecho de asunción preferente, es una clara excepción a los arts. 93 y 304 TRLSC, que establecen, como uno de los derechos de todas las PS, el de suscripción preferente en la emisión de nuevas PS⁴⁵⁷.

En caso de emisión de nuevas acciones o PS sin voto, si los titulares con voto gozaran del derecho preferente de suscripción, se exigirá el acuerdo de la mayoría de las acciones o PS sin voto ya existentes, puesto que la nueva emisión afecta a los derechos inherentes a las mismas.

Aunque las emisiones sin voto se caracterizan por la privación del derecho de voto, esta no es absoluta ni definitiva; los titulares sin voto podrán ejercitar este derecho cuando concurren tres situaciones. Primeramente, toda modificación estatutaria que lesione directa o indirectamente los derechos de las sin voto requiere el acuerdo de la mayoría de las acciones o PS afectadas (art. 103 TRLSC); este artículo, además de concederles el derecho de voto en este supuesto, refuerza la idea de que las acciones o PS sin voto son una clase, al igualar este tratamiento con el art. 293 TRLSC. En segundo lugar, los accionistas sin voto recuperan el derecho de voto, independientemente del tipo de sociedades que las haya emitido (cotizadas o no), durante el período máximo de dos años en el cual la sociedad debe restablecer la proporción entre acciones ordinarias y sin voto, en caso de amortización de todas las acciones con voto por reducción de capital obligatoria (art. 100.2 TRLSC). El tercer supuesto concurre cuando, en algunas emisiones de acciones o PS sin voto, no se satisfaga la parte no pagada del dividendo mínimo (art. 99.3 TRLSC). Desde la entrada en vigor del TRLSC, este tercer supuesto se produce independientemente de que la sociedad emisora cotice o no; antes de su entrada en vigor, esta recuperación sólo se producía en todo momento cuando el emisor no era cotizado. Las acciones sin voto de sociedades no cotizadas recuperaban el derecho de voto si no recibían el dividendo mínimo en todas las situaciones; por el contrario, en las acciones sin voto de sociedades cotizadas se atendía a lo dispuesto en los estatutos, que por supuesto, podía ser la recuperación del derecho de voto (D.A. 34 de la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos Generales del Estado)⁴⁵⁸.

⁴⁵⁴ A pesar de la claridad de la norma, algunos autores consideran que la facultad de las empresas cotizadas de regular el derecho preferente de suscripción, únicamente debe posibilitar la emisión de privilegios en la preferencia del ejercicio del derecho, pero nunca una exclusión de éste, al igual que establecía el art. 29.2.b de la Segunda Directiva Comunitaria. *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *op. cit.*, 1999, p. 26. MORALES GUERRERO, A.: “Algunas reflexiones contables sobre las últimas reformas de la Ley de Sociedades Anónimas”, *II Jornada de Trabajo sobre contabilidad financiera de ASEPUC*, Toledo, 391-400, 2000, p. 394.

⁴⁵⁵ La regulación del derecho preferente de suscripción o asunción del TRLSC iguala el tratamiento para sociedades cotizadas y no cotizadas, siendo distinto para anónimas y de responsabilidad limitada. Por tanto, la regulación es más homogénea entre cotizadas y no cotizadas, lo cual es contradictorio con la tendencia internacional del derecho.

⁴⁵⁶ La posibilidad de que las SA no incluyeran en su regulación estatutaria el derecho de suscripción preferente, es una clara excepción a los arts. 93 y 304 TRLSC, que establecen, como uno de los derechos de todas las acciones, el de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones.

⁴⁵⁷ Las SRL no pueden emitir obligaciones convertibles, por lo que sólo hacemos referencia a las nuevas PS.

⁴⁵⁸ La regulación de la recuperación del derecho de voto en este tercer supuesto iguala el tratamiento para sociedades cotizadas y no cotizadas. Podemos afirmar que la regulación es más homogénea entre cotizadas y no cotizadas, lo cual es contradictorio con la tendencia internacional del derecho.

Conforme al art. 102.1 TRLSC, los socios sin voto tienen derecho a solicitar la convocatoria de las Juntas y asistir a las mismas, puesto que se les reconocen los demás derechos de las acciones (o PS) ordinarias, salvo los legislados en los arts. 99-102 TRLSC⁴⁵⁹. No parece que tenga mucho sentido que pueda convocar una Junta en la que no puede tomar ninguna decisión, aunque sí es fundamental el derecho de asistencia a las juntas por estar incluido en el derecho de información. En cualquier caso, las acciones sin voto no se tendrán en cuenta para determinar el *quorum* de constitución de la Junta General⁴⁶⁰, según se desprende de los arts. 193 y 194 TRLSC, a pesar del silencio que sobre este punto guarda el art. 102 TRLSC. Por supuesto, deberán ser computadas en todos los supuestos anteriores en que se les atribuye derecho de voto.

Respecto al resto de los derechos de los titulares de acciones o PS sin voto, la LRLMV da nueva redacción al art. 92.1 TRLSA, que posteriormente se traslada al art. 102.1 TRLSC. Mientras originariamente el precepto atribuía a las acciones sin voto los demás derechos de las acciones ordinarias, salvo el de voto, en su nueva redacción se establece que las acciones o PS sin voto atribuirán a sus titulares los demás derechos de las ordinarias, salvo lo dispuesto en el artículo anterior⁴⁶¹. La determinación de los derechos de los que carece el accionista sin voto se completa con el art. 102.2 TRLSC donde se recoge que las acciones sin voto no podrán agruparse a los efectos de la designación de vocales del consejo de Administración por el sistema de representación proporcional (art. 102.2 TRLSC). En caso de administración colegiada y existiendo una o más vacantes en la misma se prevé que las acciones se agrupen para la designación de sus miembros (arts. 171 y 243 TRLSC). Las acciones que, voluntariamente, se agrupen hasta constituir una cifra de capital igual o superior al resultado de dividir éste por el número de vocales del Consejo, tienen derecho a designar los que superando fracciones enteras se deduzcan de la correspondiente proporción. Esta posibilidad se limita a las acciones con derecho a voto. Fuera de estos supuestos, se atribuyen a las acciones sin voto todos los demás derechos reconocidos al resto de acciones de la sociedad. El Anteproyecto de LSA de 1987 privaba a los accionistas sin voto del derecho a solicitar la convocatoria de la junta general y del derecho de asistencia a la misma. El Proyecto de 1989 suprime la exclusión del derecho de asistencia, y mantiene la privación del derecho a solicitar la convocatoria de la junta general. Pues bien, ninguna de estas exclusiones permanece en el texto definitivo de la Ley, de manera que el accionista sin voto posee todos los demás derechos atribuidos a las acciones. Según esto, los socios sin voto poseen el derecho de separación en el supuesto de transformación de sociedad anónima en sociedad colectiva y comanditaria y el derecho de impugnación de acuerdos anulables.

⁴⁵⁹ El TRLSC establece que las acciones sin voto atribuirán a sus titulares los demás derechos de las acciones ordinarias, salvo los no expresamente permitidos. El Anteproyecto de LSA de 1987 privaba a los accionistas sin voto del derecho a solicitar la convocatoria de la junta general y del derecho de asistencia a la misma. El Proyecto de 1989 suprime la exclusión del derecho de asistencia, y mantiene la privación del derecho a solicitar la convocatoria de la junta general. Ninguna de estas exclusiones está vigente actualmente, de manera que el accionista sin voto posee el derecho a solicitar la convocatoria de la junta general y el derecho de asistencia a la misma.

⁴⁶⁰ Podemos encontrar varios comentarios doctrinales que comparten que las acciones sin voto no se tendrán en cuenta para determinar el *quorum* de constitución de la Junta General, todos ellos referenciados sobre los arts. 102 y 103 del TRLSA. *Vid.* MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: “Las acciones sin voto”, *op. cit.*, 1989, pp. 7-44. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: “Las acciones sin voto”, en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, T. IV ,vol. 1, 1994.

⁴⁶¹ El art. 102 TRLSC establece que: “1. Las PS y las acciones sin voto atribuirán a sus titulares los demás derechos de las ordinarias, salvo lo dispuesto en los arts. anteriores. 2. Las acciones sin voto no podrán agruparse a los efectos de la designación de vocales del Consejo de administración por el sistema de representación proporcional. El valor nominal de estas acciones no se tendrá en cuenta a efectos del ejercicio de ese derecho por los restantes accionistas. 3. Las PS sin voto estarán sometidas a las normas estatutarias y supletorias legales sobre transmisión y derecho de asunción preferente”.

Por último, el art. 103 TRLSC establece que toda modificación estatutaria que lesione directa o indirectamente los derechos de las PS o de acciones sin voto exigirá el acuerdo de la mayoría de las PS o de las acciones sin voto afectadas⁴⁶².

Por todo ello, las acciones o PS sin voto son una buena vía para retribuir a los socios de las empresas familiares, pero sobre todo para mantener una buena convivencia entre socios gestores y no gestores en dicho tipo de empresas⁴⁶³. En la empresa familiar, antes o después se llega a la sucesión generacional. En ese momento, la sociedad se vuelve mucho más compleja, no sólo por el número de integrantes de la organización, sino también por la disparidad de estilos de dirección que pueden surgir (por ejemplo diferencias entre los que prefieren resultados inmediatos frente a los que prefieren una inversión a largo plazo). En este entorno, las acciones o PS sin voto facilitan que la organización esté más adaptada a las distintas expectativas que pueden aflorar en los socios de la empresa familiar, porque a los socios no gestores se les asegura unos privilegios, mientras que los socios gestores pueden tener una mayor intervención en la toma de decisiones, evitando las posibles ingerencias de los primeros.

⁴⁶² El análisis realizado se centra en la figura general de las acciones sin voto. Para el sector de los intermediarios financieros, existe una figura determinada, denominadas cuotas participativas, que son acciones sin voto integrantes en el pasivo no exigible de las cajas de ahorro. La utilización generalizada de cuotas participativas en las cajas de ahorro actuales es recomendada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Incluso el gobernador del Banco de España, es partidario de que las cajas emitan acciones sin voto, las denominadas cuotas participativas, y así se lo ha transmitido al sector. *Vid.* GONZALO, A.: "Ordóñez pide a las cajas que activen la emisión de acciones sin voto", *Diario Cinco Días*, 05/10/2006, http://www.cincodias.com/articulo/empresas/Ordonez/pide/cajas/activen/emision/acciones/voto/cdscdi/20061005cdscdiemp_39/Tes/, 2006. Esta investigación no se ocupa de las cuotas participativas por las incertidumbres que está atravesando el sector de las cajas de ahorros en la actualidad, con continuas fusiones y modificaciones de sus formas jurídicas.

⁴⁶³ *Vid.* VÁZQUEZ F.; LUCIO, R.: "Acciones sin voto, una alternativa fiscalmente eficiente", *Revista APD*, noviembre, 2010, 28-30, p. 28.

**CAPÍTULO 2. PARTICIPACIONES
PREFERENTES**

CAPÍTULO 2. PARTICIPACIONES PREFERENTES

En el capítulo segundo se analizan las emisiones de participaciones preferentes (PPR), reguladas por primera vez en España en la Ley 19/2003, y que son diferentes a las acciones o PS privilegiadas del TRLSC⁴⁶⁴. Para designar a estas figuras se ha utilizado una terminología muy diversa⁴⁶⁵: “emisiones preferentes”, “acciones preferentes en el sistema angloamericano” o, la preferida en esta investigación, “participaciones preferentes (PPR)”⁴⁶⁶.

Aunque, desde una primera aproximación, las PPR⁴⁶⁷ no parecen ser una clase de acciones o PS⁴⁶⁸, esta figura es analizada en esta investigación por cinco razones: primero, porque la jurisprudencia⁴⁶⁹ y la prensa económica ofrece informaciones equívocas⁴⁷⁰, segundo, porque tienen una regulación detallada que merece ser observada, tercero, porque su legislación guarda muchos aspectos en común con las acciones rescatables⁴⁷¹, cuarto, porque son las emisiones de híbrido de capital que presentan más éxito en el mercado financiero⁴⁷², y

⁴⁶⁴ La nomenclatura de participaciones preferentes tiene su origen en la traducción a la lengua castellana del concepto anglosajón “*preference/preferred shares*”, pero omitiendo intencionadamente el concepto “acción”. Para designar al instrumento financiero desconocido hasta entonces, el legislador intenta llamar la atención del inversor doméstico sobre el riesgo de confusión con los productos financieros de renta variable a los que estaban habituados.

⁴⁶⁵ Vid. SCHERK, W.: “Emisiones preferentes: a medio camino entre las acciones y las obligaciones”, *Bolsa de Madrid*, marzo, 68-69, 2003, p. 68.

⁴⁶⁶ La nomenclatura y acrónimo propuestos en esta investigación, “participaciones preferentes” y PPR, son los elegidos por el regulador del mercado bursátil español: la CNMV. Vid. CNMV: *Participaciones preferentes (PPR)*, Oficina de Atención al Inversor CNMV, Madrid, 2008, p. 1.

⁴⁶⁷ El estudio de las PPR debe tener, indefectiblemente, como punto de partida, dos trabajos que analizan con detalle los diversos aspectos de la figura. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *Las participaciones preferentes: un híbrido supletorio del capital social*, Thompson Civitas, Madrid, 2005. “Gobierno corporativo e híbridos financieros. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: Derechos políticos en cabeza de no-socios. El caso de las participaciones preferentes”, en AA.VV. *Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas*, vol. I, Revista de Derecho de Sociedades, Thompson-Aranzadi, 2005, pp. 571-615.

⁴⁶⁸ En la prensa económica existe confusión terminológica entre las participaciones preferentes (PPR) y las participaciones sociales (PS). Las PPR son híbridos de capital sin la calificación jurídica de acciones o PS, mientras que las participaciones sociales (PS) son cada una de las partes en las que está dividido el capital en las SRL.

⁴⁶⁹ En la Sentencia de 8 de junio de 2005 del Tribunal Supremo Sala IV de lo Social se utiliza indistintamente la denominación acciones preferentes y participaciones preferentes del Banco Bilbao Vizcaya International Limited. La misma confusión se produce, en las PPR de Banesto, en la Sentencia 3199/2008, de 2 de junio de 2008, de la Audiencia Provincial. Valencia (Sección 7ª). Si es utilizada correctamente la denominación en la Sentencia 428/2006, de 30 de marzo del Tribunal Supremo Sala II de lo Penal y en la Sentencia 768/2010 de 5 de febrero de 2010 del Tribunal Superior de Justicia de Madrid.

⁴⁷⁰ Las dudas sobre la terminología son muy frecuentes en la prensa económica. MARTÍNEZ denomina a su artículo “Lo que su banco no le dice al ofrecerle acciones preferentes”, para comentar la actualidad de las PPR. Vid. MARTÍNEZ, M.: *Lo que su banco no le dice al ofrecerle acciones preferentes*, Expansión, www.expansion.com/2009/05/15/inversion/1242418410.html, 17 de mayo de 2009.

⁴⁷¹ La similitud entre acciones rescatables y PPR es mostrada por GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Las acciones rescatables”, *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, p. 2. CONLLADO LANTERO, F.: “La emisión de acciones preferentes por sociedades bancarias españolas”, en *Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, Madrid, 2002, pp. 4014 y ss. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004, pp. 82 y ss. A todo esto hay que añadir que algunas PPR se parecen, aun más si cabe, a algunas acciones rescatables con características muy determinadas. Las acciones rescatables a opción de la sociedad emisora se parecen a las PPR en que ambas conceden al emisor la posibilidad de rescate trascurrido un plazo (tres años para rescatables y cinco años para PPR).

⁴⁷² El estudio empírico de esta investigación muestra como, dentro de los híbridos financieros de capital, destacan, desde el final del siglo XX, por su importancia en número de emisiones y volumen de negociación, la figura de las PPR. Incluso, en los últimos años su frecuencia es mayor, tanto que las PPR fue el producto financiero de moda en el año 2009. En los primeros seis meses de 2009 se emitieron en España más de 12.000 millones de euros en este tipo de activo. Vid. FERNÁNDEZ, D.: “El jaleo de las preferentes”, *Dinero & inversiones*, 12 de abril de 2009. MARTÍNEZ, M.: *Lo que su banco no le dice al ofrecerle acciones preferentes*, op. cit. SÁNCHEZ-QUIÑONES, J.: “Prefiero acciones a preferentes”, *Cotizalia*, 9 de junio de 2009. Durante el año 1999, Caja Madrid lanzó una emisión por un importe de 3.000 millones de euros; la Caixa 1.500 millones; BBVA 1.000 millones, SCH 2.500 millones, Banesto 500 millones, Banco Sabadell 500 millones, Caja Castilla-La Mancha 1.300 millones, Banco Pastor 250 millones y Banco Popular 425 millones. Vid. GARCÍA VEGA, M.A.: “El riesgo de invertir en las 'preferentes'”, <http://www.dossierempresarial.com/leernoticia.asp?id=3557>, 18/06/2009.

quinto porque es el instrumento elegido por los intermediarios financieros para financiarse en la crisis económica del periodo 2009-2011⁴⁷³.

2.1. CONCEPTUALIZACIÓN

Para buscar una conceptualización adecuada, es necesario observar la dimensión de la figura por la doctrina, el organismo rector de las Bolsas de valores españolas (CNMV) y los emisores de instrumentos financieros.

Las definiciones doctrinales de las PPR son imprecisas: "son instrumentos utilizados por entidades financieras para la captación de recursos a largo plazo"⁴⁷⁴. Esta definición es mejorable en dos aspectos. Primeramente, porque no están emitidos exclusivamente por entidades financieras⁴⁷⁵. Además, es necesaria una mejor especificación, porque la captación de recursos a largo plazo también puede obtenerse por medio de empréstitos, deudas y otro tipo de emisiones.

La CNMV ofrece una caracterización en tres sentidos: realizar una comparación en virtud de la similitud con otros instrumentos financieros, analizar directamente sus características principales, y establecer una definición expresa. Por un lado, establece que "(...) son similares a la deuda subordinada por su orden de prelación en el crédito. Sin embargo, para el emisor es un valor representativo de su capital social desde el punto de vista contable (lo que lo aproxima al concepto de renta variable), si bien otorgan a sus titulares unos derechos diferentes a los de las acciones ordinarias: no tienen derechos políticos ni derecho de suscripción preferente"⁴⁷⁶. En segundo lugar, establece sus características fundamentales⁴⁷⁷: (a) conceden a sus titulares una remuneración predeterminada (fija o variable), no acumulativa, condicionada a la obtención de suficientes beneficios distribuibles por parte de la sociedad garante (es decir, de la entidad española) o del grupo financiero al que pertenece; (b) se sitúan en orden de la prelación de créditos por delante de las acciones ordinarias (y de las cuotas participativas⁴⁷⁸ en el caso de las cajas de ahorros) y por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados; (c) las PPR son perpetuas, aunque el emisor podrá acordar la amortización una vez transcurridos al menos cinco años desde su desembolso, previa autorización del garante y del Banco de España. Por último, la CNMV define las PPR de forma concreta: "Son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada. Pueden generar rentabilidad, pero también pérdidas en el capital invertido. El emisor suele reservarse el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del Banco de España"⁴⁷⁹.

⁴⁷³ "La banca se está reforzando en recursos propios. La salida a bolsa está complicada y, por eso, recurren a la emisión de preferentes. Otros recursos para captar financiación, como las ampliaciones de capital, son más caras para las entidades y, además, con ellas se traslada la imagen de que el banco o caja tiene problemas de solvencia Este aluvión de participaciones preferentes responde pues al afán de bancos y cajas de ahorro de captar liquidez en esta época de crisis económica y reforzar con ello sus ratios de solvencia (*Tier 1*) frente a la oleada de morosidad". Vid. GARCÍA VEGA, M.A.: "El riesgo de invertir en las 'preferentes', *op. cit.*, 2009. Por otro lado, "el Banco Santander ha echado mano de ellas para compensar a sus clientes afectados por el escándalo Madoff". Vid. FERNÁNDEZ, D.: "El jaleo de las preferentes", *op. cit.*, 2009.

⁴⁷⁴ Vid. ALONSO CONZÁLEZ, P.: "Las participaciones preferentes en España", *Actualidad Financiera*, julio, nº 7, 19-31, 2001, p. 19.

⁴⁷⁵ Las PPR no sólo son emitidas por intermediarios financieros, aunque son los casos más frecuentes. También son utilizadas por empresas eléctricas, como Endesa, por Corporaciones locales, como los ayuntamientos de Madrid y Barcelona, el Cabildo de Tenerife o la Diputación Foral de Guipúzcoa, y por organismos públicos como la FERIA de Valencia o RTVE.

⁴⁷⁶ Vid. CNMV: *Los productos de renta fija*, CNMV, Madrid, 2002, p. 14.

⁴⁷⁷ *Ibidem.*, p. 14.

⁴⁷⁸ El más reciente estudio de las cuotas participativas es MARTÍ MORENO, J.; TORRECILLAS POWER, E.; FERRADA LAVALL, E.; ARIAS PORTACELI, C.: *Las cuotas participativas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2011.

⁴⁷⁹ Vid. CNMV: *Participaciones preferentes (PPR)*, Oficina de Atención al Inversor CNMV, 2008, p. 1.

También son destacables las definiciones de PPR ofrecidas por los emisores. Como ejemplo mostramos la realizada por Caja Madrid⁴⁸⁰: "Son valores que normalmente se emiten a través de una sociedad extranjera, y que son filial de una entidad española que actúa como garante. Presentan diferencias respecto de la Renta Fija y de la Renta Variable. Por su estructura son similares a la Deuda Subordinada y a efectos contables se consideran valores representativos del capital social del emisor, que otorgan a sus titulares unos derechos diferentes a los de las acciones ordinarias, pues carecen de derechos políticos y del derecho de suscripción preferente"⁴⁸¹.

Las nociones anteriores no son satisfactorias por no tener carácter definitorio, por lo que esta investigación ofrece una definición⁴⁸², basándose en la idea de que las PPR son una agrupación de instrumentos financieros incluidos dentro de los híbridos de capital⁴⁸³. La definición propuesta es: las PPR son instrumentos financieros híbridos de capital sin la calificación jurídica de acciones o PS⁴⁸⁴. Esta definición es concordante con la concepción generalizada del mercado financiero, donde se considera como PPR a las emisiones similares a las acciones y PS, pero sin la calificación jurídica de éstas.

La conceptualización de las PPR como híbridos de capital sin la calificación jurídica de acciones o PS se establece a través de una clasificación de los híbridos de capital. Los "híbridos financieros"⁴⁸⁵ se pueden dividir en "híbridos financieros de capital"⁴⁸⁶ e "híbridos financieros de deuda"⁴⁸⁷. Los "híbridos financieros de capital" se dividen a su vez en "híbridos financieros de capital sin calificación jurídica de acciones o PS" (donde se encuentran las PPR) e "híbridos financieros de capital con calificación jurídica de acciones o PS". Por su parte, los "híbridos financieros de deuda" se clasifican en "híbridos financieros de deuda sin calificación jurídica de acciones o PS" e "híbridos financieros de deuda con calificación jurídica de acciones o PS" (donde se encuentran las clases de acciones y de PS).

⁴⁸⁰ CAJA DE MADRID: "Valores: renta fija", CajaMadrid, Madrid, 2010.

⁴⁸¹ Junto a la definición de la figura, Caja Madrid resume sus principales características (que son coincidentes con lo establecido en la CNMV). La primera es que "conceden a los titulares una remuneración predeterminada (fija o variable), no acumulativa periódica, condicionada a la obtención de suficientes beneficios distribuibles por parte de la sociedad garante. La segunda es que "se sitúan en el orden de la prelación de créditos por delante de las acciones ordinarias", por último, "las participaciones preferentes son perpetuas, aunque el emisor podrá acordar la amortización una vez transcurridos al menos cinco años desde su desembolso".

⁴⁸² Nuestra definición es solamente mercantil, sin incidir en los aspectos contables, al contrario que equivocadamente mezclan los emisores de PPR.

⁴⁸³ La consideración de las PPR como híbridos de capital es compartido por MOURGUES, N.: *Capitaux propres et quasi fonds propres*, Économie, Paris, 1996. ENGEL, E.; ERICKSON, M.; MAYDEW, E. "Debt-equity hybrid securities", *Journal of Accounting Research*, nº 2, 1999, pp. 249-274. LAMANDINI, M.: *Struttura finanziaria e governó nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, pp. 23 y ss. PISANO MASSAMORMILE, A.: "Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi", *Rivista delle Società*, 2003, pp. 1268-1315.

⁴⁸⁴ El capítulo 2 de esta investigación se centra en los híbridos financieros de capital que no posean la calificación jurídica de acciones o PS, pues las que poseen la calificación jurídica de acciones o PS forman una clase de acciones o de PS y se han analizado en el capítulo 1.

⁴⁸⁵ Los *hybrid securities* tienen algunas características de acciones y otras características de obligaciones. Vid. HENN, H. G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1986, pp. 409 y ss. HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1996, pp. 211 y ss. KLEIN, W.A.; COFFEE, J.C.J.: *Business organization and finance*, 7ª ed. Westbury, New York, 2000, p. 225.

⁴⁸⁶ Los híbridos de capital son los híbridos financieros constituidos por una emisión de deudas utilizadas en función de capital. La denominación propuesta en esta investigación "híbridos financieros de capital" tiene su correspondencia con otras utilizadas por la doctrina: *quasi-equity*, *funktionelles Eigenkapital* o *mezzanine debt*. Vid. MOURGUES, N.: *Capitaux propres et quasi fonds propres*, op. cit. ENGEL, E.; ERICKSON, M.; MAYDEW, E. "Debt-equity hybrid securities", op. cit., pp. 249-274. LAMANDINI, M.: *Struttura finanziaria ...*, op. cit., pp. 23 y ss. PISANO MASSAMORMILE, A.: "Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi", op. cit., pp. 1268-1315. FERNÁNDEZ DEL POZO, *Las participaciones ...*, op. cit., 2005, pp. 11 y ss., los denomina instrumentos financieros de deuda "en funciones de capital".

⁴⁸⁷ Dentro de la categoría híbridos de deuda se agrupan todos los híbridos financieros compuestos por acciones o PS que son utilizadas como deudas. La denominación propuesta en esta investigación "híbridos financieros de deuda" se corresponde con otras utilizadas por la doctrina: *quasi-debt* o *mezzanine equity*. Vid. MOURGUES, N.: *Capitaux ...*, op. cit., 1996. ENGEL, E.; ERICKSON, M.; MAYDEW, E. "Debt-equity hybrid securities", op. cit., 1999, pp. 249-274. LAMANDINI, M.: *Struttura finanziaria ...*, op. cit., 2001. PISANO MASSAMORMILE, A.: "Azioni ed altri strumenti ...", op. cit., 2003, pp. 1268-1315.

Los híbridos de capital eran originariamente deudas, pero posteriormente, al ser utilizados como si fuesen capital, se convierten en un instrumento de carácter económico mixto pero de difícil calificación jurídica. Dependiendo de su calificación jurídica existen dos agrupaciones: los híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones o PS y los híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones o PS. De la misma forma, los híbridos de deuda eran originariamente acciones o PS, pero que posteriormente, al ser utilizados como si fuesen deuda, pasan a ser un instrumento de carácter económico mixto pero de difícil calificación jurídica. Dependiendo de su calificación jurídica existen dos agrupaciones: los híbridos financieros de deuda con la calificación jurídica de acciones o PS y los híbridos financieros de deuda sin la calificación jurídica de acciones o PS.

Dentro de las PPR también es posible realizar una clasificación, la que diferencia entre PPR emitidas de forma directa (emitidas directamente por la propia empresa) y las emitidas de forma indirecta (emitidas por medio de filiales en el extranjero). Las "PPR emitidas de forma indirecta" son instrumentos financieros híbridos de capital sin la calificación jurídica de acciones (ni de PS) instrumentalizados por medio de filiales que operan en mercados distintos a los inversores a los que van dirigidos. Las "PPR emitidas de forma directa" son instrumentos financieros híbridos de capital sin la calificación jurídica de acciones (ni de PS) emitidas por empresas en el mismo mercado de los inversores a los que van dirigidos.

Las PPR cumplen tres características: son instrumentos financieros, no tienen la calificación jurídica de acciones (ni de PS) y son híbridos de capital. Por su parte, las PPR emitidas de forma indirecta cumplen cuatro características: son instrumentos financieros, no tienen la calificación jurídica de acciones (ni de PS), son híbridos de capital, pero además, utilizan filiales que operan en diferente mercado al de la empresa matriz.

Sin duda, la génesis de las PPR está en las emisiones realizadas de forma indirecta. Las PPR tienen su origen en las emisiones realizadas por empresas estadounidenses a través de empresas instrumentales. Por medio de estas empresas pantalla⁴⁸⁸ (sociedades instrumentales, sociedades vehículos, entidad interpuesta, *conduits*, filial instrumental, SPV, *Special Purpose Vehicle*) se convierte la deuda en capital⁴⁸⁹.

El mecanismo de emisión de forma indirecta es el siguiente. La sociedad instrumental emite PPR. Una vez suscritos los valores, la empresa pantalla pone a disposición de la matriz los recursos financieros obtenidos con la emisión, lo que "se formalizaba jurídicamente como una deuda a largo plazo de naturaleza subordinada" (*junior-subordinated deferrable-interest debentures*)⁴⁹⁰ entre la matriz y la empresa instrumental. Los intereses de este préstamo "reproducen la cadencia de los pagos de las PPR", de manera que se permite a la empresa pantalla el pago de los dividendos devengados por las PPR⁴⁹¹.

⁴⁸⁸ La Fundación del Español Urgente (18/06/2010) indica que empresa pantalla es "una expresión adecuada", dado que el Diccionario académico define pantalla en una de sus acepciones como "la persona o cosa que distrae la atención para encubrir u ocultar algo o a alguien". La expresión empresa pantalla equivale a otras como empresa tapadera, empresa fantasma, empresa interpuesta o empresa de papel.

⁴⁸⁹ Las primeras emisiones realizadas a través de empresas instrumentales o *trust* se denominaron TOPRS (*Trust Originated Preferred Securities*). Al poco tiempo de su emisión, las denominaciones que se generalizaron para estas figuras fueron MIPS (*monthly-income preferred socks*) y QUIPS (*quarterly-income preferred socks*) en atención al periodo de cadencia de la remuneración de los híbridos. Vid. KHANA, A; MC CONNEL, J.J.: "MIPS, QUIPS and TOPRS: old wine in new bottles", *Journal of Applied Corporate Finance*, nº 1, 1998, pp. 40-52.

⁴⁹⁰ Vid. BAJAS, MUKESH; MAZUMDAR, SUMON, C; SARIN, ATULYA: "The cost of issuing preferred stock", *Journal of Financial Research*, 25 (4), 2002, pp. 577-592. CARY; COLLINS; WANSLEY: "The impact of trust preferred issuance of bank default risk and cash-flow: evidence from the debt and equity markets", *The Financial Review*, may, vol. 38, nº 2, 2003, pp. 235 y ss. HARRIS, A. J.: "Trust preferred securities still eligible capital treatment; new rules are a compromise", *Banking law journal*, vol. 121, nº 8, 688-696, 2004, p. 688.

⁴⁹¹ SINKEY, J.F.J.: "Bank capital structure, regulatory capital, and securities innovations", *Journal of Money, Credit & Banking*, nº 3, 301-335, 2003, p. 301. FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones ...*, op. cit., p. 16.

Esta complicada construcción tiene su justificación en la búsqueda de la mejor calificación posible del instrumento. Desde la perspectiva fiscal⁴⁹², los intereses de la deuda contraída con la empresa pantalla representan un gasto financiero de la matriz a efectos fiscales, mientras que desde la perspectiva regulatoria⁴⁹³, las emisiones se consideran recursos propios básicos (*Tier 1 Capital*)⁴⁹⁴.

Sobre la naturaleza de las PPR, existen dudas sobre si son pasivo exigible o pasivo no exigible⁴⁹⁵. El art. 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros (Ley 13/1985) establece que las PPR son recursos propios. Algunos autores aportan argumentos diversos para afirmar que integran el pasivo exigible, mientras que otros los ofrecen para aseverar que son pasivo no exigible⁴⁹⁶. Por un lado, se establece un argumento por el que las PPR no son acciones ni PS: "La base de cálculo de este denominado dividendo es el valor nominal de las PPR y no el beneficio repartible; siendo el porcentaje aplicable a dicha base de cálculo una tasa de interés y no la expresión aritmética de la parte alícuota del capital social desembolsado de cada socio"⁴⁹⁷. Éste no puede ser un criterio para diferenciar si son pasivo exigible o no exigible, porque las acciones o PS privilegiadas, que son claramente clases, pueden estar configuradas de forma que tengan una remuneración predeterminada⁴⁹⁸. Por otro lado, otra autora establece que las PPR "son recursos propios pero no integran el capital social"⁴⁹⁹. Este argumento tampoco puede ser utilizado con el PGC 2007, donde existen diversas acciones (algunas acciones rescatables, sin voto y preferentes) que no forman parte del capital social⁵⁰⁰. Por último, se ha afirmado que todas las PPR son pasivo no exigible, al afirmar que "las

⁴⁹² La perspectiva fiscal puede observarse en HESKINS, M.: "Can the IRS maintain the debt-equity distinction in the face of structures notes?", *Harvard Journal of Legislation*, 32, 1995, pp. 524 y ss.

⁴⁹³ La perspectiva regulatoria puede observarse en FRISCHMANN, P. J.; KIMMEL, P.D.; WARFIELD, T.D.: "Innovation in preferred stock: current developments and implications for Financial Reportings", *Accounting Horizons*, september, 1999, pp. 201-218.

⁴⁹⁴ La utilización masiva de las PPR se produce a partir del 21 de octubre de 1996, cuando la Reserva Federal estadounidense reconoció a las *holdings* bancarias (*bank holding companies*) la posibilidad de inscribir el capital suministrado en recursos propios básicos.

⁴⁹⁵ Las dudas sobre su naturaleza se derivan, fundamentalmente, porque las PPR "... combinan un riesgo intermedio entre el de renta fija y el de renta variable". Vid. CNMV: *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1999.

⁴⁹⁶ Las PPR son distintas de las acciones, de los instrumentos de deuda y de las cuotas participativas de las cajas de ahorro. En este sentido, la doctrina afirma que la diferenciación tipológica entre PPR y acciones "es muy oscura". Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Gobierno corporativo e híbridos financieros. ...", *op. cit.*, 2005, pp. 600-601. El autor continúa afirmando que las PPR "no son acciones ni obligaciones, sino que realmente son participaciones preferentes; nuestra Ley ha tipificado un nuevo híbrido financiero como tertium genus entre los dos modelos paradigmáticos de financiación permanente". *Ibidem*, p. 604.

⁴⁹⁷ Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, 2004, p. 88.

⁴⁹⁸ El legislador huye del término técnico "dividendo" para referirse a la remuneración predeterminada del instrumento financiero PPR. Por otro lado, la Ley requiere su cotización en "mercados secundarios organizados", y no necesariamente en la bolsa, como ocurría con las acciones cotizadas españolas. Además, a los inversores no se les hace referencia como accionistas, sino como "titulares".

⁴⁹⁹ Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, *op. cit.*, 2007, pp. 134 y ss.

⁵⁰⁰ El preámbulo de la Ley 16/2007, de 4 de julio, expresa el cambio en la contabilización de las clases de acciones, incidiendo en que algunas clases de acciones, y no todas serán pasivos financieros: "En concreto, por lo que se refiere a determinados elementos de balance debe resaltarse que la convergencia del Derecho Mercantil Contable interno (Código de Comercio y sus disposiciones de desarrollo) con las normas internacionales, originará un cambio fundamental en la calificación económico-contable de algunos instrumentos financieros utilizados por las empresas españolas para obtener los recursos necesarios para el desempeño de su actividad. En particular, determinadas acciones rescatables y acciones o participaciones sin voto. De acuerdo con estas definiciones, puede comprobarse que el nuevo modelo contable exigirá una delimitación más precisa de las partidas incluidas en el patrimonio neto, a partir de la definición de los pasivos. Este análisis deberá atender no sólo a la forma jurídica, sino especialmente a la realidad económica de las operaciones, habiéndose incluido este aspecto de manera explícita en el art. 34, apartado 2, del Código de Comercio. Es decir, se exige en última instancia una calificación de los hechos económicos atendiendo a su fondo, tanto jurídico como propiamente económico, al margen de los instrumentos que se utilicen para su formalización".

participaciones preferentes integran el capital social de una sociedad anónima⁵⁰¹. Esto no es cierto porque es imposible generalizar la naturaleza de las PPR; es imprescindible diferenciar entre emisiones directas e indirectas. Por tanto, la naturaleza de las PPR depende de si son directas e indirectas, y en función de ello, obtener una calificación de cada una de ellas.

2.2. HÍBRIDOS FINANCIEROS DE CAPITAL

La innovación financiera es el proceso de elaboración y puesta a disposición del cliente de fórmulas de financiación, inversión y de cobertura de riesgos⁵⁰². Los productos resultantes de la innovación financiera nacen de los principios del Derecho internacional de los que se deriva la autonomía de la voluntad y la libre creación de valores.

De la innovación financiera se han obtenido un elevado número de productos financieros: se han generado los denominados "Nuevos Instrumentos Financieros", en especial los "Instrumentos Derivados", se han estructurado operaciones sobre instrumentos financieros dando lugar a "Instrumentos Sintéticos", y lo más importante, se han diseñado "Instrumentos Financieros Híbridos o Compuestos" con características de acciones y obligaciones a la vez, tomando como base uno de ellos⁵⁰³.

De entre todos los medios de innovación financiera, son especialmente relevantes los activos financieros generados en una posición financiera intermedia entre deuda y acción, denominados "híbridos"⁵⁰⁴ (*hybrid securities, hybrid finanzierungsinstrumente, valeurs mobilières hybrides, strumenti finanziari, ibridi/partecipativi*). El concepto híbrido financiero agrupa a los instrumentos financieros generados con una posición financiera intermedia entre deuda y acción. El mercado financiero crea unos instrumentos con rasgos de deuda y de participación en fondos propios para intentar aprovechar las ventajas de ambas categorías⁵⁰⁵.

El mercado financiero muestra una clara tendencia al acercamiento entre la emisión de deuda y la participación en fondos propios, sin duda para aprovechar las ventajas de la otra categoría, intentando ser más atractiva para la posible elección como inversión. Esa permeabilidad opera en la mayoría de los niveles de distinción, permitiendo encontrar una aproximación en las características de retribución y duración del derecho, produciendo un debilitamiento de la frontera que separa los tradicionales conceptos de acción y deuda. No es la

⁵⁰¹ Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid, 2007, p. 135.

⁵⁰² La innovación financiera es un proceso integrado por dos subprocesos: la ingeniería financiera y el marketing financiero. El proceso de ingeniería financiera consiste en la construcción y elaboración de productos financieros en los que se materialicen las innovaciones financieras, desarrollando una gran variedad de nuevas fórmulas de financiación, inversión y de cobertura de riesgos. Por su parte, el marketing financiero es el proceso de ofrecer a los clientes el conjunto de innovaciones financieras.

⁵⁰³ Además de las emisiones que estamos aquí analizando, en la actualidad existe una tendencia a diseñar y emitir otros instrumentos atípicos, algunos de los cuales se han regulado para incrementar su transparencia, caso de los futuros, opciones y *swaps*, frente a otros que no han sido legislados, entre los que se encuentran los productos estructurados, los *Over The Counter* (OTC) o extrabursátiles. Tal es el número de instrumentos diseñados por las empresas, que pueden considerarse generados por la innovación financiera, que fue preciso elaborar una norma ISO, de ámbito internacional, que facilitase una uniformidad terminológica al respecto, para así posibilitar la necesaria transparencia y procesamiento electrónico. La ISO-10962 "*Clasificación of Financial Instruments*", publicada en 1997, permite catalogar los instrumentos financieros a partir de la atribución de un código alfabético formado por seis caracteres. A esta norma están adheridos un gran número de países, entre ellos España.

⁵⁰⁴ El concepto de híbrido financiero es utilizado de forma masiva en la literatura especializada, aunque no todavía en los textos de Derecho positivo. Vid. MOURGUES, N.: *Capitaux ...*, op. cit. pp. 15-150. ENGEL, et. al.: "Debt-equity hybrid securities", op. cit., pp. 249-274. LAMANDINI: *Struttura finanziaria e governó ...*, op. cit., 2001, pp. 75. PISANO: "Azioni ed altri ...", op. cit., pp. 1268-1315. NELKEN, I.: *Handbook of hybrid instruments: convertible bonds, preferred shares, ELKS, DECS and other mandatory convertible notes*, John Wiley & Sons, 2000.

⁵⁰⁵ Todo esto ha permitido afirmar que la financiación con híbridos financieros "tiene su origen en la diversificación financiera". Vid. HOWELLS, P.; BAIN, K.: *The economics of money, banking and finance*, 2ª ed., Prentice Hall, 2002, p. 487.

única forma de innovación financiera, pero gran parte de los productos que origina pueden englobarse dentro de una mezcla de las dos figuras clásicas de inversión a largo plazo.

Los valores mobiliarios, como instrumentos contractuales, han sido objeto de regulación por los principales ordenamientos mercantiles continentales europeos (alemán, francés, español e italiano), diferenciando entre acciones y obligaciones, siendo infrecuente que se optará por emitir valores atípicos derivados de la innovación financiera. Frente a tal proceder, el modelo anglosajón (Estados Unidos y Reino Unido principalmente), basado en la primacía de los acuerdos entre las partes, posibilitó la emisión de una gran cantidad de instrumentos. La globalización ha propiciado la permeabilidad entre ambos modelos jurídicos, de la que ha surgido la necesidad de armonizar los procedimientos de emisión de instrumentos financieros, eliminando las concepciones de índole exhaustiva y excluyente, dando cabida a la libertad de pactar la emisión de los instrumentos entre los intervinientes de acuerdo a sus necesidades y demandas.

Las finalidades para generar un híbrido son las siguientes:

- ❑ Conjugar los aspectos ventajosos de las acciones y de la deuda para resultar más atractivos en el mercado de capitales, ofreciendo a los inversores potenciales, conjuntamente, seguridad y rentabilidad.
- ❑ Atraer los accionistas y acreedores hacia su producto. Los accionistas realizan su inversión con la esperanza de recibir dividendos, los beneficios de las ampliaciones de capital y el aumento de cotización de las acciones. Por el contrario, los prestamistas esperan tanto el pago de un interés por la cesión temporal de los fondos, como la devolución del principal en los plazos establecidos en el contrato.
- ❑ Conseguir perfiles de rendimiento-riesgo iguales a los instrumentos tradicionales pero con alguna ventaja comparativa: menores costes de transacción, mayor liquidez o mayor apalancamiento.
- ❑ Mejorar la rentabilidad a cambio de perder derechos políticos o ganar en liquidez y disminuir el riesgo.
- ❑ Intentar acercarse a la posición óptima de confeccionar un título con las características económicas de fondos propios pero con la calificación fiscal de deuda⁵⁰⁶.

Las categorías más frecuentes de híbridos son cuatro:

- ❑ Con potestad de transformación. Los ejemplos más representativos de instrumentos financieros potencialmente convertibles en otros son: las obligaciones convertibles en acciones⁵⁰⁷ y los *warrants*, entendidos como derechos autónomos para suscribir acciones de la misma sociedad o de otra. Históricamente, los primeros híbridos fueron empréstitos convertibles⁵⁰⁸. En el mercado estadounidense actual, todavía perviven un gran número de híbridos financieros con potestad de transformación: bonos que ofrecen una conversión en acciones a voluntad del emisor (*call debt*), a un precio establecido (*call price*) o con un sobrepago (*call premium*), bonos canjeables por acciones ya existentes en circulación, sin ampliación (*excheangable bonds*), bonos con derecho a adquirir, a un precio cierto, acciones de nueva emisión (*equity warrants*) y bonos con opción doble, o para canjearlos por acciones o para revenderlos nuevamente al emisor (*convertible puttable bond*).
- ❑ Con intercambio de derechos. Existe la posibilidad de emitir productos financieros en los que los titulares reciben un derecho adicional a cambio de no poder ejercer algún otro al que normalmente podrían beneficiarse. Las emisiones más utilizadas son las acciones que

⁵⁰⁶ La emisión de acciones es más gravosa fiscalmente que la emisión de otros valores como la deuda y los empréstitos, ya que los dividendos están más gravados que los intereses. En ciertos aspectos, las PPR consiguen alcanzar esta última finalidad.

⁵⁰⁷ Aunque el emisor de ambas figuras no tiene obligación de pagar los cupones, en caso de no obtener beneficios, las obligaciones convertibles tienen mayor liquidez que las PPR.

⁵⁰⁸ La primera emisión de híbridos financieros fue realizada, en 1850, por la *Erie Railroad* estadounidense, y consistió en una *convertible bonds* que anexaba una opción que otorgaba el derecho a canjearlos por acciones al inversor. Vid. SCHWARTZ, R.J.; CLIFFORD W.S.J.: *Advanced Strategies in Financial Risk Management*. New York Institute of Finance, New York, 1993.

reciben un derecho adicional en la remuneración a cambio de la limitación en la intervención en la gestión empresarial (por ejemplo, algunas, no todas, acciones sin voto).

- Híbridos de duración. Esta categoría se produce al alargar los plazos de amortización de la deuda hasta convertirse en indefinidos (obligaciones perpetuas⁵⁰⁹) y, en sentido contrario, permitir la amortización de los recursos propios en un momento anterior a la extinción de la sociedad (acciones rescatables). Las obligaciones perpetuas son los integrantes de un empréstito que carece de un plazo establecido de amortización. En su carácter puro no han sido utilizadas masivamente porque la incertidumbre, la inflación y la volatilidad de los tipos de interés las convierte en una inversión un tanto peligrosa; sin embargo, sí pueden ser interesantes en los casos que sean actualizables o revisables, o aun mejor, que concedan una opción de amortización para ambas partes. Por su parte, las acciones rescatables son utilizadas en muchos países desde hace tiempo, aunque en España no existió regulación hasta la LRLMV de 1998.
- Híbridos de retribución. Por un lado, existen múltiples fórmulas de interesar al prestamista en la gestión, fundamentalmente, vinculando su retribución a la marcha próspera o adversa del prestatario (admisión de riesgo por parte de ciertos acreedores como en las obligaciones participativas). Por el otro, es posible incluir medios para garantizar un privilegio retributivo mínimo del socio (parcial exoneración del riesgo empresarial como en los dividendos preferentes).

Los apartados siguientes se centran en el estudio de la regulación de los híbridos de capital, que pueden definirse como los híbridos financieros constituidos por deudas utilizadas como capital, ya que dentro de ellos se encuentran las PPR. Todo esto se hará partiendo de las siguientes ideas. El concepto híbrido financiero agrupa a los instrumentos financieros generados con una posición financiera intermedia entre deuda y acción. Los híbridos financieros se dividen en híbridos de capital e híbridos de deudas. Los híbridos de capital son los híbridos financieros constituidos por una emisión de deudas utilizadas en función de capital; por su parte, la categoría híbridos de deuda recoge todos los híbridos financieros compuestos por acciones o PS que son utilizadas como deudas. Los híbridos de capital eran originariamente deudas, pero posteriormente, al ser utilizados como si fuesen capital, se convierten en un instrumento de carácter económico mixto pero de difícil calificación jurídica. Dependiendo de su calificación jurídica existen dos agrupaciones: los híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones o PS y los híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones o PS. De la misma forma, los híbridos de deuda eran originariamente acciones o PS, pero posteriormente, al ser utilizados como si fuesen deuda, pasan a ser un instrumento de carácter económico mixto pero de difícil calificación jurídica. Dependiendo de su calificación jurídica existen dos agrupaciones: los híbridos financieros de deuda con la calificación jurídica de acciones o PS, y los híbridos financieros de deuda sin la calificación jurídica de acciones o PS.

2.3. HÍBRIDOS FINANCIEROS DE CAPITAL EN EL DERECHO COMPARADO

Los híbridos de capital tienen importancia internacional desde que, cumpliendo unos requisitos, pueden ser considerados *Tier 1*⁵¹⁰; así ocurrió en Alemania, Estados Unidos, Italia y Reino Unido. En Francia, por el contrario, nacen con un objetivo más fiscal, pues eran emisiones asimilables a fondos propios, pero con la condición fiscal de deuda. La regulación española de la figura se basa más en la francesa⁵¹¹.

⁵⁰⁹ Dentro del concepto amplio de obligaciones perpetuas, encontramos las *irredeemable annuities*, obligaciones perpetuas cuya restitución está prevista en el momento de la liquidación de la sociedad y las *trust preferred securities*, títulos de débito de larguísima duración, las cuales atribuyen a un derecho al reembolso postergado respecto a todos los otros débitos de la sociedad emisora.

⁵¹⁰ El Tier 1 bancario recoge el *core capital*: el básico más las PPR. Para observar cada uno de los componentes de *Tier I*, *Tier II* y *Tier III*, consultar DA SILVA RIBEIRO, M.: “Aspectos fundamentais do novo acordo de Basileia”, *Revista de Contabilidade e Finanças*, 2006, pp. 4-10.

⁵¹¹ La comparativa entre las regulaciones internacionales de la figura está muy estudiada. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “El requisito de mantenimiento de la integridad del capital social tras la reforma contable (Ley 16/2007, de 4 de julio)”, *18º Forum de l’auditor profesional*, Sitges, 3 y 4 de julio, 2008. FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones preferentes ...*, *op. cit.*, 2005. FERNÁNDEZ DEL POZO: “Gobierno corporativo ...”, *op. cit.*, 2005, pp. 571-615.

2.3.1. Reino Unido

En el Reino Unido, el modelo de configuración de instrumentos financieros híbridos de capital está materializado en emisiones de deuda perpetua⁵¹².

La primera regulación sobre los híbridos de capital en el Reino Unido fue realizada en *The Companies Clause Act* de 1863, donde se contemplaba la emisión de *debenture stock* por parte de las sociedades de capital. Estos valores compartían rasgos de acciones y de obligaciones. Su carácter perpetuo se derivaba de que sólo eran rescatables "por la disolución de la compañía o por la reiterada falta de pago de interés"⁵¹³. Son híbridos porque "sus titulares solamente podían ser remunerados con beneficios, y además, porque se confería algún derecho político como el de designar administradores para el supuesto de impago de la deuda"⁵¹⁴. Los acreedores tenían preferencia en el cobro respecto a los titulares de *debenture stock*.

A partir de esta inicial regulación, el legislador británico ha regulado la emisión de las deudas perpetuas (*perpetual debentures*) en los sucesivos textos: *The Companies Act* de 1907 (s. 193), *The Companies Act* de 1929 (s. 190), *The Companies Act* de 1948 (s. 89), *The Companies Act* de 1985 (s. 293) y *The Companies Act* de 2006 (s. 739). También son admitidas en dos legislaciones escocesas: *Conveyancing and Feudal Reform Act* 1970 (s. 11) y *Redemption of Standard Decurities Act* 1971.

Los híbridos de capital en el Reino Unido toman impulso tras una regulación en el año 1984⁵¹⁵. El Banco de Inglaterra⁵¹⁶ admite que cierta deuda perpetua y subordinada (*perpetual subordinated debt*) se califique como recurso propio básico (*primary capital*) del emisor si cumple una serie de requisitos. La respuesta a este pronunciamiento es la emisión masiva de un gran número de *perpetual subordinated debt*⁵¹⁷, muchas de ellas cotizadas.

Existen seis requisitos, que debe reunir la emisión de deuda perpetua y subordinada, para ser tratada como recurso propio básico:

- Subordinación del instrumento a todos los créditos ordinarios del emisor.
- Irredimibilidad a petición del tenedor.
- Redimibilidad a petición del emisor condicionada a la autorización de la autoridad de supervisión, que debe contrastar la solvencia de la entidad en términos de suficiencia de sus recursos propios.
- Convertibilidad legal automática en capital en caso de pérdidas.
- Limitación cuantitativa de la deuda perpetua viva que no puede exceder de la mitad del capital básico.
- Limitación cuantitativa conjunta de la deuda subordinada perpetua y a plazo.

En 2003, la autoridad supervisora británica⁵¹⁸ modificó el marco regulatorio, de forma que los instrumentos de capital innovativos (*Innovative Tier 1 capital*), al incorporar un reajuste

⁵¹² En el Reino Unido, además de las figuras analizadas, también es posible emitir obligaciones perpetuas con cláusulas de conversión en acciones (*mandatory convertibles*).

⁵¹³ Vid. TOPHAM, A.F.; BUCHANAN-DUNLOP, R.: *Palmer's Company Precedents, Debentures*, London, 1952, pp. 31 y ss.

⁵¹⁴ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones preferentes ...*, op. cit., p. 18.

⁵¹⁵ La modificación legislativa es realizada inmediatamente después de la emisión de deuda perpetua de la *National Westminster Finance B.V.* realizada en 1984, por un importe de 500 millones de libras. Vid. BANK OF ENGLAND: *Quarterly Bulletin*, 2 June, Bank of England, London, 1984, p. 184.

⁵¹⁶ Vid. BANK OF ENGLAND: *Subordinated loan Capital Issued by Recognised Banks and Licensed Deposit-Takers*, 28 November, Bank of England, London, 1984, p. 193.

⁵¹⁷ El propio Estado británico tiene emitidos títulos de deuda perpetua "en las que el gobierno británico no tiene la obligación de reembolsar, pero que ofrecen anualmente una renta fija a perpetuidad". Vid. BREALEY, RICHARD A.; MYERS, STEWART C.; MARUS, ALAN J.: *Fundamentals of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1996, p. 28.

⁵¹⁸ FINANCIAL SERVICES AUTHORITY: "Interim Prudential Sourcebook", Banks, section 5, www.fsa.gov.uk, *Financial Services Authority*, 2003, section 5.

automático y aplazado de la estructura de determinación del tipo de interés, se incluyan entre los recursos propios de mejor calidad (*Tier 1*)⁵¹⁹.

⁵¹⁹ Con esta reforma el legislador británico sigue el denominado “acuerdo de Sydney” del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones ...*, *op. cit.*, 2005, p. 20.

2.3.2. Estados Unidos

La primera emisión de híbridos financieros de todo el mundo fue realizada por la *Erie Railroad*, en 1850 en Estados Unidos, y consistió en una *convertible debentures* que anexaba una opción que otorgaba, al inversor, el derecho a canjearlos por acciones.

Desde el principio del siglo XX, en el Derecho de Estados Unidos, además de todas las acciones, es posible que las obligaciones tengan derecho de voto (*voting bonds*)⁵²⁰, porque este derecho se resuelve en los estatutos. Las únicas reticencias a admitir los empréstitos con voto tuvieron su origen, muy posteriormente, en los órganos reguladores de las Bolsas de Valores (la SEC principalmente).

En la actualidad coexisten un gran número de obligaciones perpetuas (*perpetual debentures*), fundamentalmente emitidas por empresas de servicios financieros (AIG⁵²¹, Citigroup⁵²², J.P Morgan⁵²³), aunque también son utilizadas por compañías de otro tipo de actividades (Bellsouth⁵²⁴, Coca-Cola⁵²⁵, Columbia⁵²⁶, PepsiCo⁵²⁷ y Walt Disney⁵²⁸).

A pesar de la importancia inicial de estas tres figuras (*convertible debentures*, *voting bonds* y *perpetual debentures*), en Estados Unidos son más frecuentes otras emisiones que podrían ser encuadradas dentro de las PPR. Es decir, los híbridos de capital en Estados Unidos se han materializado mayoritariamente en PPR, entendidas como emisiones de instrumentos financieros de deudas empleadas como capital.

Las PPR tienen su origen en las emisiones realizadas indirectamente por empresas a través de empresas instrumentales. A través de estas empresas pantalla se convierte la deuda en capital. Las emisiones realizadas a través de empresas instrumentales se denominaron TOPRS (*Trust Originated Preferred Securities*)⁵²⁹, aunque al poco tiempo pasaron a designarse como MIPS (*monthly-income preferred socks*) y QUIPS (*quarterly-income preferred socks*) en atención al periodo de cadencia de la remuneración de los híbridos⁵³⁰.

⁵²⁰ “Las obligaciones con voto (*voting bonds*) parece haberse debido a una feliz intuición del entonces gobernador de Nueva York F. D. Roosevelt muy a principios del siglo XX. Dicho instrumento revolucionario tuvo una cierta difusión en la fase sucesiva a la Gran Depresión”. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Un nuevo puzle”, Diario Cinco Días, OPINIÓN, 15 de diciembre de 2003, p. 3. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Gobierno corporativo ...”, *op. cit.*, 2005, p. 607.

⁵²¹ Vid. AMERICAN INT’L GROUP: *Annual Report 2009*, AIG, London, 2010.

⁵²² Vid. CITIGROUP INC.: *Annual Report 2009*, Citi, New York, 2010.

⁵²³ Vid. J.P. MORGAN CHASE & Co.: *Annual Report 2009*, JPM, New York, 2010.

⁵²⁴ Vid. BELLSOUTH: *Annual Report 2009*, Bellsouth, Atlanta, 2010.

⁵²⁵ Vid. THE COCA-COLA COMPANY: *Annual Report 2009*, The Coca-Cola Company, Atlanta, 2010.

⁵²⁶ Vid. COLUMBIA INC.: *Annual Report 2009*, Columbia, New York, 2010.

⁵²⁷ Vid. PEPSICO INC.: *Annual Report 2009*, PepsiCo Inc., North Caroline, 2010.

⁵²⁸ Vid. WALT DISNEY ENTERPRISES, INC.: *Annual Report 2009*, Disney Enterprises, Inc., Burbank, California, 2010.

⁵²⁹ Las primeras de estas emisiones fueron diseñadas por entidades no financieras estadounidenses: Texaco en octubre de 1993 y Merrill Lynch en 1995. Vid. JOHNSON; MC LAUGHLING, *op. cit.* 1997, p. 697.

⁵³⁰ El origen de las emisiones realizadas a través de empresas instrumentales, y los primeros pasos de las TOPRS, MIPS y QUIPS es analizado con detalle doctrinalmente. Vid. BAJAS, MUKESH; MAZUMDAR, SUMON, C; SARIN, ATULYA: “The cost of issuing preferred stock”, *Journal of Financial Research*, 25 (4), 2002, pp. 577-592. CARY; COLLINS; WANSLEY: “The impact of trust preferred issuance of bank default risk and cash-flow: evidence from the debt and equity markets”, *The Financial Review*, may, vol. 38, n° 2, 2003, pp. 235 y ss. HARRIS, A. J.: “Trust preferred securities still eligible capital treatment; new rules are a compromise”, *Banking law journal*, vol. 121, n° 8, 688-696, 2004, pp. 688-696.

Este tipo de emisiones se pusieron de moda a partir del 21 de octubre de 1996, cuando la Reserva Federal estadounidense reconoció a los holdings bancarios (*bank holding companies*) la posibilidad de inscribirlas en los recursos propios básicos⁵³¹.

2.3.3. Alemania

No existe una verdadera tipificación de los híbridos financieros en el Derecho de Sociedades alemán, sino que se utilizan mayoritariamente los bonos de disfrute⁵³² para este fin⁵³³. Con ello se reconoce la posibilidad de "crear el mismo instrumento (igual contenido de derechos y obligaciones que el bono de disfrute) por distinta causa jurídica que la típica; no como mecanismo para compensar al titular de acciones amortizadas, sino como contrapartida de aportaciones financieras suplementarias"⁵³⁴.

Aunque la tipificación legal en Alemania es escasa, la doctrina alemana⁵³⁵ reconoce muchos productos como híbridos financieros: *Genussrechte* (*Genussscheine* – bono de disfrute), *Wandel - oder Optionsanleihen* (bonos convertibles), *Patriarische Darlehen* (préstamo con carácter de participación), *Gewinnschuldverschreibungen* (*Schuldverschreibungen, bei denen die Rechte der Gläubiger mit Gewinnanteilen von Aktionären in Verbindung gebracht werden*), *Wandelschuldverschreibungen* (*Schuldverschreibungen, bei denen den Gläubigern ein Umtausch- oder Bezugsrecht auf Aktien eingeräumt wird*, *Stille Beteiligungen* (participación capitalista) y *Nachrangige Darlehen* (préstamos subordinados). Sin duda el más utilizado son los bonos de disfrute.

El Derecho positivo alemán casi no regula los híbridos financieros, sin embargo, la práctica de los negocios instauró el bono de disfrute como un mecanismo para compensar financieramente las acciones que se amortizaban por el nominal; la figura fue definida por la práctica como un crédito participativo que no incorporaba el voto y que se representaba en un título (*Genussschein*). Aunque esta compensación era la finalidad inicial de esta figura, posteriormente, se utilizó para los más diversos propósitos: como bono de disfrute con ocasión de amortización de acciones, como mecanismo para remunerar a los fundadores, como instrumento para retribuir participativamente a los trabajadores (y directivos) o como técnica financiera de fortalecimiento de recursos propios⁵³⁶.

El *Genussschein* se ha convertido, en la práctica financiera alemana, en un instrumento financiero muy flexible, permitiendo mucha libertad a su especificación en el contrato de emisión.

La legislación mercantil alemana solamente regula la figura colateralmente en el § 221.1 y § 221.4 de la AktG. La verdadera regulación del *Genussschein* aparece en la legislación de las entidades de crédito⁵³⁷. Como consecuencia de esta norma, se produce la generalizada utilización de la figura, por parte de las entidades de crédito, como mecanismo de

⁵³¹ Esta regulación fue tan atractiva que "a finales de 1999, casi 300 compañías habían emitido alrededor de 65 billones de dólares en estos instrumentos financieros". Vid. SINKEY, J.F.J.: "Bank capital structure, regulatory capital, and securities innovations", *Journal of Money, Credit & Banking*, nº 3, 301-335, 2003, p 301.

⁵³² Los bonos de disfrute son entregados a los titulares de acciones amortizadas en muchas legislaciones.

⁵³³ El legislador alemán también regula las participaciones participativas que, aunque minoritariamente, han sido utilizados como híbridos de capital.

⁵³⁴ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones ...*, op. cit., p. 21. Los productos financieros pueden incorporar derechos patrimoniales como el de participación en beneficios y el de reembolso en caso de liquidación, y ciertos derechos administrativos, de supervisión y de información. Sin embargo, la jurisprudencia deja claro que los bonos de disfrute no otorgan a sus titulares los derechos inherentes a la condición de accionistas, en concreto no permiten la concesión del voto en la junta de accionistas. Vid. *Typischen Vermögensrechte eines Aktionärs*, BGHZ 119, 305, 310 (caso Klöckner). En España, el art. 341.2 TRLSC tampoco permite la concesión del derecho de voto a los titulares de bonos de disfrute.

⁵³⁵ Vid. BECKER, H.P.: *Investition und Finanzierung*, Haufe, Freiburg, 2010.

⁵³⁶ Las emisiones se iniciaron en las sociedades concesionarias de ferrocarril, aunque posteriormente se amplió su utilización a un gran número de sectores.

⁵³⁷ *Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank - und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften*, BGBl. I 1997, S. 2518, § 10, 5-6 del KWG aprobada por la Ley de 22 de octubre de 1997.

reforzamiento de los recursos propios. La principal restricción de estos instrumentos es que no pueden incorporar los derechos que son exclusivos de los accionistas. Esto no es obstáculo para que algunas emisiones⁵³⁸ concedan a su titular los derechos de información, participación en la junta general de accionistas, derecho al reembolso en caso de liquidación y/o un derecho preferente de adquisición en el caso de emisión de nuevos valores por parte del emisor; además, los titulares pueden estar sindicados de manera que puedan defender sus derechos.

La legislación alemana sobre PPR tiene influencia directa sobre la regulación austriaca, belga y suiza. En Austria, al igual que en Alemania, no existe una verdadera tipificación de los híbridos financieros en el Derecho de Sociedades, sino que se utilizan para este fin los bonos de disfrute. En la legislación austriaca, el bono de disfrute no suele utilizarse como mecanismo para compensar al titular de acciones amortizadas, sino más bien como contrapartida de aportaciones financieras suplementarias.

El legislador belga disciplina un activo financiero híbrido de capital: las *parts bénéficiaires*⁵³⁹. Poseen rasgos análogos a los de las acciones, pero sin estar inscritos en el capital social⁵⁴⁰. El legislador obliga a incluirlos en el "Capital-participación"⁵⁴¹.

La legislación reserva la determinación de la contrapartida del instrumento financiero a lo establecido en los estatutos. En concreto, se pueden emitir participaciones como contrapartida a aportaciones dinerarias, no dinerarias e incluso a aportaciones no susceptibles de valoración económica⁵⁴².

Las *partes bénéficiaires* pueden agruparse en diferentes categorías, en función de los diferentes derechos que incorporan⁵⁴³. La legislación reserva el contenido de los derechos patrimoniales del título a lo establecido en los estatutos⁵⁴⁴. La legislación permite la atribución del derecho de voto, aunque tiene tres limitaciones: en primer lugar no puede concederse más de un voto por título, en segundo lugar el número total de votos atribuibles al conjunto de los partícipes no puede exceder de la mitad del número de votos de los accionistas, y por último, el voto de los partícipes en una votación en la asamblea no puede exceder de los dos tercios de los votos emitidos por los accionistas⁵⁴⁵.

En la primera regulación suiza, como en Austria y Alemania, no existe una tipificación específica de los híbridos financieros en el Derecho de Sociedades, sino que se utilizan los bonos de disfrute (*bons de jouissance*) para este fin. Aquí también se reconoce la posibilidad de crear el mismo instrumento (igual contenido de derechos y obligaciones que el bono de disfrute) por distinta causa jurídica que la típica; no como mecanismo para compensar al titular de acciones amortizadas, sino como contrapartida de aportaciones financieras suplementarias⁵⁴⁶. Estos instrumentos financieros poseen rasgos análogos a los de las acciones, pero sin estar inscritos en el capital social, el legislador propone que se incluyan en el "Capital-participación"⁵⁴⁷.

⁵³⁸ Vid. LUTTER, M.: *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, RDN, Köln-Berlin-Bonn-München, 1989, p. 584.

⁵³⁹ El *Code des Sociétés* regula el régimen jurídico de las *parts bénéficiaires* en el art. 483 *Code des Sociétés*.

⁵⁴⁰ La Comisión de la Unión Europea ha debido dictaminar sobre la naturaleza jurídica de las *parts bénéficiaires*. Esta se produjo en la Decisión de 19 de julio de 1995 de la Comisión de la Unión Europea en el caso *Swissair vs SABENA*. En este dictamen, la Comisión entendió que las emisiones de esta figura no eran, en esencia, verdaderos fondos propios y que no debían ser incorporados al capital social.

⁵⁴¹ Art. 483 *Code des Sociétés*.

⁵⁴² Art. 443 *Code des Sociétés*.

⁵⁴³ Art. 453 *Code des Sociétés*.

⁵⁴⁴ Arts. 483 y 484 *Code des Sociétés*.

⁵⁴⁵ Art. 559 *Code des Sociétés*.

⁵⁴⁶ La primera vez que se utilizaron en Suiza los *bons de jouissance*, como instrumento de financiación directa (emisión como contrapartida en metálico del emisor) alternativa del capital social, fue la emisión de *Swisspetrol Holding AG* en 1960.

⁵⁴⁷ La doctrina ha considerado al "Capital-participación" de Bélgica y Suiza como "Capital social-bis". Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Gobierno corporativo ...", *op. cit.*, 2005, pp. 578-579.

Esta situación, de utilizar una figura legislada como otra sin legislar, se mantiene hasta 1991. La Ley Federal de 4 de octubre de 1991 estableció un sistema mixto en el que conviven dos figuras: bonos de disfrute (*bons de jouissance*)⁵⁴⁸ y una nueva alternativa, bonos de participación (*bons de participation*)⁵⁴⁹, regulados como un híbrido de capital. Los *bons de participation* forman el *capital-participation*, regulado por las reglas del capital social. Al contrario que los *bons de jouissance*, tienen valor nominal. Los *bons de participation* carecen de derecho de voto, pero pueden incorporar ciertos derechos administrativos como el de información. También se reconoce el derecho de suscripción preferente en la emisión de *bons de participation*⁵⁵⁰. Además, los titulares están sindicados de manera que puedan defender sus derechos. Los estatutos pueden reconocer al partícipe el derecho de nombrar un vocal en el consejo de administración⁵⁵¹. Aunque los *bons de participation* representan una fracción del *capital-participation* y tienen un valor nominal, no les son aplicables las disposiciones sobre desembolso mínimo de las acciones⁵⁵².

2.3.4. Francia

La admisión expresa y generalizada de las PPR en el Derecho francés no se produjo hasta el siglo XX, cuando las sociedades de capital "optaron por diseñar estructuras más complejas"⁵⁵³, lo que favoreció su reconocimiento legislativo, ya que "era necesario dotarlas de un marco jurídico propio"⁵⁵⁴.

La Ley de 26 de junio de 1957 introdujo los *certificats pétrolier*, valores mobiliarios negociables que recogen todos los derechos inherentes a las acciones, salvo el de voto. El Consejo de Ministros fijó las condiciones en las que el Estado, así como las personas jurídicas, públicas o privadas, que estuvieran especialmente autorizadas por Decreto, pudieran emitir esta figura. La emisión por parte de sociedades privadas se limitó a las sociedades de hidrocarburos con el objetivo de permitir al Estado conservar su posición prevalente sin renunciar a la obtención de recursos. Por las características de estos certificados, los titulares podían confundirse con la posición de accionista: representación al portador o nominativos y atribución de derechos económicos (incluido el derecho de suscripción preferente). Los titulares de los certificados no pueden considerarse accionistas⁵⁵⁵ por dos razones; en primer lugar porque no pueden ejercitar todos los derechos reconocidos a la acción⁵⁵⁶; en segundo lugar, porque al analizar la terminología del producto, se habla de certificados negociables y no de acciones.

Por su parte, la Ley de 13 de julio de 1978, relativa a la "orientación al ahorro a la financiación de empresas" (Ley *Monroy*), reguló los préstamos participativos subordinados (*prêts participatifs*)⁵⁵⁷. La finalidad de este texto era contribuir al fortalecimiento de los recursos propios de las empresas francesas, mediante fórmulas de financiación asimiladas a los fondos propios pero que conservaban, desde la perspectiva fiscal, la condición de crédito⁵⁵⁸.

Más adelante, la Ley de 3 de enero de 1983 para el desarrollo de las inversiones y la protección del ahorro (Ley *Delors*) permitió la creación de tres tipos de híbridos de capital: *titres participatifs*, *certificat d'investissement* y *certificat de droit de vote*.

⁵⁴⁸ Los bonos de disfrute (*bons de jouissance*) están legislados en el art. 657 del *Code des Sociétés*.

⁵⁴⁹ Los bonos de participación (*bons de participation*) están regulados en los arts. 656.a-656.g *Code des Obligations*.

⁵⁵⁰ Art. 656.g.1. *Code des Obligations*.

⁵⁵¹ Art. 656.e. *Code des Obligations*.

⁵⁵² Arts. 656.a-656.g. *Code des Obligations*.

⁵⁵³ Vid. DANOS. G.: *Les actions a vote plural*, op. cit., p. 19.

⁵⁵⁴ Vid. CORDONNIER, P.: «L'egalité entre actionnaires avant et depuis la Loi du 22 novembre 1913», *Journal des Sociétés*, 5-62, 1924, p. 5.

⁵⁵⁵ Vid. RAULT, J.: «Les certificats pétroliers», *Revue Droit Commercial*, 843-878, 1957, pp. 844-846.

⁵⁵⁶ Vid. FABBRI, S.: «Il certificati petrolieri», *Rivista della de Società*, 624-630, 1958, p. 629.

⁵⁵⁷ La Ley de 13 de julio de 1978, relativa a la "orientación al ahorro a la financiación de empresas" (Ley *Monroy*) es la inspiradora de la legislación española sobre los préstamos participativos.

⁵⁵⁸ Art. 25 de la Ley de 13 de julio de 1978.

Los títulos participativos (*titres participatifs*) fueron utilizados como instrumento para mantener el control estatal tras las privatizaciones de grupos industriales y financieros en 1982⁵⁵⁹. Aunque en principio sólo podían ser emitidas por el Estado, a partir de la Ley de 11 de julio de 1985, los *titres participatifs* podían ser emitidos también por las “sociedades anónimas cooperativas, los organismos estatales de carácter industrial y comercial, los bancos mutualistas y cooperativos y las cooperativas agrícolas”⁵⁶⁰. Los *titres participatifs* son valores mobiliarios con remuneración mixta: constan de una parte fija y otra variable en función de los resultados del emisor⁵⁶¹. Estos títulos tienen una duración indeterminada, no son amortizables y sólo son reembolsables tras todos los acreedores comunes y en el caso de liquidación de la entidad emisora. No obstante, en el contrato de emisión, la sociedad emisora puede reservarse un derecho de rescate anticipado que no podría ser ejercitado antes de siete años desde la emisión⁵⁶². Se admite la autocartera, siempre que no exceda del plazo de un año, transcurrido el cual los títulos deben ser vendidos o amortizados⁵⁶³. El resto de la regulación de los *titres participatifs* se asemeja a la establecida para los empréstitos españoles: los partícipes se agrupan en un sindicato que defiende sus intereses, los partícipes tienen derecho de información sobre los documentos sociales y contables como si fuesen accionistas, y el representante del sindicato tiene derecho de asistencia e intervención sin voto en la junta de accionistas del emisor⁵⁶⁴.

La Ley *Delors* crea dos valores mobiliarios más, nacidos de la fragmentación de la acción en dos instrumentos financieros separados: el *certificat d'investissement*, que representa los derechos patrimoniales, y el *certificat de droit de vote*, que incorpora los derechos administrativos. Una sociedad anónima, esté cotizada o no, podría emitir ambos por medio de un aumento de capital.

La *Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières*⁵⁶⁵ refunde la mayoría de las figuras de híbridos de capital existentes en un nuevo instrumento financiero. Desde la entrada en vigor de esta Ley, no podrán emitirse tres antiguas figuras de híbrido de capital: *prêts participatifs*, *certificat d'investissement* y *certificat de droit de vote*. Sólo se permite seguir emitiendo los *titres participatifs*, en atención a su particular finalidad. A partir de esta Ley, solamente es válida la creación de dos tipos de híbridos: los *titres participatifs*, única figura que se mantiene de leyes anteriores, y las *actions préférence*, una figura de nueva creación. El nuevo híbrido, las *actions préférence*, es la adaptación a la legislación francesa de las PPR utilizadas en los mercados anglosajones. El contenido de derechos y obligaciones de los titulares está sujeta a la total determinación del emisor. La Ley contempla la posibilidad de aumentar y disminuir los derechos, tanto políticos como patrimoniales; también se permite su conversión en acciones ordinarias.

2.3.5. Italia

El Código de Comercio de 1882 permitía la emisión de híbridos denominados *azioni industriali*. El *Codice Civile* de 1942 regula los *certificati di partecipazione*, valores que atribuían al poseedor “el derecho a obtener una parte de los beneficios del emisor”⁵⁶⁶.

El art. 2.355 del *Codice Civile* actual regula las *azioni de godimento* y los *boni de godimento*. Las *azioni de godimento* tienen derechos patrimoniales y administrativos, mientras

⁵⁵⁹ El Estado necesitaba refinanciar el gran coste de la operación de privatización, sin que supusiera la pérdida de control público en las empresas nacionalizadas.

⁵⁶⁰ El éxito de los *titres participatifs* es muy escaso, tanto que no hay ninguna emisión de ellos desde 1990. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Gobierno corporativo ...”, *op. cit.*, 2005, p. 583.

⁵⁶¹ En los *titres participatifs*, la retribución de los partícipes consta de una parte fija y otra variable en función de los resultados empresariales de la prestataria, al igual que ocurre con los préstamos participativos españoles.

⁵⁶² Art. 228-36 Ley de 3 de enero de 1983.

⁵⁶³ Art. 242-7 Ley de 3 de enero de 1983.

⁵⁶⁴ Arts. 228-36 y 228-37 Ley de 3 de enero de 1983.

⁵⁶⁵ Diario Oficial de 26 de junio de 2004. Decreto de aplicación n° 2005-10 de febrero de 2005.

⁵⁶⁶ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Gobierno corporativo e híbridos ...”, *op. cit.*, 2005, pp. 584-585.

que los *boni de godimento* no tienen derecho a voto pero poseen los mismos derechos patrimoniales que las *azioni de godimento*.

El art. 12 del "*Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*" de 1993 introdujo la deuda perpetua subordinada computable en recursos propios básicos (*patrimonio di base*)⁵⁶⁷.

Actualmente, el Derecho italiano⁵⁶⁸ ha creado una nueva categoría, *strumenti finanziari partecipativi*⁵⁶⁹, para recoger un híbrido distinto de la acción y de la obligación, caracterizado por una amplia autonomía de la voluntad y sujeto a un mínimo marco legal específico. El legislador italiano permite que el titular del híbrido tenga derechos patrimoniales (como el de participación en los beneficios del emisor o el de reembolso en caso de liquidación), y ciertos derechos administrativos, de supervisión y de información, pero nunca el de voto⁵⁷⁰; el legislador reserva el derecho de voto en la asamblea a los accionistas en exclusividad⁵⁷¹.

2.4. PARTICIPACIONES PREFERENTES EN EL DERECHO ESPAÑOL

Las PPR no tienen reflejo en el ordenamiento jurídico español hasta julio de 2003, fecha de entrada en vigor de la Ley 19/2003. Sin embargo, existe otra fecha, noviembre de 1998, clave para estudiar la evolución de la figura. En ese momento, se produjo la primera emisión de PPR por parte de una empresa española destinada a inversores de otro mercado⁵⁷²; a partir de ahí se multiplicaron este tipo de emisiones.

Con estos datos, es posible identificar tres periodos según las posibilidades de emisión de PPR dictadas por la legislación y la práctica española. En cada una de estas tres fases son aplicables distintas modalidades de PPR. Hasta noviembre de 1998 se utilizaban únicamente PPR emitidas de forma indirecta en mercados internacionales por empresas extranjeras. De noviembre de 1998 a julio de 2003 se utilizaban las figuras anteriores y las PPR emitidas de forma indirecta en mercados internacionales por empresas españolas. Desde julio de 2003 existen tres posibilidades de emisión: las PPR emitidas de forma indirecta en mercados internacionales por empresas extranjeras, las PPR emitidas de forma indirecta en mercados internacionales por empresas españolas, y como novedad, las PPR emitidas de forma directa en mercados nacionales por empresas españolas.

Hasta julio de 2003, las sociedades financieras cotizadas españolas realizaban emisiones de *preference shares* en los mercados internacionales a través de filiales domiciliadas en "territorios de baja tributación"⁵⁷³, fundamentalmente las Islas Caimán⁵⁷⁴, buscando recursos de inversores de otros países.

⁵⁶⁷ El contenido específico de los derechos se determina por la correspondiente *Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia*, de forma "muy semejante a como se regulan" las PPR españolas". Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: Las participaciones preferentes ...", *op. cit.*, p. 31.

⁵⁶⁸ Art. 2346.6 *Codice Civile*.

⁵⁶⁹ La primera experiencia de *certificati di partecipazioni* es la emisión realizada por la sociedad *Eurogest*. Después de ella se produjeron numerosas emisiones, sobre todo entre 1976 y 1983. Vid. MARTORANO, F.: "Libertá di creazione dei titoli di credito e autonomia privata", *Banca, Borsa e titolo di credito*, I, 385-399, 1978, p. 385.

⁵⁷⁰ Arts. 2346.6-2351.5 *Codice Civile*. El art. 341.2 TRLSC tampoco permite la concesión en España del derecho de voto a los bonos de disfrute.

⁵⁷¹ Vid. MARTORANO, F.: "Libertá di creazione dei titoli", *op. cit.* 1978, p. 385. SBISÄ, G.: "Certificati immobiliari", *Banca, Borsa e titolo di credito*, I, 482-493, 1978, p. 482.

⁵⁷² Las primeras PPR realizadas por una empresa española son las integrantes de la emisión realizada por el Banco Bilbao Vizcaya en noviembre de 1998, por medio de la empresa filial "Banco Bilbao Vizcaya *nominee Ltd*", realizada en las Islas Caimán y sujeta al Derecho británico. Esta emisión se realizó el mismo mes y año que la fecha de realización de la LRLMV, razón por la que no se intentaron regular en ese momento. A partir de esta emisión, se sucedieron otras, que se empezaron a dirigir al mercado español previo registro del folleto en la CNMV. Las emisiones de este tipo de valores mobiliarios han sido muy numerosas desde entonces.

⁵⁷³ La denominación de estos territorios varía según el organismo que lo regula. El FMI los denomina "centro financiero extraterritorial" (*offshore*), la OCDE *tax haven* ("paraíso fiscal" o la mejor traducción "refugio o guarida fiscal"), mientras que nuestra investigación se propone utilizar "territorios de baja tributación". El FMI define los centros financieros extraterritoriales como "centros donde el grueso de las transacciones del sector financiero ..., se

Las PPR son la adaptación a los mercados españoles de la práctica financiera internacional, de inspiración estadounidense, de las acciones preferentes emitidas a través de empresas instrumentales: las MIPS, QUIPS o TOPRS.

La emisión se realiza a través de una filial instrumental, que tiene por objeto exclusivo la realización de este tipo de emisiones para financiar la actividad del grupo. La *Special Purpose Vehicle* se domicilia en un "territorio de baja tributación" para aprovechar las ventajas tributarias que concede. La emisión recibe una certificación de solvencia (*rating*) muy cualificada gracias a que el pago queda "garantizado irrevocable y solidariamente" por la sociedad dominante española⁵⁷⁵.

Los derechos políticos y económicos de cada una de las PPR son similares a los conferidos a las acciones (o PS) preferentes, sin voto y rescatables. Entre los derechos patrimoniales destaca la retribución participativa garantizada por la matriz, no acumulativa y condicionada a la solvencia del grupo emisor⁵⁷⁶, y el derecho a percibir el precio de amortización (cuota de liquidación) en caso de disolución⁵⁷⁷. En ambos derechos existe una subordinación al pago preferente de los demás acreedores. Entre los derechos políticos se incluye el nombramiento de una fracción de los administradores de la sociedad dominante y garante de la emisión en caso de insolvencia de éstas o del grupo.

Las PPR son híbridos financieros que compiten con el resto de formas de financiación, y lo hacen con éxito, porque tienen ventajas jurídicas, fiscales, administrativas y procedimentales. La emisión consigue tener una calificación jurídica muy favorable. Los emisores de PPR

efectúa con individuos o compañías que no son residentes de los centros, donde las transacciones se inician en otro lugar y donde la mayoría de las instituciones implicadas están controladas por no residentes" (trad.). Vid. FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: *Offshore Financial Centers. The Role of the IMF*, junio 2002, 23. El R.D. 1080/91, de 5 de julio, entiende por paraíso fiscal "al territorio o Estado que se caracteriza por la escasa o nula tributación a que someten a determinada clase de transacciones, ventas o a determinadas personas o entidades que allí encuentran su cobertura y amparo", es decir, carecen de impuestos sobre la renta o el patrimonio o son puramente simbólicos. A efectos de esta investigación, el concepto de territorio de baja tributación tiene otra dimensión: jurisdicciones que prestan servicios financieros a clientes cuya actividad principal se desarrolla en otra jurisdicción, acogiéndose a la menor o nula tributación y a una mínima regulación normativa y sobre todo no cooperadoras con la comunidad internacional.

⁵⁷⁴ Aunque las sociedades españolas hayan elegido preferentemente la opción de emitir sus emisiones en las Islas Caimán, este no es el único "territorio de baja tributación". Entre los 35 paraísos fiscales identificados por la OCDE encontramos, además de los del área caribeña de influencia estadounidense, otros muchos en el área europea, tales como las Islas de Man, Jersey o Guernesey, Andorra, Mónaco y Liechtenstein. En el ordenamiento español, el R.D. 1080/91, de 5 de julio, fijó 48 territorios como paraísos fiscales. Por su parte, la Directiva 29003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, "en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses" (Directiva del ahorro) estableció 15 territorios sobre los que debía protegerse la UE ante la fuga de capitales: Suiza, Liechtenstein, Mónaco, Andorra, San Marino y diez territorios dependientes o asociados (Islas Caimán, Jersey, las Antillas holandesas, Montserrat, Aruba, Anguilla, Islas Vírgenes, Guernsey, Isla de Man, las Islas turcas y Caicos). Por su parte, en el año 2000, el FMI realizó un estudio de evaluación de 42 centros financieros extraterritoriales cuyas actividades irregulares representan serios riesgos para el sistema financiero global. Vid. FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: *Offshore Financial Centers. The Role of the IMF*, 23 junio 2002. Teniendo en cuenta cualquiera de los listados de regiones, existe una geografía de minúsculos puntos que representan cifras astronómicas en las finanzas internacionales. La gran parte de la inversión en paraísos fiscales tiene como destino las Islas Caimán (42%) y las Islas Vírgenes (40,6%), lo que supone que entre las dos se alcanza el 82,6% de toda la inversión española declarada en paraísos fiscales. Vid. EXPANSIÓN: "Solbes bloquea la fuga de capitales hacia los grandes paraísos fiscales", *Diario Expansión*, 31 de mayo de 2005, pág. 28.

⁵⁷⁵ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las Participaciones ...*, op. cit., p. 40.

⁵⁷⁶ Normalmente, las PPR "tienen una remuneración fija en un primer periodo y variable durante el resto de la vida del producto. La remuneración está condicionada a la obtención de beneficios distribuibles por parte del emisor o de su grupo y no es acumulable". Vid. CNMV: *Participaciones preferentes (PPR)*, Oficina de Atención al Inversor CNMV, Madrid, 2008, p. 2.

⁵⁷⁷ Las PPR "son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizado. Pueden generar rentabilidad, pero también pérdidas en el capital invertido". *Ibidem*, p. 2.

obtienen ventajas fiscales⁵⁷⁸ con la utilización instrumental del paraíso fiscal y tienen la calificación de gasto deducible del rendimiento satisfecho⁵⁷⁹. En el aspecto administrativo de supervisión, el emisor consigue que el importe de la emisión se compute dentro de recursos propios básicos (*Tier one*). Desde el punto de vista operativo, la deslocalización consigue una flexibilización en el procedimiento de emisión, en comparación con los requisitos que regirían si la emisión se hubiese efectuado por un incremento de capital de la dominante o por una sociedad española del grupo.

La reforma parcial del TRLSA realizada en la LRLMV fracasa en su intento de potenciar la emisión de acciones preferentes, sin voto y rescatables, fundamentalmente porque coinciden en el tiempo con el gran éxito de la emisión de PPR en paraísos fiscales. Desde 1998 se produce la emisión masiva de PPR en emisiones deslocalizadas por parte de las empresas y grupos españoles, y muy pocas emisiones de clases de acciones.

Ante el poco éxito de la Reforma de 1998, la legislación española varía su estrategia. El legislador parte del hecho de que las emisiones de PPR se comercializaban en España, porque las entidades de crédito las colocaban entre sus propios clientes. Ante esta situación, la CNMV obligó a la verificación administrativa de la emisión, ya que todos los Folletos de emisión deberían ser verificados y registrados por la CNMV, aunque el emisor estuviera sujeto a Ley extranjera. Además autorizó a que estos activos financieros se negociasen como renta fija en el mercado AIAF junto a pagarés, cédulas hipotecarias y otros activos⁵⁸⁰.

La Ley 19/2003 es el texto jurídico español que, con más intensidad, regula las PPR, además de ella, existen dos tipos de normas que legislan la figura. Por un lado, el Reglamento de obligaciones de información respecto de PPR que, con fecha 30 de julio de 2004, establece las obligaciones de información de la emisión de PPR y otros instrumentos de deuda, así como de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea (UE). Por el otro, el conjunto de textos que regulan los fondos propios de los intermediarios financieros, principales emisores de las PPR. Antes de analizar con detalle la legislación sobre las PPR, se observa la situación anterior a ésta (antecedentes y riesgos de la situación antes de la regulación), pues permite explicar la motivación y detalle de la posterior normativa.

2.4.1. Antecedentes de la regulación en España

Las PPR han sido emitidas mayoritariamente por entidades de crédito para mejorar sus coeficientes de cobertura de recursos propios, aunque también un cierto número de sociedades cotizadas de otros sectores ha optado por efectuar emisiones de este tipo de valores negociables.

La regulación aplicable parte de su inclusión en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los

⁵⁷⁸ La categorización fiscal de las PPR es detallada en CAZORLA PRIETO, L. M.; BLÁZQUEZ LIDOY, E.: "Implicaciones fiscales de las participaciones preferentes", *Estudios en homenaje al profesor Pérez de Ayala*, Editorial Dikynson, Madrid, 2007.

⁵⁷⁹ Esta ventaja es derivada de la deslocalización, situación que no se debe dar en todas las PPR.

⁵⁸⁰ Los Mercados Financieros Oficiales y Organizados en España son tres: Mercados de Renta Fija, Mercados de Renta Variable y Mercado de Derivados. A su vez existen dos Mercados de Renta Fija: Mercado de Renta Fija Privada (AIAF) y Mercado de Deuda Pública. Los mercados de Renta Variable están compuestos por las cuatro Bolsas de Valores (Madrid, Barcelona, Bilbao, Valencia). El Mercado de Derivados en España es el Mercado de Futuros y Opciones (MEFF).

El AIAF o mercado de renta fija privada es un mercado secundario oficial y organizado, que acoge una variedad de activos de renta fija que cubren distintos plazos. Los Activos de Renta Fija Negociados en el AIAF son fundamentalmente de cinco tipos: pagarés de empresa, bonos y obligaciones, cédulas hipotecarias, emisiones titulizadas y PPR. Los pagarés están destinados a cubrir las necesidades a corto plazo, tanto de inversores como de emisores. Los bonos y obligaciones están concebidos para plazos de dos o más años y admiten distintas variantes en función de los flujos de interés. Las cédulas hipotecarias son emitidas por entidades de crédito, y tienen la peculiaridad de estar garantizadas por el total de préstamos hipotecarios que tienen en sus activos. La titulización consiste en emitir bonos respaldados con algún derecho de cobro que se posea en el activo; es un buen medio de financiación para las empresas no financieras. Y por último, las PPR, objeto de este apartado.

Intermediarios Financieros (Ley de Coeficientes). La relevancia de la figura se deriva de que el coeficiente de solvencia que deben mantener las entidades de crédito y los grupos consolidables de entidades de crédito, se calcula como el cociente entre recursos propios y la suma de los activos, posiciones y cuentas de orden sujetas a riesgo⁵⁸¹. La Ley de Coeficientes establece en su art. 7, tras la reforma operada por la Ley 44/2002, que "los recursos propios de las entidades de crédito y de los grupos consolidables de entidades de crédito comprenderán, entre otros conceptos, las participaciones preferentes", aunque no efectuaba regulación alguna de su régimen jurídico.

Hasta la Ley 19/2003, las emisiones de PPR se efectuaban por filiales de entidades de crédito o sociedades cotizadas españolas radicadas en territorios cuya normativa tributaria ofrecía un trato más ventajoso que el previsto por la norma española a las rentas que se generaban como consecuencia de la emisión, especialmente en lo referente a la exención de retenciones en el pago de los rendimientos derivados de la tenencia de estos valores. La localización de los emisores en un territorio de baja tributación dificultaba la capacidad de la Administración Tributaria para controlar su gravamen, al impedirle identificar a los perceptores de los rendimientos de las PPR.

La operativa por medio de la cual las entidades financieras españolas⁵⁸² se han financiado desde 1998 a través de las *Preference Shares* emitidas por filiales domiciliadas en territorios de baja tributación, era la siguiente. La entidad financiera española constituía una filial en el extranjero, generalmente en las Islas Caimán⁵⁸³. Los recursos captados por la filial se depositaban en la matriz a cambio de una remuneración. El importe obtenido por la remuneración del depósito servía para pagar la retribución pactada a los inversores de las PPR.

La remuneración del instrumento estaba predeterminada, era fija, preferente y no acumulativa, pagadera normalmente por trimestres vencidos a un determinado tipo anual calculado sobre el valor nominal de cada participación preferente, cuyo pago estaba condicionado a la existencia de un beneficio distribuible suficiente en la entidad matriz, así como a las limitaciones impuestas por la legislación española sobre recursos propios.

En el contexto previo a la Ley 19/2003, las acciones sin voto tenían que ser retribuidas, además de con el dividendo fijo, con el dividendo de las acciones ordinarias, lo que elevaba el coste de la emisión de este instrumento. Por esta razón, estas acciones sin voto eran calificadas, por la normativa de solvencia, como recursos de "segunda categoría" (*Tier two*). Por el contrario, el instrumento emitido en un *tax haven* era no acumulativo y tenía la consideración de recurso propio de "primera categoría" (*Tier one*). La emisión en territorios de baja tributación implicaba para bancos y cajas de ahorro un reforzamiento de la solvencia de la entidad. Esta operación es especialmente importante en las cajas de ahorros, porque podían captar recursos sin apelar a unos accionistas que no existen en esta tipología de sociedades.

Desde una perspectiva fiscal, existían motivaciones para que los emisores e inversores orientasen la captación e inversión de recursos en esos territorios:

- La emisión en España estaría sujeta al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentos (ITP y AJD), por operaciones societarias, por el importe del 1% del nominal emitido. En los territorios de baja tributación no se soporta esta tributación.
- El importe obtenido por la filial de los inversores se deposita en España, para que la matriz disponga de esos recursos. Dicha retribución estaba exenta de tributación al ser una cuenta bancaria de un no residente.

⁵⁸¹ Las emisiones de PPR proporcionaban a las entidades de crédito un margen de maniobra para llevar a cabo operaciones de activo cubiertas por dichos recursos.

⁵⁸² También se han financiado de esta manera algunas entidades no financieras, como organismos públicos (Ayuntamiento de Barcelona, Ayuntamiento de Madrid, Cabildo de Tenerife, Diputación Foral de Guipúzcoa), corporaciones público-privadas (Feria de Valencia, RTVE) y sociedades y grupos de otros sectores (Abertis, Endesa, Eroski, Fagor, Iberdrola, Vallehermoso, Telefónica, Unión Fenosa).

⁵⁸³ Aunque la gran mayoría de las emisiones realizadas por empresas españolas se realizan en las Islas Caimán, algunas como las de Endesa, se emiten según la legislación de Delaware (Estados Unidos).

- ❑ El pago de la remuneración por parte del emisor no está sujeto a tributación ni a retención cuando se trata de un inversor no residente. Si la emisión fuera realizada en España estaría sujeta a tributación.
- ❑ La remuneración que abona la matriz a la filial por la remuneración del depósito es un gasto deducible, por ser un gasto financiero⁵⁸⁴. La remuneración se utiliza para pagar, a los inversores del instrumento, la rentabilidad comprometida. De hacerlo directamente mediante la emisión de acciones, al tratarse de remuneración del capital, no sería gasto deducible para el emisor.

Debido a todas las ventajas financieras y fiscales anteriores, existía un claro estímulo para efectuar las emisiones a través de filiales en paraísos fiscales.

La captación de recursos por PPR emitidas era enorme y preocupante, ya que no resultaba ni lógico ni ético que el sistema financiero español obtuviese sus recursos a través de filiales localizadas en territorios de baja tributación. La regulación española sobre las PPR pretende que dichas emisiones pasen a realizarse en territorios de la UE que no sean considerados territorios de baja tributación⁵⁸⁵.

2.4.2. Riesgos de la emisión indirecta

Antes de que existiera legisladas en la Ley española, las PPR se caracterizaban por ser emisiones extranjeras e indirectas⁵⁸⁶. El peligro de estas emisiones es que pueden existir prácticas dudosas por parte de los emisores y hasta fraude fiscal⁵⁸⁷ originado por la deslocalización⁵⁸⁸.

⁵⁸⁴ Un estudio detallado sobre la calificación fiscal de la remuneración de las PPR se encuentra en CAZORLA PRIETO, L. M.; BLÁZQUEZ LIDOY, E.: "Implicaciones fiscales ...", *op. cit.*, 2007, pp. 745-747.

⁵⁸⁵ La intención del legislador español, acerca de que las PPR pasen a emitirse en territorios de la UE que no sean considerados territorios de baja tributación, es consecuente con la legislación de la UE. De una parte, con la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE) sobre el alcance del principio de no discriminación en materia de libertades económicas fundamentales. Y de otra, con los deberes de información a efectos fiscales que derivan de la Directiva 2003/48/CE, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses ("Directiva de Tributación del Ahorro").

⁵⁸⁶ La técnica consistía en constituir una sociedad vehículo en otro país. Ante esta situación, "la emisión estaba sujeta a una legislación que no era la española, por lo que se producía el desplazamiento de la ley del emisor (Ley española) por la Ley correspondiente al domicilio del vehículo". *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *Las participaciones ...*, *op. cit.*, p. 58.

⁵⁸⁷ Resulta difícil conocer con exactitud el volumen financiero residenciado en territorios de baja tributación. Las estimaciones más reconocidas, cifran en más de cinco billones de dólares los depósitos de corporaciones y fideicomisos en territorios de baja tributación. *Vid.* TANZI, V.: "Globalization and the Work of Fiscal Termites", *Finance and Development*, march, Volume 38, Number 1, 2001. Sólo para las entidades financieras, las emisiones de preferentes a través de paraísos fiscales se acercan a 14.000 millones de euros. *Vid.* MARTÍN, C.: "El Congreso amnistía las emisiones de bancos y cajas en paraísos fiscales", *Diario El País*, <http://www.elpais.es/>, 26 de marzo de 2003. Este hecho tiene unos efectos perniciosos sobre el sistema financiero global, sin embargo, el control internacional de estas plazas financieras sigue siendo escaso. *Vid.* CINCO DÍAS: *Paraísos fiscales*, *op. cit.*, 2001. Ante el fenómeno del blanqueo de capitales de origen ilícito (droga, corrupción política, tráfico de personas y economía criminal), los Gobiernos del G-7 reunidos en París en 1989 promovieron la creación del Grupo de Acción Financiera sobre el blanqueo de capitales (GAFI; en siglas inglesas FATF) como organismo intergubernamental que agrupa a 29 países miembros (España incluida) más la Comisión Europea. La labor desarrollada por el GAFI no ha pasado de ser una mera calificación de mala conducta de los enclaves financieros, mediante la publicación de una lista actualizada de "países o territorios no cooperativos". Existe una incidencia de los territorios de baja tributación sobre las políticas fiscales de los países, donde los vacíos legales y la ausencia de medidas internacionales severas incentivan la evasión y el fraude fiscal. Los gobiernos pretenden paliar el fraude fiscal con amnistías fiscales periódicas destinadas a recuperar el capital huido. Estas amnistías periódicas ignoran el ataque que suponen estas actuaciones para la justicia fiscal.

⁵⁸⁸ La deslocalización consiste en la utilización de los territorios de baja tributación para conseguir financiación barata creando allí sociedades para no residentes (que a veces son simplemente un apartado de correos). Las PPR no conceden a sus titulares voto en las sociedades extraterritoriales, aunque gozan de un dividendo privilegiado y de los demás derechos de las acciones ordinarias, incluido el mismo dividendo que corresponda a éstas. En caso de liquidación de la sociedad tienen la preferencia para la recuperación del valor desembolsado situándose delante de los accionistas ordinarios. Las PPR sirven para mantener el control de la entidad de crédito como propietarios sobre la sociedad filial y resolver problemas de financiación aumentando la disponibilidad de fondos propios a precio más bajo que el bancario. Pero la principal razón para crear las sociedades que emiten sus PPR desde un paraíso fiscal, es

El proceso de generalizada deslocalización de las emisiones es peligroso⁵⁸⁹ por la opacidad de las emisiones deslocalizadas y por su significativo peso relativo en la financiación básica⁵⁹⁰. La operación de deslocalización descrita se aproxima peligrosamente al fraude de ley contemplado en el art. 12.4 del Código Civil: "(...) *la utilización de una norma de conflicto con el fin de eludir una ley imperativa española*". Por todo lo anterior, las autoridades administrativas y la CNMV deben vigilar el posible fraude societario y fiscal, derivado de este procedimiento.

El Banco de España denuncia el riesgo de la utilización masiva de las PPR emitidos de forma indirecta por los intermediarios financieros españoles⁵⁹¹, pues pueden poner en riesgo la

establecer un procedimiento con ventajas fiscales. El mecanismo es triangular (cliente, sociedad extraterritorial y entidad financiera) y consiste en que la sociedad *offshore* capta fondos de los adquirentes de las PPR, y estos fondos se los traslada en forma de préstamos a la casa matriz. Préstamos por los que la casa matriz paga intereses a la filial (que está registrada en el paraíso fiscal como no residente) y esos intereses se los deduce en su impuesto de sociedades en España. La filial retribuye a los inversores en forma de dividendos (exentos de impuestos en el paraíso fiscal), que al proceder del extranjero no tienen el porcentaje de retención que se aplica a los intereses obtenidos en España. El modo de operar y la oferta de la banca en paraísos fiscales se basa en dos tipos de operaciones. Por un lado, las operaciones de activo (los créditos). Por ejemplo, un grupo empresarial cotizado crea una SPV en un paraíso fiscal ajeno a su territorio de origen para conseguir evadir la restricción de apalancamiento que este grupo empresarial sufre en su país. De esta manera, el grupo consigue endeudarse más de lo permitido con la intención de conseguir unos niveles de rendimiento mayores. Por otro lado, se encuentran las operaciones de pasivo (depósitos e inversiones). La banca ofrece a sus clientes abrir una cuenta en algunos de estos centros financieros en el exterior. La ventaja de esta posibilidad es que en el lugar donde son abiertas estas cuentas no existe ninguna obligación de dar información sobre la apertura y los movimientos de dicha cuenta. No sucede lo mismo en países no catalogados como paraísos fiscales donde hay obligación de informar sobre estas operaciones a los órganos reguladores (Banco de España en nuestro país). Como conclusión, las PPR son un medio mediante el cual se realizan operaciones financieras sin pagar impuestos en España, pero pagándolos de modo opaco y oculto en esos territorios.

⁵⁸⁹ Sobre el riesgo de deslocalización de las emisiones consúltese VICENT CHULIA, F.; SALINAS ADELANTADO, C.: "Derecho de sociedades y mercado de valores", *La Ley*, 21 de abril, 1999, p. 157.

⁵⁹⁰ En el sector bancario son frecuentes ratios de más del 20% de PPR respecto de los recursos propios.

⁵⁹¹ El FMI incide en que las filiales bancarias y las sociedades propietarias de bancos son las empresas más frecuentemente creadas en territorios de baja tributación y que la mayor parte de la actividad de estos territorios es intrabancaria, préstamos y operaciones entre bancos, de dentro y de fuera del paraíso fiscal (*Vid. FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: Offshore Financial Centers. The Role of the IMF*, 23 June 2002). Todo ello muestra la intensa relación financiera de la banca con los centros *offshore*. Así lo ha puesto de manifiesto la Memoria de la Fiscalía Especial Anticorrupción española de 1998: "En la Memoria de las entidades bancarias ... se indica que, entre las sociedades que forman parte de cada uno de esos grupos bancarios, se encuentran filiales de las entidades cabecera domiciliadas en paraísos fiscales. El hecho de que las filiales se constituyan con el objeto de atender necesidades concretas del Grupo, lógicamente de clientes que no residen en el territorio donde se han situado tales filiales, y con capital 100% del Grupo, permite afirmar que la dirección efectiva de tales filiales se encuentra donde se halla domiciliada la entidad de cabecera. La negativa a facilitar información que objetivamente le resulta accesible a la entidad española aumenta la preocupación que suscita la ausencia de justificación económica que tiene situar una filial en un paraíso fiscal". El problema ya fue expuesto en la Comisión de Hacienda del Senado español, el 31 de octubre de 2000: "El mayor problema que plantean los paraísos fiscales es la presencia en ellos de entidades de crédito para propiciar la opacidad fiscal cuando no el blanqueo de capitales"; "las entidades bancarias españolas, además de disponer de una red de sucursales, constituyen sociedades filiales en paraísos fiscales que actúan como auténticas sucursales del banco nacional. Sin embargo, la personalidad jurídica propia que se atribuye al establecimiento es esgrimida como argumento para no facilitar información relativa a las cuentas bancarias que se sitúan bajo su cobertura, argumento irrelevante cuando realmente los administradores de la filial actúan de acuerdo con las instrucciones de la matriz. Cabe considerar que los clientes de la entidad domiciliada en el paraíso fiscal son clientes del banco nacional, con un perfil patrimonial relevante, necesitados de conseguir la opacidad de una parte de su patrimonio". El BBVA ha obtenido un beneficio de 221,8 millones de euros, con 36 sociedades radicadas en paraísos fiscales. *Vid. BBVA: Informe Anual 2008*, BBVA, 2009. El Informe Anual del BBVA incluía 35 filiales en paraísos fiscales, las cuales llegaron a obtener el 22% del beneficio neto del banco, es decir, que de un beneficio total del BBVA de 2.666 millones de euros, los paraísos fiscales le aportaron más de 500 millones de euros. *Ibidem*. El BSCH tenía 8 filiales en 2008 radicadas en paraísos fiscales para la gestión de PPR. *Vid. BSCH: Informe Anual 2008*, BSCH, 2009. Los beneficios de los paraísos fiscales son puramente financieros, puesto que no proceden de inversiones productivas en esos territorios. Las filiales en paraísos fiscales desarrollan principalmente actividades financieras y de tenencia de inmuebles situados en otros lugares (así ocurre por ejemplo en Gibraltar, enclave utilizado para comprar inmuebles en nuestro país mediante sociedades registradas en el Peñón, para evadir impuestos). Según el Banco de España, en el periodo 1997-2003, más de 15.000 millones de euros fueron invertidos en sociedades extraterritoriales constituidas por 19 Bancos y Cajas de Ahorro españolas (y una empresa eléctrica) en

calidad de los recursos propios básicos de los emisores y generar una dependencia estructural de un instrumento peligrosamente próximo a los recursos financieros de segunda categoría (*Tier two*)⁵⁹².

Estos valores quedaban revisados por la CNMV, porque solicitaban, y se les concedía, la admisión a negociación (como renta fija) en el mercado secundario AIAF, sujeto al Derecho español. Pues bien, también la CNMV⁵⁹³ muestra su intranquilidad sobre las PPR emitidas de forma indirecta, al advertir sobre el riesgo de desprotección que soportan los inversores por las agresivas prácticas de comercialización de estos productos, entre otras cosas porque teme que el riesgo del instrumento no sea comprendido por el inversor⁵⁹⁴. Incluso realiza advertencias concretas en muchas de las emisiones realizadas, al obligar incluir un primer apartado denominado "Advertencia CNMV"⁵⁹⁵.

territorios de baja tributación. Entre otros, Caja Sur, El Monte, San Fernando, La Caixa, Caja Madrid, Caja de Ahorros de Murcia, SCH, BBVA, Sabadell, Popular y Bankinter, han acudido a la creación de sociedades extraterritoriales con el fin de aumentar sus recursos y evadir impuestos. Vid. BANCO DE ESPAÑA: *Informe Anual 2004*, Banco de España, Madrid. Desde 1998, la banca española ha aprovechado las ventajas fiscales y facilidades legislativas que ofrecen los paraísos fiscales para no residentes. Las entidades de crédito españolas han preferido, antes que emitirlos directamente en España, utilizar los centros financieros *offshore*, para la emisión de PPR con altas remuneraciones e importantes beneficios fiscales. Una investigación abierta a finales de 2001 por la Fiscalía Anticorrupción, planteó el posible fraude fiscal cometido por tres Cajas de Ahorro (Caja Sur, El Monte y San Fernando) que habían constituido tres filiales en las Islas Caimán: *Cajasur EuroCapital Finance Ltd.*, *El Monte International Capital Ltd.*, y *Capital San Fernando Preference Ltd.* para emitir PPR de forma indirecta. La Fiscalía Anticorrupción la consideraba una práctica "irregular y lesiva para el Tesoro Público", es decir, que servía para evadir el pago de impuestos en España. La Fiscalía Anticorrupción propuso, el 31 de enero de 2003, al fiscal general del Estado, el archivo de la investigación por las filiales de las tres entidades financieras, situadas en las Islas Caimán. Sin embargo, la Fiscalía Anticorrupción señaló que esas operaciones requieren un correctivo legislativo, por ser una práctica irregular y lesiva para el Tesoro Público. Este proceso puede observarse en EZAIZER, E.: "Anticorrupción archiva el caso de las emisiones en paraísos fiscales aunque las cree irregulares", *El País*, <http://www.elpais.es/>, 1/2/2003. La Agencia Tributaria también inspeccionaba a estas entidades, y notificó a estas Cajas que sus filiales registradas en territorios de baja tributación tenían que ser consideradas residentes en España a efectos fiscales.

⁵⁹² En concreto, el Banco de España "entiende que, dentro de los recursos propios básicos, no es razonable que las acciones preferentes, dado su coste, su menor estabilidad y su menor aprecio por parte del mercado, sean utilizadas para financiar estrategias de desarrollo sostenido, y, en todo caso, considera que deben estar limitadas a un máximo del 30% del total evitando el riesgo de que la entidad pueda llegar a tener una dependencia estructural de este instrumento". Vid. BANCO DE ESPAÑA: *Memoria de la Supervisión bancaria en España 2002*, Banco de España, Madrid, 2003, p. 97.

⁵⁹³ Vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV): *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1999, p. 47.

⁵⁹⁴ El organismo informa que antes de contratar el producto, "su entidad debe informarle sobre las características, riesgos y costes" y recomienda que se tome el tiempo necesario para decidir, se lean y analicen las condiciones financieras, se solicite la información por escrito y se tome la decisión de invertir o no "sin precipitación ni bajo presión". Vid. CNMV: *Participaciones preferentes (PPR)*, *op. cit.*, p. 2. Los riesgos de las PPR para el inversor son cuatro. En primer lugar, ausencia de fecha de vencimiento, situación que impide al inversor tener control sobre el horizonte temporal de su inversión, y no poder planificar la fecha de recuperación de los fondos aportados inicialmente. En segundo lugar, tipo de interés no garantizado; la rentabilidad en forma de cupón está condicionada a que la entidad obtenga beneficios, premisa que se complica en un escenario de recesión económica. Este inconveniente llevó a SOS a dejar de pagar en 2009 el cupón de las PPR, por haber obtenido el ejercicio anterior, 193 millones de euros de pérdidas; esto unido a que Caja Castilla La Mancha suspendió los cupones de las suyas a mediados del año 2009, ofrece un toque de atención sobre los peligros de no recibir remuneración. A este respecto, en abril de 2009, Standard&Poor's rebajo el *rating* de las PPR de 60 entidades europeas, entre ellas, BSCH, BBVA, Popular, Banesto, Sabadell, Bankinter, La Caixa, Caja Madrid e Ibercaja, atisbando la posibilidad de que supriman los intereses que pagan con el objetivo de reforzar su patrimonio neto. Vid. STANDARD AND POORS: *Ratings*, Mc Graw-Hill, New York, 2009. En tercer lugar, iliquidez, materializada en la dificultad de cerrar operaciones de compraventa a precios interesantes (derivado de su reducida liquidez, que dificulta que un inversor pueda deshacerse de ellos en caso de necesidad, y de su carácter perpetuo, al no tener un vencimiento concreto). Por último, incertidumbre sobre el precio a recibir en caso de necesitar venderlo, que suele ser muy inferior al nominal del título. El índice Iboxx de PPR de entidades financieras, que recoge el valor de mercado de 61 emisiones europeas, revela que de media cotizan por debajo del 50% de su valor nominal. Vid. MARTÍN SIMÓN, P.: ¿Es justa la rentabilidad de las preferentes?, *Cinco Días*, 23/06/2009. Apoyando lo anterior, las últimas recompras realizadas en España se han pagado entre un 40% y un 50% del valor nominal del activo. Vid. MARTÍNEZ, M.: *Lo que su banco no ...*, *op. cit.*

⁵⁹⁵ En la emisión de PPR del BSCH de 2.000 millones de euros, realizada en junio 2009, se recoge un primer apartado denominado "Advertencia CNMV" en la que el organismo regulador alerta que su rentabilidad es "sustancialmente inferior" (cerca a 0,91% anual) a la de otros productos similares, y recalca que el valor en

Los efectos no eran muy relevantes desde el punto de vista de revisión y control de las PPR, pero por el contrario, eran muy graves (aunque ventajosas para el emisor) desde el punto de vista societario y fiscal.

Desde el punto de vista mercantil, la empresa dominante consigue escapar de las normas registrales que debería aplicarse a las ampliaciones de capital. Además, con la deslocalización se produce una pérdida de las competencias de la junta general de accionistas⁵⁹⁶. Desde la perspectiva estratégica de la dirección de las compañías es comprensible que las empresas cotizadas españolas no quieran emitir acciones o PS privilegiadas, sin voto, rescatables y convertibles cuando pueden colocar en otros mercados PPR más ventajosas.

Las ventajas societarias para la sociedad garante eran que podían emitir PPR sin que fuese necesario cumplir algunos requisitos societarios que hubiesen sido inexcusables si se emitieran directamente acciones o PS: la aprobación de la operación por parte de la Junta General de Accionista (arts. 295-297 TRLS) y la exclusión del derecho preferente de suscripción a los accionistas (art. 308 TRLS).

La principal ventaja societaria para el emisor se deriva de que podía emitir PPR sin necesidad de adoptar dicho acuerdo en la junta de accionistas de la matriz (el acuerdo se adopta por la filial en cuyos órganos ejercitan derechos políticos los administradores de la matriz). Además las PPR se ajustan a unas normas formales y registrales más flexibles y menos rigurosas que las disciplinadas en la legislación española para clases de acciones o PS.

La emisión deslocalizada en un paraíso fiscal también ofrecía otras ventajas para el emisor. En primer lugar, existía opacidad en la operación, ya que las normas fiscales españolas no pueden obligar a un emisor extranjero a identificar a los inversores. En segundo lugar, se conseguía la calificación de gasto deducible de la retribución de las PPR en el impuesto de la renta de la sociedad matriz. Además existía un ahorro en la emisión, al estar exenta de la modalidad de operaciones societarias del ITP y AJD. Por último, los no residentes podían recibir la retribución sin retenciones y sin sujeción al impuesto sobre la renta de los no residentes.

2.4.3. Finalidad de la regulación

El Gobierno aprobó la Ley 19/2003, y una serie de modificaciones de otras Leyes, reglando la emisión de PPR en España. Aprovechando estos cambios legislativos, el Gobierno incluyó una amnistía para todas las compañías que habían utilizado la emisión de las PPR vía paraísos fiscales; lo que supuso graves pérdidas de ingresos para la Hacienda española⁵⁹⁷.

Las emisiones de PPR emitidas de forma indirecta realizadas hasta la entrada en vigor de la ley 19/2003, no tuvieron coste fiscal para los emisores. Así se estableció en una enmienda al proyecto de Ley de movimientos de capitales pactada el 25 de marzo de 2003 en el Congreso entre el PSOE y CIU. El PP se abstuvo porque quería incluir al resto de empresas cotizadas⁵⁹⁸.

mercado de este producto sería “sensiblemente inferior” (en torno al 10% de su valor nominal). Similar advertencia aparece en el Folleto de emisión de las PPR que Banesto realizó en marzo de 2009.

⁵⁹⁶ Las PPR, como todos los híbridos, presentan problemas de calificación contable. Estos problemas serán resueltos en el último capítulo.

⁵⁹⁷ Si no se hubiera producido la amnistía, “las entidades de crédito habrían tenido que provisionar contra resultados esas cantidades y, quizás el sistema bancario español se habría tambaleado tras los problemas derivados de la crisis de Argentina y en general de toda Latinoamérica”. *Vid.* MARTÍN, C.: “El Congreso amnistía ...”, *op. cit.* p. 3. Visto ahora, quizás hubiese sido mejor que esto se hubiera producido porque así hubieran tomado decisiones estructurales que las hubiera situado en una mejor situación en la crisis de 2009. La amnistía fiscal, junto con el aporte de liquidez gubernamental de 2009, son manifestaciones de los privilegios de las entidades de crédito recibidos del estado español.

⁵⁹⁸ El PP presentó en el Senado una enmienda a la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos. En ella se establecía que los traslados a España “de la dirección efectiva o del domicilio social de sociedades cuya actividad y objeto social exclusivo consistan en la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros” estuvieran exentos del ITP y AJD. La única condición era que las filiales estuvieran constituidas antes del 6 de julio,

Tanto movimiento político se debió a que la decisión era económicamente muy importante para las grandes empresas que habían emitido PPR en paraísos fiscales⁵⁹⁹.

Después de años de ser un instrumento utilizado pero no regulado, el Gobierno español decidió legislar las PPR. El Ejecutivo lo acompañó de una amnistía fiscal⁶⁰⁰ para las emisiones realizadas desde territorios de baja tributación y que, a la vez, permitía su colocación en España. Con ello pretendía que las filiales que constituyeron empresas en otras naciones para emitir PPR, vengan al país. La Hacienda Pública española ha puesto en marcha su estrategia, pero son las empresas las que deciden sobre el lugar donde emiten los instrumentos financieros, y si ya están emitidos, sobre si traerán a España las emisiones o no.

Desde la entrada en vigor de la Ley 19/2003, cuando se utilicen filiales, los rendimientos serán considerados intereses para la matriz y, por tanto, deducibles del Impuesto de Sociedades. El tratamiento fiscal será igual al de cualquier emisión de deuda y no tendrá retención si se coloca a un no residente en España.

2.5. LEY 19/2003

En la situación tan peculiar analizada en los apartados anteriores, llega la regulación de las PPR en el Derecho español. La Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre "régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales" (Ley 19/2003)⁶⁰¹, introduce una nueva D.A. segunda en la Ley 13/1985 (BOE 5/07/2003).

La D.A. tercera de la Ley 19/2003 establece los aspectos fundamentales que caracterizan el régimen legal y fiscal de las PPR y otros instrumentos de deuda. Su comprensión requiere del análisis de cinco elementos: ámbito de aplicación de la normativa, requisitos para considerar a un instrumento financiero como PPR, régimen legal sustantivo, régimen fiscal especial aplicable a la emisión y, por último, evaluación de la consecución de las finalidades.

es decir, cuando era imposible emitir desde España. En la justificación de la enmienda, el Partido Popular reconocía que su objetivo era "conseguir el traslado de las filiales a España". El tributo supone el 1% del total del capital de estas entidades, incluyendo el valor de las PPR. En ese momento, las emisiones en circulación ascendían a casi 20.000 millones, con lo que la exención era considerable. *Vid.* AIAF Mercado de Renta Fija S.A: *Emisiones en circulación* <http://www.aiaf.es/aiaf/listaEmisiones.cir?codigo=-1>.

⁵⁹⁹ "Las sociedades que han acudido a este mercado argumentan que en España no existía cobertura legal para emitir preferentes; que se han visto, por tanto, obligadas a salir fuera para competir en igualdad de condiciones; y que el Banco de España y la CNMV las han autorizado". *Ibidem*.

⁶⁰⁰ Aunque gran parte de los impuestos amnistiados no se cobrarían por la hacienda pública española, ni por el territorio de baja tributación, sino por la de un tercer país. *Vid.* CAZORLA PRIETO, L. M.; BLÁZQUEZ LIDOY, E.: "Implicaciones fiscales de las participaciones preferentes", *op. cit.*, 2007, p. 744.

⁶⁰¹ Durante la tramitación del Proyecto de Ley se incorporaron diversas enmiendas que darían lugar a la citada Ley 19/2003. Durante la tramitación en el Congreso de los Diputados se presentó la enmienda número 19 del Grupo parlamentario socialista con el objeto de concretar una regulación financiero-fiscal de este instrumento financiero para poder realizar las emisiones desde España, con el objeto, tal y como señala la motivación de la enmienda, de "cumplir con las recomendaciones del Grupo de Acción financiero sobre el blanqueo de capitales (GAFI) y perseguir el fraude fiscal", asimismo en la motivación de la enmienda se añadía lo siguiente: "Para ello se exige a las entidades de crédito que informen a la Agencia Tributaria y a todas las instituciones supervisoras del mercado financiero acerca de la identidad e inversión realizada por los suscriptores de participaciones preferentes. Y a su vez, que la emisión de participaciones preferentes, que ha venido realizándose en el extranjero, se lleve a cabo en España. De este modo, las sociedades emisoras, filiales de las entidades financieras, se domiciliarán en España en lugar de hacerlo, como hasta ahora, en territorios que gozan de exención completa o de un régimen fiscal muy atenuado respecto al Impuesto sobre Sociedades". El objetivo de la enmienda era crear las condiciones jurídicas óptimas para que las emisiones se hicieran desde España y no desde otros territorios, la contrapartida era la exigencia de información de la identidad e inversión realizada por los tenedores de PPR. En consecuencia se incorporó una D.A. tercera a la Ley 19/2003 que modificaba la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, incorporándose a esta última Ley una D.A. segunda con el régimen jurídico financiero-fiscal de las PPR.

2.5.1. Ámbito de aplicación

La D.A. segunda de la Ley de Coeficientes, introducida por la D.A. tercera de la Ley 19/2003, establece que la regulación de las PPR en ella establecida será de aplicación: (i) a las emitidas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o en un territorio de la UE que no tenga la condición de territorio de baja tributación, cuya actividad u objeto social exclusivo consista en la emisión de PPR u otros instrumentos de deuda y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito; y (ii) a las emitidas por una sociedad residente en España o en un territorio de la UE que no sea considerado paraíso fiscal y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a entidades cotizadas que no sean de crédito.

Respecto al régimen fiscal y deberes de información en la emisión de PPR, será aplicable a otros instrumentos de deuda emitidos por una sociedad de las autorizadas para emitir PPR. En este caso, deberán cumplirse los siguientes requisitos: (i) cotización de tales instrumentos en un mercado organizado; (ii) exclusividad de actividad y objeto, y, cuando se requiera; (iii) depósito permanente del importe de la emisión. La razón de esta extensión reside en que la necesidad de financiación ha llevado a las entidades de crédito y otras sociedades españolas a emitir instrumentos de deuda en el exterior por volúmenes muy superiores a los de las PPR.

En relación a las cuestiones mencionadas en el presente apartado, la Dirección General de Tributos (DGT) en su consulta vinculante número V0173-05, adoptó una interpretación extensiva de la aplicación del régimen fiscal especial previsto en la Ley 19/2003, al admitir su aplicación respecto de otros instrumentos de deuda emitidos directamente por una entidad de crédito y no por medio de filiales instrumentales cuyo objeto exclusivo sea la emisión de PPR, siempre que tales instrumentos cumplan con los requisitos establecidos por la Ley 19/2003. A estos efectos, la consulta de la DGT considera, sobre la base de un informe de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera⁶⁰², que el término "instrumento de deuda" debe abarcar a todo tipo de instrumentos distintos de aquellos que constituyen una participación en el capital propio de una entidad con independencia de su forma de rendimiento.

2.5.2. Características

La D.A. tercera de la Ley 19/2003 añade una D.A. segunda a la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros. En su texto se regula, además del régimen fiscal relativo a las PPR, las condiciones que tienen que cumplir dichas PPR para considerarse como recursos propios de las entidades de crédito y grupos de entidades de crédito⁶⁰³.

Los requisitos de índole financiera que han de tener las PPR son:

- ❑ Ser emitidas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o un territorio de la UE que no tenga la consideración de paraíso fiscal, que tenga como objeto exclusivo su emisión y que pertenezca en su totalidad a un grupo o subgrupo de entidades de crédito.
- ❑ Cuando la emisión se realice por una entidad filial los recursos deberán estar depositados en la entidad de crédito dominante o en otra entidad del grupo, estando dicho depósito afecto a la compensación de pérdidas del grupo.
- ❑ Los recursos obtenidos deberán estar depositados en su totalidad, descontados los gastos de gestión y emisión, y de forma permanente en la entidad de crédito dominante o en otra entidad del grupo.

⁶⁰² Vid. Dirección General del Tesoro y Política Financiera: *Cortes Generales Diario de Sesiones del Senado*, <http://www.senado.es/legis8/publicaciones/html/textos/CS0344.html>.

⁶⁰³ Existe por tanto una interrelación muy grande entre los requisitos de índole financiera y el régimen fiscal aplicable a las PPR.

- ❑ Contar con la garantía solidaria e irrevocable de la entidad de crédito dominante o la entidad depositaria.
- ❑ Otorgar el derecho a percibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo, cuyo devengo esté condicionado a la existencia de beneficios distribuibles en la entidad de crédito dominante o su grupo.
- ❑ No otorgar derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las condiciones de emisión.
- ❑ No deben conceder derechos de suscripción preferente, y deben tener carácter perpetuo si bien se puede acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España.
- ❑ Cotizar en mercados secundarios organizados.
- ❑ En los supuestos de liquidación o disolución u otros que den lugar a la aplicación de las prioridades contempladas en el Código de Comercio, de la entidad de crédito emisora o de la dominante del grupo o subgrupo consolidable de las entidades de crédito, las PPR deben dar derecho a obtener exclusivamente el reembolso del valor nominal junto con la remuneración devengada y no satisfecha y se situarán a efectos del orden de prelación de créditos, inmediatamente detrás de todos los acreedores, subordinados o no, de la entidad de crédito emisora o de la dominante del grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito y delante de los accionistas ordinarios.
- ❑ En el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no podrá ser superior al 30% de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable, incluido el importe de la propia emisión, sin perjuicio de las limitaciones adicionales que puedan establecerse a efectos de solvencia⁶⁰⁴.

2.5.3. Régimen legal

La D.A. Segunda de la Ley de Coeficientes, introducida por la D.A. Tercera de la Ley 19/2003, establece diversos aspectos para definir el régimen legal de las PPR.

a) Residencia habitual de las entidades emisoras y de las entidades dominantes. El legislador dio un vuelco a la situación regulada hasta ese momento. A partir de su entrada en vigor, las nuevas emisiones de PPR que quieran beneficiarse del régimen legal y fiscal establecido en la Ley 19/2003 deberán ser realizadas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o en un territorio de la UE que no tenga la condición de paraíso fiscal, en cuyo caso sus derechos de voto deberán pertenecer íntegramente (directa o indirectamente) a una entidad de crédito o a una sociedad cotizada no de crédito. La razón de la incorporación a este régimen de las emisiones efectuadas por sociedades cotizadas no de crédito, efectuada a través de una enmienda en el Senado, radica en la conveniencia de permitir, entre otros, a los grandes grupos cotizados españoles, financiarse y estructurar adecuadamente sus recursos propios a efectos de "rating" y de las exigencias de determinadas operaciones financieras⁶⁰⁵. Todo lo anterior hace referencia a la sociedad emisora, respecto a la entidad dominante, la Ley 19/2003 menciona expresamente que la norma será también aplicable en los supuestos en que la entidad dominante se rija por el derecho de otro Estado, por lo que puede entenderse que el régimen legal de las PPR será aplicable independientemente del lugar de residencia de la entidad dominante.

b) Derechos de voto y objeto social del emisor. Los derechos de voto de la sociedad emisora deben corresponder íntegramente (de forma directa o indirecta) a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito (o a una

⁶⁰⁴ Si dicho porcentaje se sobrepasara una vez realizada la emisión, la entidad de crédito deberá presentar ante el Banco de España para su autorización un plan para retornar al cumplimiento de dicho porcentaje. El Banco de España podrá modificar el citado porcentaje.

⁶⁰⁵ Nada se especifica en la Ley acerca de la posibilidad de que la emisión se efectúe a través de una sucursal establecida en el territorio de un Estado Miembro de la UE diferente al de residencia de la entidad emisora, pero, en principio, habrá que entender que resulta posible a la luz de la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (TJCE). Como veremos más adelante, existe jurisprudencia del TJCE sobre el alcance del principio de no discriminación en materia de libertades económicas fundamentales.

entidad cotizada que no sea de crédito) y cuya actividad u objeto exclusivo sea la emisión de PPR y/u otros instrumentos de deuda, lo que da carta de naturaleza a la extendida práctica de estructurar el capital de la sociedad emisora de manera que los derechos de voto pertenecieran a otra entidad de crédito (o sociedad cotizada) titular de la mayor parte del capital social (pero de una reducida parte de los recursos propios) y que las PPR no llevaran aparejado derecho de voto, salvo en circunstancias excepcionales⁶⁰⁶.

c) Depósito. La Ley 19/2003 ha establecido mecanismos para que los fondos obtenidos mediante la emisión de PPR estén centralizados para garantizar su efectiva equiparación a los recursos propios, a efectos de protección de acreedores. Así, si la emisión ha sido efectuada por una filial, los recursos obtenidos mediante la emisión deberán ser íntegramente depositados (una vez descontados gastos de emisión y gestión) en la entidad dominante o en otra entidad del grupo o subgrupo consolidable, que les podrá dar el destino que estime conveniente. En cualquier caso, la Ley 19/2003 obliga a que dicho depósito sea aplicado por la entidad depositaria a la compensación de pérdidas en su liquidación o en el saneamiento general de aquélla o de su grupo o subgrupo consolidable, en el supuesto de que agoten las reservas y se hubiera reducido a cero el capital ordinario. Para los supuestos en que la emisión se realice por una filial, las PPR deberán contar con la garantía solidaria e irrevocable de la entidad dominante o de la entidad depositaria. También se exigen los requisitos de depósito permanente y garantía de la entidad dominante para la emisión de otros instrumentos de deuda cuando se pretenda que se beneficie del mismo régimen fiscal.

d) Remuneración. La remuneración de las PPR deberá estar predeterminada⁶⁰⁷, sin que pueda tener carácter acumulativo⁶⁰⁸. La Ley 19/2003 hace depender la remuneración de la existencia de beneficios distribuibles, aunque diluye este requisito en la medida en que éste se entenderá cumplido si existen beneficios distribuibles en la entidad de crédito dominante o en el grupo o subgrupo consolidable, al tratarse de un vehículo específico para efectuar la emisión.

e) Derechos políticos. La Ley 19/2003 no permite a los titulares de las PPR el ejercicio de los derechos políticos, salvo en aquellos casos expresamente previstos en las condiciones de la emisión. Su concesión se limita a supuestos en que los titulares de PPR vean peligrar la rentabilidad de su inversión, ya sea de forma directa (en el supuesto de falta de pago de una serie de remuneraciones), o de forma indirecta (reducciones de capital, salvo cuando sean por imperativo legal, ya que la cifra de capital social supone la última garantía para los inversores).

f) Derechos de suscripción preferente. La Ley 19/2003 establece que las PPR carecerán de derecho de suscripción preferente respecto de futuras emisiones. Esta medida es correcta pues las PPR no suponen una participación en el capital social de la sociedad ni son partes alícuotas del mismo, por lo que no es necesario establecer mecanismos antidilución para ellas.

g) Duración. Las PPR deberán tener carácter perpetuo, sin embargo, la Ley 19/2003 prevé que sean amortizables anticipadamente, previa autorización por parte del Banco de España, a partir del quinto año desde su fecha de desembolso⁶⁰⁹. La autorización del Banco de España no será necesaria si la emisión de PPR la efectúa una sociedad cuyos derechos de voto sean íntegramente (directa o indirectamente) propiedad de una sociedad cotizada que no sea una entidad de crédito, puesto que en estos casos se trata de sociedades no sujetas a coeficientes de solvencia y recursos propios mínimos y el Banco de España carece de la facultad de supervisión de la citada entidad o de su matriz.

⁶⁰⁶ Además de las características legisladas, es posible incorporar en el contrato de emisión del título otras medidas, como la constitución de un sindicato o asociación de titulares de PPR. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Gobierno corporativo ...", *op. cit.*, pp. 614-615.

⁶⁰⁷ La Ley 19/2003 no establece en función de qué magnitud dando, por tanto, libertad al respecto.

⁶⁰⁸ Esto diferencia a las PPR de figuras con características similares, como las acciones sin voto.

⁶⁰⁹ Aunque la Ley 19/2003 omite toda referencia a la persona a quien corresponde la iniciativa en la amortización, la práctica indica que dicha amortización se producirá a instancias de la entidad emisora.

h) Cotización. La Ley 19/2003 exige que las PPR coticen en un mercado secundario organizado⁶¹⁰.

i) Orden de prelación. En los supuestos de liquidación, disolución o insolvencia del emisor o de su entidad dominante del grupo o subgrupo consolidable, las PPR darán derecho a su titular a obtener únicamente el reembolso de su valor nominal junto con la remuneración devengada y no satisfecha. Por lo que respecta al orden de prelación de créditos, las PPR están conceptuadas, al menos a efectos de las entidades sujetas a la supervisión del Banco de España, como recursos propios de la sociedad con prelación sobre el capital ordinario y en consecuencia se sitúan detrás de todos los acreedores de la entidad emisora o de la entidad dominante (ya sean subordinados o no)⁶¹¹, pero delante de los accionistas ordinarios o, en el caso de las cajas de ahorros de los cuotapartícipes.

j) Límite cuantitativo. La Ley 19/2003 establece un límite cuantitativo a la emisión de PPR en función de sus recursos propios. El importe nominal de las PPR en circulación no podrá superar, en el momento de realizar una emisión, el 30% de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable de la entidad de crédito, incluyendo en dicho cómputo las PPR que formen parte de la nueva emisión. Dicho porcentaje puede ser modificado por el Banco de España. Sin perjuicio de lo anterior, se permite expresamente que se puedan establecer limitaciones adicionales derivadas de criterios relativos a la solvencia de las entidades de crédito⁶¹². El límite cuantitativo (y por lo tanto la facultad de Banco de España de modificarlo) no será de aplicación si la emisión de PPR es efectuada por una sociedad cuyos derechos políticos sean íntegramente propiedad de una entidad cotizada que no sea entidad de crédito.

2.5.4. Régimen fiscal

Desde el punto de vista fiscal⁶¹³, las características de las PPR son las siguientes:

- ❑ La remuneración tendrá la consideración de gasto deducible para la entidad emisora.
- ❑ Las rentas derivadas de las PPR se calificarán como rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios de acuerdo con lo previsto en el art. 23.2 Ley 40/1998⁶¹⁴.
- ❑ Los rendimientos generados por el depósito efectuado por el emisor en la entidad dominante u otra del grupo no están sometidos a retención, aplicando en su caso la exención prevista para las cuentas de no residentes de acuerdo con lo señalado en el art. 13.1.e Ley 41/1998⁶¹⁵.
- ❑ Las rentas derivadas de PPR obtenidas por sujetos pasivos del Impuesto sobre la Renta de los no Residentes quedarán exentas en los mismos términos establecidos para los rendimientos derivados de la Deuda Pública.
- ❑ Las operaciones derivadas de la emisión estarán exentas de la modalidad de Operaciones Societarias del ITP y AJD⁶¹⁶.

⁶¹⁰ Como no especifica nada acerca de su nacionalidad, entendemos que la cotización en mercados organizados extranjeros es suficiente para cumplir este requisito.

⁶¹¹ Por detrás de la deuda calificada como *senior*, pero incluso, detrás de la calificada como *junior*.

⁶¹² Sin embargo, se prevé que se produzcan circunstancialmente excesos sobre el límite del 30%, derivados de pérdidas que reduzcan los fondos propios y ocasionen que las PPR excedan del límite del 30%. En este supuesto, la entidad correspondiente deberá presentar ante el Banco de España para su autorización un plan para eliminar dicho exceso. No se especifica el plazo de que dispone la entidad de crédito para presentar dicho plan ni el plazo de que dispone el Banco de España para autorizarlo o los criterios que puede aducir para denegar la autorización, extremos que quedan pendientes de desarrollo, aunque puede considerarse de aplicación la regulación establecida para casos similares. *Cfr.* art. 34 del R.D. 1343/1992, de 6 de noviembre.

⁶¹³ La Ley 19/2003 es sobre todo, fiscal, como puede observarse en su denominación para evitar el blanqueo de capitales: Ley 19/2003, de 4 de julio, “sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales”.

⁶¹⁴ Dicha mención está referida al R.D. Legislativo 3/2004, de 5 de marzo por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del IRPF.

⁶¹⁵ Dicha mención está referida al R.D. Legislativo 5/2004, de 5 de marzo por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de los no Residentes.

⁶¹⁶ Se completa el tratamiento relativo a las operaciones societarias con lo dispuesto en la D.A. 38.a de la Ley 62/2003 de 30 de diciembre, de acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado del año 2004, que incorpora una disposición en el régimen de referencia de las PPR, que establece la exención de la modalidad de las

El régimen fiscal se aplica tanto a las PPR como a otros instrumentos de deuda emitidos por una sociedad residente en España o en un territorio de la UE que no tenga la condición de paraíso fiscal y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad directa o indirectamente a entidades cotizadas que no sean de crédito.

El régimen tributario resultante de la Ley 19/2003 se aplica también a las PPR y otros instrumentos de deuda que se hubieran emitido con anterioridad a la aprobación de la Ley por cualquier entidad residente o no, de acuerdo con lo dispuesto en la D.T. 2ª de la Ley 19/2003; siempre y cuando la actividad exclusiva de la entidad sea la emisión de PPR y/u otros instrumentos de deuda y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad directa o indirectamente a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable.

El régimen fiscal es completo porque tiene influencia sobre cinco impuestos. El primero de ellos es el Impuesto sobre Sociedades. Por lo que respecta a la entidad emisora, la remuneración a pagar a los titulares de las PPR u otros instrumentos de deuda será considerada gasto deducible. Idéntica consideración tendrán las comisiones abonadas por la garantía concedida por la entidad depositaria, siempre y cuando se respete el principio de valoración en condiciones de mercado. Por su parte, se integrarán en la base imponible de la sociedad emisora las rentas que obtenga del depósito efectuado con los fondos obtenidos con la emisión de deuda. Es previsible que el beneficio imputable a dicha entidad no sea muy significativo, en cuanto que generalmente habrá sido creado como un mero vehículo de obtención y canalización de fondos en favor de otras vinculadas con ella. Al optar el legislador por ventajas fiscales distintas de la fijación de un tipo reducido en el Impuesto de Sociedades⁶¹⁷, se evita la existencia de eventuales problemas ante las autoridades comunitarias⁶¹⁸ a la vez que se respetan los compromisos adquiridos por España ante el resto de estados miembros en el ámbito del Código de Conducta sobre la tributación del beneficio empresarial.

En segundo lugar, tiene influencia sobre el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). Las rentas derivadas de la titularidad de estos instrumentos de deuda por personas físicas residentes en España estarán sujetas a retención y se integrarán en la base imponible del IRPF como rendimientos derivados de la cesión a terceros de capitales propios.

También tiene influencia sobre el Impuesto sobre la Renta de No Residentes. Las rentas que obtengan los sujetos pasivos que carezcan de establecimiento permanente en España, y siempre que no se perciban a través de los territorios calificados como paraíso fiscal por la normativa española, estarán sujetas pero exentas del mismo, en los términos previstos para la percepción por aquéllos de rendimientos procedentes de la titularidad de la Deuda Pública. Además, si la entidad emisora es no residente, los rendimientos derivados del depósito efectuado con una sociedad residente o, en determinadas condiciones, con un establecimiento permanente ubicado en territorio español estarán nuevamente exentos de retención, en los términos previstos para los rendimientos de las cuentas de no residente.

Respecto al Impuesto sobre el patrimonio, las personas físicas residentes quedarán sujetas a este impuesto por la titularidad de dichos valores, siendo su base imponible el valor de negociación medio en el cuarto trimestre de cada año⁶¹⁹. Por su parte, las personas físicas no residentes estarán exentas de este impuesto⁶²⁰.

operaciones societarias del ITP y AJD para los traslados a España de la sede de la dirección efectiva o del domicilio social de sociedades cuya actividad y objeto social exclusivo consistan en la emisión de PPR y/u otros instrumentos financieros y que estuvieran constituidas antes de 6 de julio de 2003, fecha de entrada en vigor de la Ley 19/2003.

⁶¹⁷ Durante el proceso parlamentario llegó a barajarse la posibilidad de introducir ventajas fiscales distintas de la fijación de un tipo reducido en el Impuesto de Sociedades.

⁶¹⁸ Las autoridades comunitarias podrían haber interpretado dicha medida como una ayuda estatal encubierta.

⁶¹⁹ De acuerdo con la relación que publique el Ministerio de Economía y Hacienda (www.meh.es).

⁶²⁰ A tenor de lo dispuesto en el art. 4º.siete de la Ley del Impuesto sobre el Patrimonio en relación con lo establecido en el art. 14 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes.

La Ley 19/2003 también tiene influencia sobre el ITPyAJD. Si la entidad emisora es española (o si la emisión se efectúa por medio de una sucursal radicada en España), las operaciones derivadas de la emisión de las PPR estarán exentas de gravamen por la modalidad de Operaciones Societarias⁶²¹.

La Ley 19/2003 impone la obligación, a las entidades dominantes, de informar a la Administración Tributaria y, en su caso, a las instituciones encargadas de la supervisión financiera, acerca de la actividad desarrollada por las entidades emisoras y de la identidad de los titulares de los valores. En el caso de que las entidades dominantes o cotizadas no residan en España, las obligaciones de información que la Ley les impone son atribuidas por el R.D. 1778/2004 a los intermediarios financieros que participen en la suscripción, comercialización, depósito, canje, conversión, cancelación y reembolso de estos valores, en lugar de a sus propias filiales emisoras. La información a facilitar consistirá en la identidad de los sujetos intervinientes en la operación, su domicilio, NIF, la identificación de los valores, el importe y la fecha de su emisión. Por lo que se refiere a las emisiones efectuadas por entidades de crédito o cotizadas residentes en España por medio de filiales establecidas en otros Estados de la UE, el R.D. 1778/2004 atribuye las obligaciones de información a aquéllas, quienes deberán velar por que sus filiales emisoras no residentes cumplan una serie de requisitos documentales exclusivamente a efectos de la normativa tributaria española.

Por último, la Ley 19/2003 regula el régimen fiscal transitorio aplicable a las PPR anteriores a su entrada en vigor (6 de julio de 2003). A tenor de la D.T. segunda de esta Ley, las emisiones de PPR y de deuda realizadas antes de su entrada en vigor podrán beneficiarse del nuevo régimen tributario, cualquiera que sea la residencia fiscal de la entidad emisora, a condición de que cumplan dos condiciones: que su actividad exclusivamente consista en la emisión de PPR y/u otros instrumentos financieros y, que sus derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito o a sociedades cotizadas.

2.5.5. Evaluación de la consecución de las finalidades

La Ley 19/2003 tiene cuatro objetivos:

- ❑ Establecer unos requisitos claros para el reconocimiento de la legitimidad, con arreglo al Derecho español, de la emisión indirecta de PPR a través de filiales extranjeras.
- ❑ Regularizar la situación fiscal de las emisiones de PPR realizadas antes de esta Ley.
- ❑ Estimular la localización en España de las SPV emisoras de próximas PPR.
- ❑ Estimular el retorno de las sociedades instrumentales emitidas en el extranjero, mediante su traslado de domicilio a España.

La Ley 19/2003 regula dos tipos de instrumentos financieros: las PPR y las "otras preferentes". De la misma forma contempla, tanto la emisión directa, como indirecta de PPR⁶²². En cuanto al emisor, la Ley regula tanto la emisión por entidad sujeta a legislación española, como por sociedad extranjera residente en el territorio de la UE que no tenga la condición de territorio de baja tributación.

Toda regulación de híbrido financiero debe definir el encuadre normativo del título. Para las PPR es necesario definir cuatro perspectivas. Desde la perspectiva jurídica sustantiva del Derecho de sociedades, es necesario conocer si están sujetos a la normativa que rige el capital social, a la prevista para la emisión de obligaciones, o a una diferente. Además, debe resolverse si debe incorporarse al patrimonio neto a efectos sustantivos (a efectos de aplicación de

⁶²¹ Asimismo, la Ley de Acompañamiento para el año 2004 (Ley 62/2003 de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social) introdujo una nueva exención en la modalidad de operaciones societarias, en relación con el traslado a España de la sede de la dirección efectiva o domicilio social de sociedades cuyo objeto social exclusivo consista en la emisión de PPR u otros instrumentos financieros, y hubiesen sido constituidas antes de la entrada en vigor de la Ley 19/2003.

⁶²² Siendo esto cierto, regula como modelo de referencia la emisión indirecta por sociedad dominante de un grupo a través de una sociedad vehículo.

resultados, reducción forzosa de capital y disolución por pérdidas). Desde la perspectiva de la normativa de control de la solvencia de las entidades financieras, los problemas de calificación del instrumento se basan en la incorporación del mismo dentro de las diversas categorías de recursos propios. Fundamentalmente, es necesario conocer si cada uno de las PPR cumple los requisitos para su computo dentro del capital básico o *Tier one*. Desde la perspectiva contable, hay que saber si deben registrarse en el pasivo exigible del balance, en el neto, o como una partida intermedia entre pasivo y neto. Desde la perspectiva fiscal, interesa conocer si su remuneración tiene la consideración de gasto deducible (como ocurre con los intereses de préstamos) para la entidad emisora en el impuesto de sociedades⁶²³.

Desde el punto de vista sustantivo mercantil, la Ley 19/2003 elude considerar a las PPR como un valor mobiliario, conceptualizándolos como instrumento financiero. El término instrumento financiero, categoría distinta de los valores negociables⁶²⁴, fue definido en nuestra legislación en la LRLMV, y es concordante tanto con la legislación mercantil italiana⁶²⁵, como con la categoría contable establecida en la IAS 32⁶²⁶ e IAS 39⁶²⁷. A la luz de su normativa, las PPR no son acciones (ni PS), ni acciones (ni PS) privilegiadas, ni acciones (ni PS) sin voto, ni acciones rescatables. Esta opinión⁶²⁸ parece acertada ya que la Ley, al referirse a las PPR, nunca habla de acciones sino de participaciones, ni de accionistas sino de titulares, y por último, nunca menciona a su remuneración como dividendo sino como remuneración predeterminada del instrumento financiero. Además, la Ley permite su cotización en "mercados secundarios organizados", y no requiere que sea en "la Bolsa" como ocurría con las acciones de la sociedad cotizada. Por lo tanto, podemos afirmar que la legislación española no considera acciones a las PPR. Al no ser consideradas como acciones (ni PS), jurídicamente son, no cabe otra alternativa, deuda. Pero estas deudas no deben cumplir, no hay razón para ello, el régimen de las obligaciones establecidas en el TRLSC, ya que las PPR pueden conferir a sus titulares derechos políticos, mientras que la legislación española sólo confiere a los obligacionistas los derechos de participación y voto en las reuniones del sindicato. Pero entonces, si las PPR no son acciones ni obligaciones, debemos especificar cuál es su naturaleza. Las posibilidades son dos: una emisión de deuda más o un nuevo híbrido financiero entre acciones y obligaciones. Lo más adecuado es considerar que las PPR son una figura financiera híbrida entre acciones y obligaciones⁶²⁹.

En el orden administrativo, la legislación ha incluido dentro de *Tier one*, a los híbridos de capital emitidos a través de filiales en paraísos fiscales por las entidades de crédito españolas.

La Ley 19/2003 no intenta resolver la calificación contable de las PPR⁶³⁰. Ello supone que es la gran asignatura pendiente de la Ley⁶³¹.

⁶²³ Nuestra investigación diferencia las dimensiones contable y fiscal. Este es el camino correcto, aunque no todos los organismos contables lo realizan. Para AECA, las PPR son un instrumento parecido a una deuda, si bien el hecho de que se señale *ad hoc* la deducibilidad de los intereses devengados en el impuesto sobre sociedades, al ser un aspecto general de todos los préstamos produce dudas sobre si el legislador lo está configurando como un fondo propio con remuneración deducible en el impuesto de sociedades. Vid. AECA: Calificación contable de instrumentos financieros: Distinción pasivo patrimonio neto, ..., *op. cit.*, 2008, p. 41.

⁶²⁴ A pesar de su diferenciación, el art. 2 de la LMV establece que a los instrumentos financieros se les aplicarán las reglas previstas para los valores negociables.

⁶²⁵ El Dlg 24-2-2003 permite a la SA recurrir a una tipología amplia de instrumentos financieros, ya no restringidos al binomio acciones-obligaciones, sino extendida a una amplia gama de instrumentos, calificados como instrumentos financieros.

⁶²⁶ Vid. IASB: IAS nº 32, *Financial instruments: Disclosures and presentation*, June, London, 1995.

⁶²⁷ Vid. IASB: IAS nº 39: *Financial Instruments: Recognition and measurement*, December, London, 1998.

⁶²⁸ La doctrina más experta comparte esta opinión. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO: *Las participaciones ...*, *op. cit.*, p. 76.

⁶²⁹ Este razonamiento está apoyado en FERNÁNDEZ DEL POZO, quien defiende la existencia de híbridos financieros autónomos, y como ejemplo pone la regulación española de PPR a la que se les concede "... un marco regulatorio específico" Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *Las participaciones ...*, *op. cit.*, p. 81. Así lo ha entendido el Derecho italiano, sobre el que el legislador español se ha guiado para definir la regulación sobre las PPR.

⁶³⁰ Desde nuestro punto de vista, no son clases de acciones, pero con toda seguridad, no formarían parte del capital social, por no ser acciones ordinarias. Esta afirmación que es incontestable, no está clara en la prensa

Sí pretende definir, por el contrario, el tratamiento fiscal de la figura, proporcionando un cauce adecuado para hacer atractiva la domiciliación en España de las emisiones de PPR por grupos extranjeros, procurando paliar el fenómeno de la deslocalización fiscal. Esto se intenta conseguir por medio del establecimiento de cuatro medidas:

1. Los pagos efectuados por la sociedad emisora a los titulares de las PPR serán gastos deducibles en el impuesto de sociedades de la sociedad emisora.
2. El pago de las remuneraciones a los titulares de los valores podrá efectuarse libre de cualquier retención.
3. Las rentas derivadas de las PPR obtenidas por inversores sujetos pasivos de dicho impuesto que no actúen en España mediante establecimiento permanente, estarán exentas de tributación en el impuesto sobre la renta de los no residentes, en las mismas condiciones establecidas para los rendimientos derivados de la deuda pública.
4. Las operaciones derivadas de la emisión de PPR estarán exentas de la modalidad de operaciones societarias del ITPyAJD.

Estas ventajas fiscales son muy similares a las que tenían las emisoras e inversores en ausencia de norma, por lo que se puede afirmar que el legislador intenta atraer a la Hacienda Pública española las emisiones por medio de la concesión de asimilables ventajas fiscales. Con las tres primeras medidas se pretende atraer a la legislación española las futuras emisiones de PPR; con la cuarta medida, junto a las anteriores, se intenta provocar el cambio de domicilio social, hacía una localidad española, de las empresas que ya tenían PPR emitidas. Por tanto, la Ley 19/2003 intenta, por un lado, atraer las inversiones futuras, sean de empresas españolas y extranjeras⁶³², y por el otro, domiciliar en España las empresas vehículo que ya tienen emitidas previamente PPR⁶³³.

económica: “Las participaciones preferentes son para el emisor, un valor representativo de su capital social desde el punto de vista contable”. Vid. FERNÁNDEZ, D.: “El jaleo de las preferentes”, *Dinero & inversiones, op. cit.*

⁶³¹ La naturaleza económica de las PPR es compleja. Son valores negociables de naturaleza híbrida que, por un lado, presentan características de renta variable (no obstante, no conceden a sus titulares, salvo en circunstancias excepcionales, derechos políticos, ni tampoco derechos de suscripción preferente) y, por otro, tienen notas distintivas de renta fija, como es una remuneración predeterminada. Desde el punto de vista contable, no existen dudas. La remuneración final de las PPR emitidas de forma indirecta dependerá de que la entidad o grupo español garante del producto obtenga beneficios distribuibles. Por lo tanto, siempre será pasivo exigible (pasivo financiero). De esta forma, las PPR se clasificaban bajo el PGC 1990 de acuerdo a su forma legal, como patrimonio de la sociedad emisora y sus costes se capitalizaban y amortizaban a lo largo de su vida del contrato; bajo las NIIF, el PGC-PYMES y el PGC 2007 se deben clasificar siempre como deuda. La problemática sobre el tratamiento contable de la figura y una propuesta de solución será detallada en el último capítulo de esta investigación.

⁶³² En 2004, Banco Popular, Bankinter, BBVA, Caixa Galicia, Caja Rioja y SCH, crearon filiales para la emisión de PPR desde España.

⁶³³ El éxito de la segunda medida se está produciendo muy lentamente. En enero de 2005 se produjo el traslado de la sociedad instrumental “Caixa de Terrasa preference Ltd.” desde las Islas Caimán a España. En 2009, Caja Castilla-La Mancha (CCM) trasladó la sede de su sociedad de PPR desde las Islas Caimán a España. De esta forma, la sociedad antes denominada ‘CCM Preference Limited’ adquiere la nacionalidad española, aunque mantiene su personalidad jurídica. Desde ese momento, ‘CCM Preferentes’ quedó inscrita en el Registro Mercantil de Cuenca y adaptó su estatuto jurídico al Derecho español vigente, al TRLSA y a la Ley sobre régimen jurídico de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. Estos cambios no implicaron una nueva emisión de los valores de las PPR, sino que quedaron sujetos a la legislación española por lo que, desde ese momento debieron cumplir con los coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información a los ciudadanos. En 2010, Caja Mediterráneo (CAM) ha liquidado CAM International Limited, la última de las sociedades que mantenía en el paraíso fiscal de las Islas Caimán con el objetivo de captar fondos de inversores extranjeros, según recoge el último informe semestral remitido por la caja a la CNMV. De esta forma, la entidad pone fin a 12 años de presencia en la colonia británica con los que contribuyó a financiar la expansión de la CAM por todo el territorio nacional. De hecho, la caja alicantina llegó a tener hasta tres sociedades distintas operando en las islas, la citada CAM Internacional, CAM Capital y CAM Global Finance. También en 2010, la entidad financiera Bancaja Eurocapital Finance S.A ha trasladado su sede social desde las Islas Caimán a España tras realizar la correspondiente inscripción en el Registro Mercantil de Castellón.

2.6. REGLAMENTO SOBRE OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN

El R.D. 1778/2004, de 30 de julio (BOE 07-08-2004), estableció las obligaciones de información respecto de la emisión de PPR y otros instrumentos de deuda, así como respecto de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la UE⁶³⁴.

El R.D. 1778/2004⁶³⁵ dio un paso muy importante para intentar mejorar la gestión tributaria y la transparencia de determinadas operaciones financieras. Con la publicación de las reglas para el suministro de información en el ámbito de las PPR y otros instrumentos de deuda se ha finalizado un proceso que había comenzado con la localización de filiales, normalmente de entidades financieras, en paraísos fiscales, con vistas a obtener financiación para las actividades ordinarias de las empresas matrices. El proceso normativo formado por el R.D. 1778/2004 y la Ley 19/2003 intenta terminar con una situación que no era razonable jurídicamente⁶³⁶, como era la financiación a través de la localización de entidades en paraísos fiscales; ante los riesgos que comportaba esa situación, se procedió a crear las condiciones financieras y tributarias para que las entidades que estaban constituyendo estos vehículos en los mencionados territorios los constituyeran en España o en cualquier país de la UE, siempre y cuando no tuviera la condición de paraíso fiscal, todo ello y en contrapartida estableciendo un exigente sistema de información de manera que la Administración tributaria pudiera contar con la identidad de los inversores.

El R.D. 1778/2004 intenta enmarcar, tanto las obligaciones de información que se derivan de la emisión de PPR y otros instrumentos de deuda, como las obligaciones que se derivan de la aprobación de la Directiva 29003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses (Directiva del ahorro)⁶³⁷.

El texto abarca dos materias bien diferenciadas en el ámbito de las obligaciones de información. En primer lugar, con la modificación del R.D. 2281/1998, se pretende cumplir con el mandato contenido en la Directiva del ahorro para incorporar al ordenamiento jurídico español las disposiciones relativas a determinadas obligaciones en materia de suministro de información a la Administración tributaria. En segundo lugar, se incorpora un Capítulo V al R.D. 2281/1998, donde se precisan las obligaciones de información que deberán cumplir determinadas entidades respecto de la emisión de PPR y otros instrumentos de deuda, de conformidad con lo dispuesto en los apartados 3 y 6 de la D.A. segunda de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, conforme a la redacción dada por la Ley 19/2003⁶³⁸.

⁶³⁴ Para ello se modificó el R.D. 2281/1998, de 23 de octubre, por el que se desarrollaban las disposiciones aplicables a determinadas obligaciones de información a la Administración tributaria y además modificó el Reglamento de planes y fondos de pensiones aprobado por R.D. 1307/1981, de 30 de septiembre. Igualmente modificó el R.D. 2027/1995, de 22 de diciembre por el que se regulaba la declaración anual de operaciones a terceros.

⁶³⁵ El R.D. 1778/2004 incorpora un capítulo V al Reglamento de obligaciones de información, que está conformado por dos arts. El art. 11. "Obligaciones de información" y el art. 12 "Obligación de información de la entidad dominante y de la entidad titular de los derechos de crédito".

⁶³⁶ CHAMORRO apunta al "carácter ético", además del carácter razonable, como una de las motivaciones para que vengan las emisiones de PPR a España. Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima ...*, op. cit., 2007, 146. Evidentemente, las empresas no tomaran sus decisiones en función de los condicionantes éticos, sino que únicamente atenderán a criterios económicos. El legislador es el que debe establecer una normativa que condicione, con sus consecuencias económicas, que las decisiones de las empresas sean éticas.

⁶³⁷ A partir del 1-7-2005, las entidades obligadas a la captación de la información deben tener sistemas adecuados para captar dicha información y poder así suministrarla ulteriormente a las Administraciones tributarias de cada uno de los Estados. Así, la UE cuenta con un sistema de información eficiente, de forma que la libre circulación de capitales no constituya un hándicap para la gestión tributaria de las diferentes administraciones tributarias.

⁶³⁸ En relación con esto último, el Consejo de Economía y Finanzas (ECOFIN), en la sesión del 3 de junio de 2003 aprobó el denominado "paquete fiscal" que se compone de la Directiva 2003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses, y la Directiva 2003/49/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a un régimen fiscal común aplicable a los pagos de intereses y cánones efectuados entre sociedades asociadas de diferentes Estados miembros, y el Código de Conducta.

De acuerdo con lo señalado en su art. 20, los destinatarios de la Directiva del ahorro son los Estados miembros de la UE⁶³⁹. El sistema establecido por la Directiva consistió en permitir que los rendimientos del ahorro en forma de intereses pagados en un Estado miembro a personas físicas residentes fiscales en otro Estado miembro puedan estar sujetos a imposición efectiva, de conformidad con la legislación de este último Estado. Para ello la Directiva optó por establecer un mecanismo de intercambio de información automático entre las Administraciones tributarias de los Estados miembros.

La transición de la Directiva al ordenamiento se completó con lo dispuesto en la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas de acompañamiento a la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2004 con el objeto de que las rentas obtenidas por residentes en España procedentes de estados que apliquen transitoriamente el mecanismo de retención a cuenta puedan ser objeto de compensación en la declaración-liquidación del IRPF que presente el contribuyente.

2.7. REGULACIÓN BANCARIA DE LOS FONDOS PROPIOS

La gran mayoría de las empresas que emiten PPR son intermediarios financieros. A estas sociedades les influye, tanto la regulación general del mercado financiero, como la específica aplicable a su sector. Este apartado se centra en una parte de la regulación de la actividad bancaria, la definición de los recursos propios mínimos, y en concreto, la referida a la definición de recursos propios.

La actividad de los intermediarios financieros requiere la diversificación de productos financieros con riesgo de diferente calidad. Esto ha obligado a las diferentes autoridades supervisoras a establecer criterios que permitan calificar los híbridos financieros dentro de los diversos niveles (*Tier*) del capital regulatorio.

El Comité de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision*), ha tomado tres acuerdos. El acuerdo de Basilea I, tomado en 1988⁶⁴⁰ ha sido reformado en cuatro ocasiones: 1991, 1994, 1995 y 1998⁶⁴¹. El elemento fundamental es la definición de los recursos propios admisibles como tales por la regulación bancaria. El acuerdo de Basilea II, emitido en 2004⁶⁴², tiene como aspecto fundamental el establecimiento de la fórmula que permita calcular el volumen de los recursos propios, y que depende de los riesgos asumidos por la entidad (del volumen y naturaleza de la actividad)⁶⁴³. El acuerdo de Basilea III⁶⁴⁴, tomado en 2010, trata de cubrir las lagunas de la anterior regulación por medio de tres vías: más uniformidad en la

⁶³⁹ La Decisión del Consejo de 19 de julio de 2004 relativa a la fecha de aplicación de la Directiva del ahorro (DOUE de 4 de agosto) retrasó la aplicación efectiva de la norma comunitaria, con todas sus consecuencias, hasta el 1 de julio de 2005.

⁶⁴⁰ El denominado Acuerdo de Basilea I fue tomado en julio de 1988, con el título oficial de *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Vid. COMITÉ DE BASILEA: *Monetary & financial stability*, *Basel Committee on Banking Supervision*, www.bis.org.

⁶⁴¹ El Comité de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision*) fue creado con el patrocinio del *Bank of International Settlements* (BIS), que es una institución con vocación de armonización internacional de las prácticas de supervisión bancaria. Este Comité carece de potestad normativa directa, pero sus acuerdos gozan de una extraordinaria influencia gracias a su enorme prestigio.

⁶⁴² El 26 junio de 2004 se publicaron las recomendaciones de Basilea II. El uno de enero de 2006, las entidades bancarias comienzan a calcular en paralelo los ratios exigidos por Basilea I y II. El uno de enero de 2007 entró en vigor la normativa europea para el método estándar, mientras que el uno de enero de 2008 entró en vigor la normativa europea para el método avanzado.

⁶⁴³ Basilea II establece, por tanto, un cómputo de los recursos propios que sea sensible al riesgo efectivamente asumido por las entidades.

⁶⁴⁴ Las medidas de Basilea III entrarán en vigor progresivamente a partir del 1 enero de 2013 para su aplicación en 2015 y su instalación definitiva en 2019.

definición de los niveles mínimos de *core capital*, exigencia de más recursos propios y, sobre todo, de mayor calidad⁶⁴⁵.

Una de las regulaciones a las que se somete la actividad bancaria es la de exigir a este tipo de entidades unos capitales operativos mínimos, mayores cuanto mayores sean los riesgos asumidos (principalmente, los créditos concedidos).

El factor a tener en cuenta para regular los fondos propios es que las empresas bancarias financian su negocio (sus créditos) con pasivos ajenos (con depósitos). Dado que muchos créditos se conceden por periodos largos y que la mayoría de los depósitos se pueden retirar de inmediato, el negocio bancario depende del nivel de confianza. El fundamento de la regulación de los recursos propios mínimos es garantizar que la empresa bancaria tenga asegurada su continuidad⁶⁴⁶.

El elemento fundamental de los recursos propios de los intermediarios financieros es la observación de que el concepto de capital regulatorio no coincide con el mercantil de acciones y reservas. Así, mientras esté vigente Basilea II, el capital regulatorio incluye cierto tipo de deudas (la perpetua y la subordinada), como elementos constitutivos del capital a efectos regulatorios. En sentido contrario, se restan dos elementos: fondo de comercio y participaciones en empresas financieras que no consoliden.

A efectos de garantía, no todo el capital regulatorio tiene el mismo valor. Mientras un tipo de capital regulatorio permite no sólo absorber pérdidas inesperadas sino también la continuidad del negocio bancario, otros de sus componentes permiten la absorción de pérdidas (evitando así el daño a esos acreedores, que son los depositantes) pero no garantizan la continuidad del negocio bancario. Entre los primeros, *Tier 1*, se encuentran las acciones ordinarias, las PPR perpetuas no acumulativas⁶⁴⁷ y las reservas⁶⁴⁸. Entre los segundos, *Tier 2*, se encuentran las reservas ocultas, las reservas de revalorización, las provisiones genéricas, las PPR salvo las perpetuas no acumulativas, el resto de instrumentos híbridos, la deuda perpetua y la deuda subordinada.

La regulación es consciente de la diferente naturaleza de cada uno de esos elementos, y por ello establece unos límites diferentes para cada uno ellos.

Los elementos constituyentes del capital regulatorio son los siguientes:

- a) Las acciones ordinarias con voto y las reservas son el elemento básico del capital.
- b) Las reservas ocultas son reservas conocidas por el supervisor, si bien no públicas⁶⁴⁹.
- c) Las reservas de revalorización son reservas latentes en determinados activos financieros⁶⁵⁰.

⁶⁴⁵ Siguiendo Basilea III, el nivel mínimo de la ratio capital principal se sitúa en el 8%, siendo el 10% para las entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros por al menos un 20%, y que además presenten una ratio de financiación mayorista superior al 20%. *Vid.* Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero.

⁶⁴⁶ Se debe garantizar su continuidad no sólo en los malos momentos sino incluso en los atípicamente malos (el capital debe cubrir las pérdidas inesperadas).

⁶⁴⁷ Son no acumulativas las que están configuradas de forma que si no hay dividendos en un ejercicio, se pierde la remuneración pactada.

⁶⁴⁸ Todas las reservas, salvo las ocultas y las de revalorización.

⁶⁴⁹ Sobre ellas "hay una gran heterogeneidad internacional", existiendo países como España que no las reconocen. *Vid.* ROLDÁN J.M.: "Las participaciones preferentes como recursos propios computables", *Jornada "Recursos propios de las cajas de ahorros: participaciones preferentes en España"*, Escuela de Finanzas Aplicadas, 29/4/2003, p. 3.

⁶⁵⁰ Están valorados a precios históricos, muy por debajo del valor de mercado. Su cómputo a efectos de recursos propios lleva asociado un descuento (*haircut*) del 55% de la diferencia entre el coste histórico y el precio de mercado. También en ellas "... hay gran heterogeneidad internacional", y España, de nuevo, no las reconoce. *Vid.* ROLDÁN J.M.: "Las participaciones preferentes ...", *op. cit.*, p. 3.

d) Las provisiones genéricas son provisiones contabilizadas contra la posibilidad de pérdidas no identificadas en el balance (eso es, no asociados a activos impagados o dañados)⁶⁵¹.

e) Los instrumentos híbridos están compuestos por mezcla de renta fija y renta variable, con características de acciones y de deuda, como las PPR. Los dos aspectos claves de este tipo de instrumentos a efectos de capital regulatorio son su capacidad de absorber pérdidas sin dar lugar a liquidaciones y suspensiones de pago, y el diferimiento de la remuneración en el caso en que no haya beneficios distribuibles en la entidad emisora o en su grupo consolidado.

f) Las PPR no conceden derecho a voto, tienen carácter perpetuo, son rescatables y conceden a sus titulares un dividendo fijo cuyo pago se suspende en caso de ausencia de beneficios en la entidad o en el grupo consolidado. Si ese dividendo se acumula y paga en el futuro, serán acumulativas, algo positivo para el inversor pero que perjudica sus propiedades de reforzamiento de la solvencia de la entidad bancaria. Habitualmente tienen una opción de rescate por parte del emisor transcurrido un plazo de tiempo (cinco años normalmente)⁶⁵².

g) La deuda subordinada es pasivo con vencimiento superior a cinco años, que absorbe pérdidas, sólo en caso de liquidación, por delante del resto de acreedores. Por los problemas desde el punto de vista del capital regulatorio, se acepta pero con criterios muy restrictivos⁶⁵³.

h) La deuda perpetua subordinada es deuda sin vencimiento ni devolución del principal. Desde el punto de vista regulatorio, su permanencia en el balance aumenta la solidez del mismo, en la medida en que se evita el riesgo de renegociación en circunstancias difíciles.

Junto a estos elementos, hay que tener en cuenta las deducciones del capital. Del capital regulatorio se restan, por prudencia, el fondo de comercio y las participaciones en empresas financieras que no consolidan. En el primer caso, por tratarse de un activo de valor incierto; en el segundo caso para evitar que un mismo capital pueda ser contabilizado dos veces a efectos de recursos propios.

No todos los componentes del capital regulatorio tienen el mismo valor para el supervisor; no es lo mismo una acción con voto ordinaria que un título de deuda subordinada. El valor regulatorio de los distintos componentes del capital depende de cuatro criterios:

- ❑ Permanencia. A mayor permanencia del instrumento de capital en el balance, mayor valor del instrumento de capital. El motivo es que la estabilidad del instrumento supone la permanencia del mismo para absorber pérdidas inesperadas en el futuro.
- ❑ Capacidad de absorción de pérdidas sin provocar liquidación o suspensión de pagos. Este criterio delimita dos clases de instrumentos de capital regulatorios: aquellos que facilitan la continuidad de la empresa bancaria, y aquellos que protegen la masa de acreedores bancarios (entre ellos, los depositantes) pero que no garantizan la continuidad del negocio.
- ❑ Prelación. Esta característica se refiere a la ordenación de los pagos en caso de pérdidas. Para que un instrumento tenga valor como capital regulatorio su prelación debe situarse por delante de los acreedores ordinarios.
- ❑ Suspensión o pérdidas del dividendo si no existen beneficios distribuibles. Con la suspensión del dividendo se evita pagar retribuciones con cargo a reservas, lo que debilitaría la solvencia del banco en un momento delicado. Si el dividendo no sólo se difiere sino que se pierde, se permite el fortalecimiento de la entidad, lo cual tiene mayor valor a efectos regulatorios.

Estos criterios permiten definir dos categorías distintas de capital, *Tier 1* y *Tier 2*, así como diversos límites. Los dos componentes principales del *Tier 1* son las acciones (o PS) ordinarias con voto, las reservas y las PPR perpetuas no acumulativas con opción de rescate

⁶⁵¹ Se permite su cómputo en el capital con un límite del 1,25% de los activos ponderados. “Aquí la homogeneidad internacional es mayor”, por ejemplo, la normativa española no permite su cómputo dentro del capital. Vid. ROLDÁN J.M.: “Las participaciones preferentes ...”, *op. cit.*, p. 3.

⁶⁵² Si esa opción se asocia con un crecimiento de los dividendos fijos (*step up*), al título se le denomina instrumento innovativo.

⁶⁵³ De nuevo, aquí “la homogeneidad internacional es grande”. Vid. ROLDÁN: “Las participaciones preferentes ...”, *op. cit.*, p. 3.

sólo del emisor y previa aprobación del supervisor. Este es el constituyente básico del capital regulatorio, y al menos la mitad del capital regulatorio debe estar compuesto por instrumentos de *Tier 1*. Existen dos límites. El primero es que las PPR que, además de las características mencionadas, tengan un aumento de los tipos de interés asociados a la opción de amortización por parte del emisor deben ser incluidos en el *Tier 1*⁶⁵⁴. El segundo límite es que las acciones ordinarias con voto y las reservas deben ser el elemento “predominante” del *Tier 1* de un intermediario financiero⁶⁵⁵. Dentro del *Tier 2* se incluyen las reservas ocultas, las reservas de revalorización, las provisiones genéricas, los instrumentos híbridos que no son *Tier 1*, las deudas perpetuas y las deudas subordinadas con vencimiento superior a cinco años. También existen dos límites. El primero es que el total del capital en instrumentos de *Tier 2* no puede superar la cantidad de capital en instrumentos de *Tier 1*. El segundo límite es que el volumen de deuda subordinada no puede superar el 50% del *Tier 1*. A los instrumentos de capital distintos de la deuda subordinada y no sujetos al límite del 50% se les denomina UTT (*Upper Tier two*).

La definición del capital regulatorio no es estática, sino que está sometida a las variaciones entre la innovación financiera y la regulación. Es difícil predecir cuál será el futuro de la definición del capital regulatorio. Sí sabemos, no obstante, que hay una serie de criterios que serán determinantes para la aceptación de un instrumento financiero como capital regulatorio, así como los límites a los que se someterá: la existencia de incentivos al rescate anticipado, la amortización anticipada, la sujeción del pago del dividendo a la existencia de beneficios distribuibles y a la discrecionalidad de los accionistas, el tratamiento contable, la existencia de una historia corporativa previa (frente a instrumentos de innovación financiera por motivos regulatorios), las características mercantiles del instrumento, y, por supuesto, será necesario tener en cuenta el margen de discrecionalidad nacional⁶⁵⁶.

La razón de que los intermediarios financieros hayan emitido PPR, y no acciones preferentes, rescatables o sin voto legisladas en España, es que si las PPR cumplen una serie de condiciones (no acumulativas, con opción de rescate sólo del emisor y previa aprobación del supervisor), se computan como *Tier 1*, mientras que las otras serían calificadas como *Tier 2*⁶⁵⁷.

Todo esto cambiará con Basilea III⁶⁵⁸. Las PPR emitidas por los bancos, que actualmente forman parte del *Tier 1*, dejarán de estar integradas en él, por lo que no interesará a los intermediarios financieros mantenerlas. Para que las PPR puedan formar parte del *Tier 1*, se les exigirá que puedan absorber pérdidas, es decir, que las entidades de crédito pueda amortizarlas por menos del nominal si tiene problemas económicos, situación que no ocurre con ninguna emisión de las que actualmente circulan en el mercado. Así pues, lo lógico es pensar que las PPR emitidas en la actualidad serán amortizadas antes de 2023. Nadie obligará a los bancos y cajas a amortizar sus emisiones, pero una vez perdida su utilidad para incrementar su nivel de solvencia del intermediario financiero, sólo queda el criterio económico. Económicamente puede que no les interese mantener vivas estas emisiones, en cuyo caso reorientarán sus inversiones hacia clases de acciones (o PS) o cualquier otro híbrido financiero⁶⁵⁹.

⁶⁵⁴ Debido a que el incremento aumenta el incentivo a la amortización anticipada (y daña la permanencia en el balance bancario) se establecen dos restricciones sobre el primer límite: en primer lugar, ese incremento de tipos ha de ser moderado, de no más de 100 puntos básicos (o del 50% del *spread* inicial, con respecto al mercado), limitándose así los incentivos a la amortización anticipada; en segundo lugar, este tipo de instrumentos, denominados innovativos, no podrán superar el 15% del total del *Tier 1*.

⁶⁵⁵ El término “predominante” es un tanto ambiguo, pero más adelante aclara que estos deben representar mucho más del 50% del *Tier 1*.

⁶⁵⁶ A este respecto, ROLDÁN destaca la prudencia con la que el Banco de España ha observado las nuevas regulaciones en materia de recursos propios. *Vid.* ROLDÁN: “Las participaciones preferentes ...”, *op. cit.*, p. 5.

⁶⁵⁷ Para observar la importancia de ello, hay que recordar que, al menos, la mitad del capital regulatorio debe estar compuesto por instrumentos *Tier 1*.

⁶⁵⁸ Las medidas de Basilea III entrarán totalmente en vigor en 2019.

⁶⁵⁹ Además, las PPR “son un producto con notable éxito en el mercado minorista, no obstante esta tendencia podría verse modificada o reconducida ante la eventual aplicación obligatoria, a la luz de la futura normativa, de ciertas pautas de conducta tales como la fijación de las condiciones financieras de la emisión de acuerdo con, al menos, dos valoraciones aportadas por entidades especializadas que actúen de forma independiente; la reserva de un

Dado que las PPR no cumplieron su papel de absorber pérdidas en la crisis financiera internacional, las normas de Basilea III decretaron su exclusión del cálculo de la solvencia de las entidades. Y establecieron un período transitorio de diez años entre 2013 y 2023, en que deberían ser eliminadas a razón de un 10% de su importe cada año. Éste fue el punto más negativo de las nuevas reglas para la banca española.

Las entidades financieras españolas previsiblemente van a tener un proceso más suave⁶⁶⁰, atenuando el tratamiento de las PPR establecido en las normas de Basilea III. Según el borrador de trasposición de estas normas a la Directiva de Requerimientos de Capital IV, la UE permitirá que las PPR sigan computando íntegramente como capital hasta 2021, año en que desaparecerán definitivamente del capital, en vez de reducirse gradualmente cada año. No obstante, el borrador puede sufrir variaciones hasta que se convierta en la directiva definitiva.

2.8. PROPUESTA DE CLASIFICACIÓN

Este apartado no analiza las acciones ni PS privilegiadas reguladas en el TRLSC, sino otro tipo de emisiones, que no fueron reguladas en la legislación española hasta la Ley 19/2003. Estos híbridos presentan una terminología diversa: "emisiones preferentes, participaciones preferentes o incluso acciones preferentes en el sistema angloamericano"⁶⁶¹.

La nomenclatura "participaciones preferentes" es la traducción al idioma castellano de los instrumentos financieros "*preference/preferred shares*"⁶⁶². La traducción omite intencionadamente el término acción, sin duda para alertar al inversor del riesgo de confusión con las acciones y PS. Sin embargo, las primeras PPR eran en origen verdaderas acciones (*preference/preferred shares*), aunque sujetas a la legislación de los países en que estaba domiciliada.

En la actualidad, las empresas españolas pueden seguir financiándose con híbridos emitidos por medio de sociedades domiciliadas en otros países, cuyo objeto exclusivo es la emisión de PPR, cumpliendo las leyes de esos países. Pero tras la entrada en vigor de la Ley 19/2003, existen otros híbridos distintos, denominados expresamente en la legislación española como "participaciones preferentes", emitidos por sociedades españolas y regulados por el Derecho español.

De esta forma coexisten tres tipos de PPR. En primer lugar, las participaciones preferentes, traducción al castellano del instrumento financiero "*preference/preferred shares*", reguladas por las Leyes de los países en que estén domiciliadas. La consideración jurídica internacional es claramente de acciones (*shares*)⁶⁶³. Nuestra investigación propone denominarlos "PPR emitidas de forma indirecta" o "PPR no reguladas por la Ley 19/2003". En segundo lugar, están las participaciones preferentes reguladas por la Ley 19/2003. Su calificación es contraria a la anterior porque en ningún lugar de la legislación son consideradas

porcentaje de la emisión, no inferior al 10%, para el mercado institucional, con el objeto de que las condiciones financieras sean determinadas por un mercado mayorista y profesional, o la elaboración de un informe que acredite que la emisión se realiza en condiciones de mercado". NAVARRO, F.; MUNUERA, J.: "Qué es...Participaciones preferentes", *Diario El país*, NEGOCIOS, 12 de febrero de 2006.

⁶⁶⁰ Sin duda, esta matización del borrador tiene su origen en que la banca española hizo una importante labor de lobby para salvar las PPR; no lo consiguió en Basilea, pero sí en Bruselas.

⁶⁶¹ Vid. SCHERK, W.: "Emisiones preferentes: a medio camino entre ...", *op.cit.*, 2003, p. 68.

⁶⁶² El origen de las emisiones realizadas por empresas españolas puede observarse en los propios Folletos informativos de esas entidades. Por ejemplo, el "Triptico Informativo completo" de "Caja Madrid Finance Preferred", emisión de participaciones preferentes garantizadas por Caja de Madrid indica: "Las participaciones preferentes están inspiradas en el Derecho inglés ("*preferred shares*")". Vid. CAJA DE MADRID: *Triptico Informativo completo de Caja Madrid Finance Preferred*, noviembre, Caja Madrid, 2004, p. 1.

⁶⁶³ Vid. Sentencia 1202/2001, de 23 de febrero de 2001, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Social. Madrid (Sección 1ª). Vid. Sentencia 207/2011, de 19 de enero de 2011, Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección 2ª).

acciones o PS. Las dos denominaciones propuestas en esta investigación son "PPR emitidas de forma directa" o "PPR reguladas por la Ley 19/2003". La tercera tipología son las "Otras preferentes", también legisladas en la Ley 19/2003. En ningún lugar de la legislación son consideradas acciones o PS. Esta investigación propone mantener la denominación "Otras preferentes".

Las PPR emitidas por empresas domiciliadas en otros países, cuya dominante es una empresa española, no reguladas por la Ley 19/2003 ("PPR emitidas de forma indirecta") deben cumplir lo establecido en la legislación del país en que esté domiciliada. En la emisión de "PPR emitidas de forma indirecta" intervienen dos sociedades: la sociedad emisora, que es una sociedad instrumental o vehículo, domiciliada en un país extranjero, y la sociedad garante de la emisión, domiciliada en España, que es dominante de la instrumental⁶⁶⁴. La emisión de "PPR emitidas de forma indirecta" tiene ventajas mercantiles para la sociedad garante ya que puede emitir acciones sin que sea necesario cumplir algunos requisitos societarios que hubiesen sido inexcusables si se hubiesen emitido directamente acciones. Los requisitos que no son cumplidos en el caso de realizar la emisión indirecta de PPR son dos: la aprobación de la operación por parte de la Junta General de Accionista (art. 297.1 TRLSC) y la exclusión del derecho preferente de suscripción a los accionistas (art. 506 TRLSC).

Por su parte, las PPR reguladas en la Ley 19/2003 ("PPR emitidas de forma directa") deben ser formalizadas en escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil, como es obligatorio para todas las emisiones de valores negociables agrupados en emisiones en España⁶⁶⁵. En la emisión de "PPR emitidas de forma directa" interviene una sociedad: la sociedad emisora, domiciliada en España.

Dentro del epígrafe "otras preferentes" se incluyen cuatro emisiones reguladas en la D.A. segunda de la Ley 19/2003 y que no pueden considerarse como PPR:

- ❑ Participaciones preferentes emitidas por entidades financieras sujetas a supervisión prudencial cuando no sean entidades de crédito
- ❑ Instrumentos financieros de deuda del número 5 de la D.A segunda de la Ley 19/2003 y emitidos por entidades financieras objeto de supervisión prudencial. Estas deudas pueden revestir la forma de obligaciones subordinadas, participativas y similares, pudiendo disfrutar de la calificación de *Tier two*.
- ❑ Participaciones preferentes e instrumentos de deuda del número 6 de la D.A. Segunda de la Ley 19/2003 emitidas por cotizadas.
- ❑ Otros instrumentos financieros participativos, distintos de los tres anteriores, pero con características financieras similares a las PPR.

2.9. PARTICIPACIONES PREFERENTES EMITIDAS DE FORMA INDIRECTA

A todas las emisiones de acciones y PS emitidas en España, es necesario añadir las emisiones de PPR realizadas por capital español en el extranjero.

Los intermediarios financieros españoles han mantenido una tendencia alcista a emitir PPR de forma indirecta en el extranjero⁶⁶⁶, sin duda provocado por las condiciones más ventajosas que ofrecen esos países respecto al nuestro⁶⁶⁷.

⁶⁶⁴ Respecto a la garantía que debe ofrecer la sociedad española en este caso, el apartado 1.b de la Ley 19/2003 establece que "las participaciones deberán contar con la garantía solidaria e irrevocable de la entidad de crédito dominante o de la entidad depositaria". Por entidad depositaria se entiende otra entidad distinta de la dominante y de su mismo grupo consolidable.

⁶⁶⁵ Cfr. art. 22.2 del C.Co. y art. 94.2 RRM.

⁶⁶⁶ Los bancos españoles mantenían "una tendencia alcista a emitir participaciones preferentes de forma indirecta en el extranjero". Vid. EL PAÍS: Negocios, 13 de diciembre de 1998.

⁶⁶⁷ Como ejemplo, se encuentran las emisiones realizadas por BBVA, BSCH, La Caixa, Bankinter, Bancaja, Banco Popular, Cajamurcia, Cajasur y Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla, analizadas en el estudio empírico.

Las entidades de crédito españolas han utilizado filiales constituidas según la legislación de un paraíso fiscal, que ejercen de emisores de las PPR. La entidad de crédito actúa como garante solidario e irrevocable de los compromisos asumidos por la sociedad emisora con los titulares de las PPR. La entidad de crédito matriz se compromete a mantener la totalidad de las acciones del emisor mientras que exista saldo vivo de las PPR en circulación. Por su parte, las PPR otorgan una serie de derechos económicos y políticos a sus titulares⁶⁶⁸.

2.9.1. Derechos de los inversores

La principal ventaja económica para los inversores es que les permite disfrutar de un dividendo preferente no acumulable. El dividendo será entregado con cargo a los recursos disponibles del emisor y, si no es posible, directamente por la entidad de crédito garante. El dividendo es pagadero periódicamente y puede ser fijo o variable⁶⁶⁹. La mayoría presenta un tipo de interés anual o trimestral aplicado sobre el nominal, en función de un índice de referencia⁶⁷⁰.

La percepción del dividendo está sujeta a dos limitaciones. La primera es generalizada para los dividendos preferentes de todo tipo de sociedades, ya que es necesario un beneficio distribuable en la entidad de crédito garante. La segunda limitación es derivada de la regulación particular del sector bancario español, acerca de las situaciones de déficit de recursos propios en las entidades de crédito; Si las entidades de crédito presentan un déficit de recursos propios

⁶⁶⁸ Las características de las PPR son analizadas con el estudio de una emisión concreta, la realizada por ENDESA. Esta emisión es relevante porque presenta el mayor saldo en circulación y porque es una de las pocas no realizadas por una empresa no financiera y no emitida en las Islas Caimán.

La emisión se denomina “ENDESA *Capital Finance*, LLC”, y como se observa en el Folleto informativo emitido en marzo 2003, es una emisión de PPR con la garantía de Endesa S.A. Las PPR tienen un valor nominal de 25 euros, igual que su precio, y su desembolso se produjo el 28 de marzo de 2003. La emisión tiene un tipo de interés mínimo del 4% y un tipo máximo del 7% durante los 10 primeros años. Los dividendos se pagarán por trimestres a partir del 28 de junio y estarán condicionados a la obtención de beneficio distribuable. El emisor podrá amortizar por anticipado las PPR, tanto parcial como totalmente, a partir del 28 de marzo de 2013.

La emisión, realizada por ENDESA *Capital Finance*, filial de ENDESA con sede en Delaware (EE.UU.), está dirigida a los inversores españoles y se negociará en el Mercado AIAF de Renta Fija. Las entidades directoras de la emisión son Caja Madrid y el Banco Santander Central Hispano, aunque en la colocación participan otras entidades.

La emisión de PPR se dirige a todo tipo de inversores en España. Las PPR objeto de la emisión no han sido ni serán registradas bajo la *United States Securities Act of 1933* (“*US Securities Act*”), ni aprobadas o desaprobadas por la SEC ni por ninguna otra autoridad de los EE.UU. Por tanto, las PPR no podrán ser ofrecidas, vendidas o transferidas en los EE.UU. ni a personas de los EE.UU. (“*U.S. Persons*” según se definen en la Regulation S de la *US Securities Act*), excepto que dichas ventas o transferencias satisfagan los requisitos establecidos bajo la Regulation S de la *Securities Act*, o que estén exentas de registro conforme a la mencionada legislación.

Las características de los valores aparecen en el Folleto completo “Endesa *Capital Finance*, LLC”: “El Folleto Completo tiene por objeto la Emisión por ENDESA *Capital Finance*, LLC (Emisor) de participaciones preferentes, con la garantía de ENDESA, S.A. (Garante)”. Vid. ENDESA: Estatutos sociales de “ENDESA *Capital Finance*, LLC”, Endesa, Madrid, 2003, p. 5.

El emisor, ENDESA *Capital Finance* LLC, fue constituido el 21 de febrero de 2003, según la Escritura de Constitución (*Certificate of Formation*), y de acuerdo con la *Delaware Limited Liability Company Act* de EE.UU. Esta empresa es filial al 100% de ENDESA, S.A. La titularidad del 100% de ENDESA *Capital Finance*, LLC se ostenta de forma indirecta mediante la titularidad por ENDESA, S.A. del 100% de las acciones de su filial *International ENDESA BV*, que es titular directamente del 100% del capital social con derecho a voto del emisor.

Las PPR cuentan con la garantía solidaria e irrevocable de ENDESA, S.A. Las obligaciones de ENDESA, S.A. derivadas de la garantía se hallan condicionadas, al igual que las obligaciones de pago del emisor por las PPR, a la obtención de un beneficio distribuable. No obstante, si el Garante paga dividendos a los titulares de acciones ordinarias u otros valores de rango inferior a las PPR, el Garante se vería obligado a pagar dividendos a los titulares de las PPR aunque no existiera beneficio distribuable.

⁶⁶⁹ En el año 2009, la rentabilidad “oscila entre el 6% y el 8,25%. Por ejemplo, Caja Madrid da un 7%; Santander el 7,5%; la Caixa un 6%; Caja Castilla La Mancha (entre el 7,25% y el 7,50%)”. Vid. GARCÍA VEGA, M.A.: “El riesgo de invertir en las ‘preferentes’, *op. cit.*, 18/06/2009.

⁶⁷⁰ “Aunque el inversor debe saber que sólo se abonan estas plusvalías, por término medio, los dos o tres primeros años, después se establece un tipo de euríbor más un diferencial, que varía según la entidades”. Vid. GARCÍA VEGA, M.A.: “El riesgo de invertir en las ‘preferentes’, *op. cit.*, 18/06/2009. Por ejemplo, la última emisión de preferentes de la Caixa, lanzada en mayo de 2009, fue realizada por un importe de 1.500 millones de euros (antes ya había puesto en el mercado otros 3.000 millones). La rentabilidad (TAE) era del 6% durante los dos primeros años y, a partir del 30 de junio de 2011, la retribución será del euríbor a tres meses más un diferencial del 3,5%.

superior al 20% del mínimo legalmente establecido (8%), deberán destinar la totalidad de sus beneficios a reservas conforme a la Ley 113/1992⁶⁷¹.

El segundo derecho de los titulares de las PPR es el derecho a percibir el precio de amortización. El emisor se reserva el derecho a amortizarlos a partir del quinto año. Cuando el emisor decida hacer uso de la facultad de rescate prevista en el folleto informativo, tendrá que abonar el precio de amortización, que incluye el valor de emisión, incrementado en una cantidad igual al dividendo devengado desde la última fecha de pago de dividendos hasta la amortización. Esto permite mantener un derecho de rescate a opción de la empresa condicionado al transcurso de un periodo corto de tiempo, con un precio bajo⁶⁷².

El último derecho económico es el derecho a percibir la cuota de liquidación en los casos de disolución y liquidación simultánea del emisor y su garante.

Respecto a los derechos mixtos, las PPR no poseen derecho preferente de suscripción sobre las emisiones futuras.

Los titulares no pueden ejercer sus derechos políticos, pues no tienen ni derecho de asistencia ni de voto en las juntas generales de accionistas, excepto en tres supuestos excepcionales: el impago íntegro de un número determinado de dividendos preferentes consecutivos, la modificación sobrevenida de los derechos otorgados por las PPR, en cuyo caso será necesario recabar el previo acuerdo favorable de sus titulares adoptado con mayoría reforzada, y por último, la disolución y liquidación del emisor, dentro de ciertas condiciones y límites⁶⁷³.

2.9.2. Incorporación a nuestra legislación y mercado

La observación del gran número de emisiones de PPR realizadas de forma indirecta por empresas españolas, permite afirmar que las entidades bancarias sí tienen voluntad de financiarse con instrumentos financieros privilegiados, pero les resultan más ventajosas las emisiones foráneas.

⁶⁷¹ Vid. Ley 113/1992 de Recursos Propios y Supervisión en Base Consolidada de las Entidades Financieras.

⁶⁷² Aunque no se consideren en el contrato de emisión como “rescatables”, pueden ser consideradas como tales, más aun cuando se observa su concordancia con la legislación española sobre las acciones rescatables, ya que es necesario que transcurra un plazo para poder ejercer el derecho de rescate a opción de la empresa.

⁶⁷³ El análisis de los derechos que poseen los titulares de unas PPR emitidas de forma indirecta son observados por el detalle de los que poseen los emitidas por ENDESA *Capital Finance*, LLC. En cuanto a su naturaleza jurídica, las PPR forman parte del capital social del emisor, pero otorgan a sus titulares unos derechos que difieren de los correspondientes a las acciones ordinarias.

Las PPR de ENDESA otorgan a sus titulares los siguientes derechos:

(i) Dividendos. Las PPR conceden a sus titulares el derecho a percibir un dividendo variable preferente y no acumulativo, pagadero por trimestres vencidos, cuya distribución está condicionada a la existencia de beneficio distribuable, aunque esta limitación no será aplicable si el garante paga dividendos a los titulares de acciones ordinarias u otros valores de rango inferior a las PPR. Si por razón de lo anterior no se pagaran en todo o en parte dividendos a los titulares de las PPR, el emisor no pagará dividendos a los titulares de sus acciones ordinarias.

(ii) Derechos políticos. Los titulares de PPR carecen de derechos políticos con excepción de tres supuestos: falta de pago íntegro de los dividendos durante cinco periodos de dividendo consecutivos, cualquier modificación o supresión de los derechos otorgados por las PPR y en acuerdos de liquidación o disolución del emisor.

(iii) Derecho de suscripción preferente. Las PPR no otorgan a sus titulares derecho de suscripción preferente respecto de eventuales emisiones futuras de *Preferred Capital Securities* o acciones ordinarias del emisor.

(iv) Carácter perpetuo. Las PPR tienen carácter perpetuo, es decir, no tienen vencimiento. Sin perjuicio de ello, el emisor está facultado para acordar la amortización total o parcial de las PPR a partir del 28 de marzo de 2013. Asimismo, con anterioridad a esa fecha, el emisor podrá amortizar totalmente la emisión, si concurre cualquiera de los supuestos (referidos a cambios en el régimen fiscal) establecidos en el apartado II.11.1.2 del Folleto Informativo.

(v) Prelación. En los supuestos de liquidación y disolución de *Endesa Capital Finance*, LLC, las PPR se situarán, a efectos del orden de prelación de créditos por delante de las acciones ordinarias del Emisor, *pari passu* con cualquier otra serie de *Preferred Capital Securities* del emisor, si las hubiere, con el mismo rango que las PPR y, por detrás de todos los acreedores (comunes y subordinados) del emisor.

La normativa internacional y comunitaria de control de solvencia de ciertas entidades (bancos, entidades de crédito, entidades de seguro y sociedades y agencias de valores) establece que la financiación subordinada sólo es computable dentro de los recursos de capital de peor calidad (*Tier two*) cuando, entre otras cosas, presente una cierta estabilidad. En nuestro Derecho, al igual en el comunitario, se fija en cinco años la duración mínima de la financiación subordinada computable⁶⁷⁴. Por este motivo, en las PPR realizadas por cotizadas españolas a través de filiales domiciliadas en paraísos fiscales, el emisor suele reservarse la facultad de rescatar sólo a partir de cinco años. De esta forma, la emisión computa como recurso propio para el cálculo de la ratio de solvencia, es decir, para la cobertura general de riesgos.

Las PPR emitidas por sociedades filiales domiciliadas en paraísos fiscales de las entidades cotizadas españolas tienen como característica el rescate a voluntad de la dominante. En estos casos, la sociedad emisora se limita a servir de cauce para emitir activos financieros garantizados con todo el patrimonio de la emisora.

Las PPR se negocian en el mercado de la Asociación de Intermediarios en Activos Financieros (AIAF), denominado "AIAF, Mercado de Renta Fija". La negociación de las PPR en el citado mercado "de renta fija" fue autorizada mediante acuerdo del Consejo de la CNMV de 21 de octubre de 1998, "ampliándose así el elenco de activos que podían ser admitidos y negociados en él: cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, obligaciones con o sin garantía real y subordinadas, bonos con o sin garantía real y subordinados, bonos matador, bonos de titulización, pagarés de empresa y warrants"⁶⁷⁵. Las PPR "combinan un riesgo intermedio entre renta fija y renta variable, con una rentabilidad superior a la de las obligaciones"⁶⁷⁶.

Las emisiones de PPR han sido efectuadas por filiales domiciliadas en el extranjero, con garantía solidaria e irrevocable de la matriz. Normalmente se trata de filiales constituidas en paraísos fiscales, al amparo de ordenamientos societarios de corte estadounidense con objeto de captar recursos en los mercados internacionales de capitales que puedan computarse, bajo determinadas condiciones, como fondos propios de dichas entidades de crédito⁶⁷⁷.

2.10. PARTICIPACIONES PREFERENTES EMITIDAS DE FORMA DIRECTA

2.10.1. Naturaleza económica

Las PPR son atractivas para el inversor, principalmente porque ofrecen altas rentabilidades. Por el contrario, presenta un riesgo mayor y una liquidez menor que otras alternativas de inversión-financiación que ofrece el mercado.

Las altas rentabilidades se derivan, en primer lugar, de las propias características de las PPR. Cobran sus intereses en último lugar, y por tanto tienen más riesgo que el resto de los instrumentos financieros. Esta es la causa principal por la que este tipo de emisiones

⁶⁷⁴ Cfr. art. 4.3 de la Directiva del Consejo de 17 de abril de 1989 relativa a los fondos propios de las entidades de crédito, art. 22 del R.D. 1343/1992, norma 8.a de la Circular del Banco de España 5/1993, y Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

⁶⁷⁵ Reglamento AIAF, art. 8.

⁶⁷⁶ CNMV: "Memoria año 1998", *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1999, p. 47.

⁶⁷⁷ Siguiendo con el ejemplo de ENDESA, el Folleto Informativo de la emisión de PPR utiliza los siguientes términos: (a) "participaciones preferentes", para hacer referencia a los valores objeto del Folleto. (b) "Preferred Capital Securities", para hacer referencia al conjunto integrado por las participaciones preferentes y por cualesquiera otras participaciones preferentes que, en su caso, pueda emitir el Emisor, y que estén garantizadas por ENDESA, S.A. en los mismos términos que las participaciones preferentes. (c) "Preferred capital securities", para hacer referencia al conjunto de preferred capital securities que puedan ser emitidas por cualquier entidad filial de ENDESA, S.A. y que estén garantizadas por ésta en los mismos términos que las "Preferred Capital Securities". (d) "Participaciones Ordinarias", para hacer referencia al capital social con derecho a voto del Emisor". *Vid.* ENDESA: Estatutos sociales de "ENDESA Capital Finance, LLC", Endesa, Madrid, 2003, p. 5.

necesariamente debe tener una elevada rentabilidad⁶⁷⁸. La segunda razón de su rentabilidad elevada es que la mayoría incorporan varias opciones de amortización anticipada para el emisor, las cuales son muy favorables para el emisor (desfavorables para el inversor)⁶⁷⁹.

Las PPR no sólo tienen como ventaja la alta rentabilidad, sino que presentan más atractivos. Aparte de las opciones de amortización indicadas, existen otros mecanismos que pueden hacer más o menos atractiva una emisión de este tipo. Uno de ellas es introducir en una emisión a tipo variable, un "suelo" o mínimo (en inglés *floor*) y un "techo" o máximo (en inglés *cap*) al tipo de la emisión⁶⁸⁰. Lógicamente, este juego de *cap* y *floor* será beneficioso para el comprador si ambos son elevados, y perjudicial si ambos son bajos.

Teniendo en cuenta las características económicas de las PPR, los inversores deben observarla con detalle y compararla con el resto de opciones de inversión-financiación, principalmente porque es un producto para inversores que no buscan liquidez. No es que las PPR sean desaconsejables para el inversor, pero sí que deben ser suscritas por inversores que no busquen alternativas de alta liquidez, y siempre exigiendo elevadas rentabilidades que les compensen por el mayor riesgo y por los inconvenientes de las opciones de amortización reservadas al emisor, en caso de estar incluidas en el folleto de emisión.

2.10.2. Naturaleza jurídica

Las PPR son productos que, respecto a otros, ofrecen al inversor una elevada rentabilidad a cambio de un mayor riesgo y una menor liquidez. Estas emisiones no cumplen las tradicionales características económicas que poseen las acciones (o PS) privilegiadas. No parecen acciones (o PS) porque los flujos que perciben son los que corresponderían tradicionalmente a una obligación, ya sea a tipo de interés fijo o variable (este último generalmente ligado al euríbor). No son privilegiadas porque, en caso de que el emisor tenga dificultades de pago, antes cobrarán las demás obligaciones y bonos (incluidas las obligaciones subordinadas) que las PPR.

Podría entenderse que las PPR presentan carácter mixto, al poseer características económicas de otros instrumentos financieros: tienen intereses como las obligaciones⁶⁸¹ y tienen posibilidad de amortización como las acciones rescatables⁶⁸².

Todo lo anterior ha llevado a afirmar que la naturaleza jurídica de las PPR es similar a las obligaciones, a la renta fija⁶⁸³, a las acciones preferentes, a las acciones privilegiadas, a las acciones rescatables y a las acciones sin voto⁶⁸⁴. Parece claro que la naturaleza de las PPR no

⁶⁷⁸ Si una entidad está pagando en sus bonos y obligaciones unos tipos próximos al euríbor, es lógico que las PPR concedan un 1% o un 2% más, porque la emisión tiene más riesgo.

⁶⁷⁹ Esto puede observarse en el ejemplo de una emisión perpetua a un tipo de interés fijo (igual al que paga en el mercado la deuda de riesgo similar) pero con una opción para el emisor de amortizar a la par en cualquier año a partir del quinto. Si los tipos suben (con lo que la emisión resultará ser negativa para el inversor), el emisor no la amortizará, y el tenedor se verá perjudicado; por contra, si los tipos bajan y la entidad ve que puede financiarse más barato, amortizará la emisión, con lo que el inversor se verá obligado a reinvertir a tasas más bajas. Este tratamiento asimétrico, que beneficia al emisor y perjudica al comprador, es compensado con una rentabilidad superior.

⁶⁸⁰ Por ejemplo, se puede emitir a tipo variable euríbor pero con un mínimo de 5% y un máximo del 8%.

⁶⁸¹ Las PPR están a medio camino entre las acciones y las obligaciones. *Vid.* SCHERK, W.: "Emisiones preferentes ...", *op. cit.*, p. 68.

⁶⁸² Parte de la doctrina ha defendido el parentesco entre las acciones rescatables y las PPR. *Vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1-6, 1999, p. 2.

⁶⁸³ Las PPR "son más asimilables con la renta fija que con la renta variable". *Ibidem*, p. 23. *Vid.* DEPARTAMENTO JURÍDICO DE "AIAF, MERCADO DE RENTA FIJA": "Perpetuos y amortizables", *El País*, Negocios, 25 de febrero 1999, p. 23.

⁶⁸⁴ Las conexiones entre las PPR y las acciones privilegiadas, rescatables y sin voto son puestas de manifiesto por el Departamento Jurídico de "AIAF, Mercado de Renta Fija": "éstas participaciones preferentes tienen características comunes a los tres tipos de acciones que contempla la legislación española ... Si haces un cóctel con las características de las tres salen las preferentes. Los títulos se pueden rescatar, cuentan con un dividendo superior a

se puede definir de forma globalizada, sino que es necesario separar los supuestos en los que se han emitido, identificando si se ha realizado de forma directa o de forma indirecta.

Las PPR emitidas de forma indirecta (objeto del apartado anterior) tienen la calificación que les conceda la legislación extranjera en la que son emitidas⁶⁸⁵. De esta forma, serán considerados acciones siempre que así lo tengan definido su normativa. Esto se ha producido en la mayoría de las ocasiones porque el sistema estadounidense, utilizado mayoritariamente en las emisiones con origen en compañías matrices españolas, las considera acciones. Por el contrario, serán jurídicamente deudas si así lo define el Derecho del país donde se emitan.

Para definir la naturaleza mercantil de las PPR emitidas de forma directa en España es necesario observar la calificación jurídica que les conceda el Derecho español. Para conocer la calificación jurídica de las PPR emitidas de forma directa, normalmente se identifican los derechos que poseen sus titulares. Aunque las PPR tienen carácter perpetuo, se puede acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España⁶⁸⁶. Los titulares de las PPR tienen tres derechos patrimoniales: un derecho de remuneración predeterminada (fija o variable y con la periodicidad de devengo que esté pactada), contingente (el devengo está condicionado a la suficiencia de recursos propios del emisor) y no acumulativa⁶⁸⁷, un derecho al reembolso en caso de amortización anticipada y un derecho al pago de lo que le corresponda en caso de liquidación de la emisora⁶⁸⁸. Esto supone que las PPR tienen un contenido similar al derecho del accionista de participar en el reparto de ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación⁶⁸⁹. Sin embargo, no pueden otorgar derechos de voto⁶⁹⁰ ni de suscripción preferente de nuevas emisiones.

La distinción entre acciones y el resto de instrumentos está centrada, aunque no con unanimidad, en los derechos administrativos. En el Derecho alemán los bonos de disfrute no pueden otorgar a sus titulares "los derechos administrativos típicos inherentes a la condición de accionista"⁶⁹¹. En el Derecho italiano, sólo las acciones confieren los derechos políticos, incluido el de voto⁶⁹². Sin embargo, la concesión de los derechos de voto exclusivamente a los accionistas no puede ser considerada como el criterio de distinción de las PPR. La posibilidad de que las PPR tengan derecho de voto no puede provocar que sean consideradas acciones, ya que existen deudas que tienen derecho de voto. En Estados Unidos se permiten las obligaciones con derecho a voto (*voting bonds*) en las legislaciones de dos Estados: Delaware⁶⁹³ y Nueva York⁶⁹⁴. El Derecho belga establece que las *partes bénéficiaires* confieren un derecho de voto⁶⁹⁵ aunque no son acciones⁶⁹⁶ ni se inscriben en el capital social⁶⁹⁷.

las acciones normales y carecen de derechos políticos". Vid. DEPARTAMENTO JURÍDICO DE "AIAF, MERCADO DE RENTA FIJA": "Perpetuos y amortizables", *El País*, Negocios, 25 de febrero 1999, p. 23.

⁶⁸⁵ Las PPR "tienen poco que ver con las acciones rescatables, con las acciones sin voto y con las acciones privilegiadas ... sobre todo porque son productos muy distintos porque se establecen a partir de una regulación extranjera". *Ibidem*, p. 23.

⁶⁸⁶ Ley 19/2003, apartado 1 f.

⁶⁸⁷ Ley 19/2003, apartado 1.c.

⁶⁸⁸ Ley 19/2003, apartado 1 f y apartado 1.g.

⁶⁸⁹ *cf.* TRLSC, art. 93.a.

⁶⁹⁰ El apartado 1.d Ley 19/2003 establece que el partícipe sólo cuenta con derechos patrimoniales, al señalar que "las participaciones preferentes no otorgan a sus titulares derechos políticos, salvo en supuestos excepcionales que establezcan las condiciones de emisión". De ello se infiere que la concesión de derechos políticos depende tanto de los deseos del emisor, como de que acontezcan supuestos excepcionales.

⁶⁹¹ BGHZ 119, 305, 310.

⁶⁹² Art. 2346.6 del *Codice Civile*.

⁶⁹³ *Delaware Corporation Act: section 221*.

⁶⁹⁴ *New York Corporation Act: section 518*.

⁶⁹⁵ Art. 453 del *Code des Sociétés*. Aunque el Derecho belga permite la atribución del derecho de voto, tiene tres limitaciones: en primer lugar no puede concederse más de un voto por título, en segundo lugar el número total de votos atribuibles al conjunto de los partícipes no puede exceder de la mitad del número de votos de los accionistas, y por último, los votos de los partícipes en la asamblea no pueden exceder los dos tercios de los votos emitidos por los accionistas. Vid. *Code des Sociétés*: art. 559.

⁶⁹⁶ Decisión de 19 de julio de 1995 de la Comisión de la U.E. en el caso *Swissair vs Sabena*.

⁶⁹⁷ *Ibidem*.

La consideración de un título como clases de acciones, no depende de los derechos que concede a sus titulares, sino que depende de la calificación concedida por el legislador. El criterio correcto es el siguiente: no es posible afirmar que las PPR son acciones, pues solamente son acciones las emisiones que son así consideradas por la legislación que las regula. En España coexisten dos tipos de PPR. Las "PPR emitidas de forma indirecta" son acciones porque las legislaciones extranjeras donde se emiten, las anglosajonas, así las consideraron. Las "PPR emitidas de forma directa" no son acciones, porque jurídicamente no lo ha considerado la legislación que las regula, la española.

A la luz de la normativa española, las PPR no son acciones, ni acciones privilegiadas, ni acciones sin voto, ni acciones rescatables⁶⁹⁸. La Ley, al referirse a las PPR, nunca habla de acciones sino de "participaciones", ni de accionistas sino de "titulares", y por último, nunca menciona a su remuneración como dividendo, sino como "remuneración predeterminada del instrumento financiero". Además, la Ley española permite su cotización en "mercados secundarios organizados", por lo que no requiere que sea en "la Bolsa" como ocurre con las acciones de la sociedad cotizada. Por lo tanto, la legislación española no considera acciones a las PPR emitidas de forma directa.

Al no ser consideradas como acciones, las PPR emitidas de forma directa jurídicamente son, no cabe otra alternativa, deuda. En este punto es necesario identificar si ésta deuda cumple la calificación de obligación. Estas deudas no deben cumplir, no hay razón para ello, el régimen de las obligaciones establecidas en el TRLSC, ya que las PPR pueden conferir a sus titulares derechos políticos, mientras que la legislación española sólo confiere a los obligacionistas los derechos de participación y voto en las reuniones del sindicato.

Pero entonces, si las PPR no son acciones ni obligaciones, es necesario especificar cuál es su naturaleza. Las posibilidades son dos: una emisión de deuda más o un nuevo híbrido financiero entre acciones y obligaciones. Parece más adecuado interpretar que las PPR son una nueva figura financiera híbrida entre acciones y obligaciones. Esta es la interpretación del Derecho italiano⁶⁹⁹, y parece que el legislador español se ha basado en la legislación italiana para definir su regulación sobre las PPR emitidas de forma directa.

⁶⁹⁸ Para FERNÁNDEZ DEL POZO los titulares de PPR no son socios o accionistas, sino acreedores. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *Las participaciones preferentes, op. cit.*, p. 119.

⁶⁹⁹ El art. 2346.6 del *Codice Civile* italiano ha creado una nueva categoría, *strumenti finanziari partecipativi*, para agrupar un híbrido financiero distinto de la acción y de la obligación, caracterizado por una amplísima autonomía de la voluntad y sujeto a un mínimo marco legal específico.

**CAPÍTULO 3. EVOLUCIÓN LEGISLATIVA
DE LAS ACCIONES RESCATABLES**

CAPÍTULO 3. EVOLUCIÓN LEGISLATIVA DE LAS ACCIONES RESCATABLES

Uno de los criterios más frecuente utilizados para diferenciar los dos tradicionales tipos de inversión (acciones y obligaciones) es la duración o la permanencia de los fondos aportados, entendiendo que por medio de las acciones se canaliza la inversión permanente, aquella cuyos fondos no están sujetos a condiciones predeterminadas de reembolso y que proporcionan estabilidad a la sociedad.

Las realidades financieras que subyacen en los recursos propios y ajenos son cada vez más permeables entre sí, de modo que algunos recursos propios adquieren rasgos, como la temporalidad o el reembolso cierto, característicos de los recursos ajenos; del mismo modo, se alargan los plazos de reembolso de las obligaciones, en un proceso tendente a su asimilación a los fondos propios. Los casos extremos de estos fenómenos son las acciones rescatables y las obligaciones perpetuas, figuras consideradas como productos híbridos entre acciones y obligaciones.

La característica esencial de las acciones rescatables⁷⁰⁰ es que nacen para ser amortizadas, lo que ha llevado a afirmar que poseen más semejanza con un título de inversión que de participación⁷⁰¹. Aceptar a las acciones rescatables como figuras intermedias entre recursos propios y ajenos aparece referenciado en la propia exposición de motivos de la LRLMV y en numerosas opiniones doctrinales, tanto estadounidenses⁷⁰² como españolas⁷⁰³.

La emisión de acciones rescatables produce diversos efectos económicos en la empresa emisora y en las personas físicas y jurídicas con las que se relaciona. Para que finalmente se concrete una emisión de acciones rescatables, es necesario que se considere ventajosa, a priori, para todos los sujetos afectados: sociedad emisora, accionistas que la van a suscribir y accionistas que pertenecían a la sociedad previamente.

La emisión de acciones rescatables genera una gran cantidad de conflictos de intereses entre los integrantes de la entidad emisora. El principal se produce en la conciliación de dos intereses contrapuestos: el inversor posee un derecho al reintegro y el acreedor tiene derecho a que no disminuyan sus garantías. Otros conflictos aparecen entre los accionistas ordinarios y los titulares de acciones rescatables, y entre el conjunto de accionistas y los administradores. Los administradores tienen como objetivo maximizar el valor de mercado del conjunto de las acciones, por lo tanto, ante dos decisiones contrapuestas, en la mayoría de los casos intentarán

⁷⁰⁰ Las acciones rescatables son denominadas también por la doctrina como “acciones reembolsables”, “acciones redimibles” o “acciones amortizables”. Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 24. Otra parte de la doctrina aporta la denominación “acciones recuperables”. Vid. ZUBIRI DE SALINAS, M.: “Las acciones rescatables o recuperables ¿una opción para las sociedades cotizadas?”, en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (coord.), *Las(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2000.

⁷⁰¹ No obstante, la financiación integrada sirve en la práctica a finalidades diversas, y es el propio mercado el que se encarga en cada caso de enfatizar el aspecto de participación social o el aspecto de deuda que concurren en los valores que la instrumentan. Vid. KIMMEL, PAUL, D.; WARFIELD, TERRY D.: “Variation in attributes of redeemable preferred stock: Implications for accounting standards”, *Accounting Horizons*, (7) June, 1993, pp. 30-40. KIMMEL, PAUL, D.; WARFIELD, TERRY D.: “The usefulness of hybrid security classifications: evidence from redeemable preferred stock”, *The Accounting Review*, vol. 70, n° 1, January, 1995, pp. 151-167.

⁷⁰² Vid. HENN, H.G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, op. cit., p. 292. KLEIN; COFFEE: *Business organization and finance*, Westbury, New York, 1996, p. 288. DYCKMAN, THOMAS R.; DAVIS, CHARLES J.; DUKE, ROLAND E.: *Intermediate Accounting*, Mc Graw-Hill, New York, 2001, p. 1033. SPICELAND, J. DAVID; SEPE, JAMES F.; TOMASSINI, LAWRENCE A.: *Intermediate Accounting*, Mc Graw-Hill, New York, 2001, p. 899.

⁷⁰³ Vid. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, op. cit., 1999, p. 28. APARICIO, L.: “Los nuevos tipos de acciones”, *Periódico El País 28 de febrero de 1999*, *Los negocios*, 1999, p. 23. PRICEWATERHOUSECOOPERS: “Cambios en las acciones sin voto y rescatables”, *Periódico Expansión*, sábado, 27 de febrero, 1999. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 55.

beneficiar a las más numerosas, las ordinarias, en detrimento de las que pretenden abandonar la sociedad, las rescatables⁷⁰⁴.

El propósito fundamental del tercer capítulo es describir la regulación española sobre las acciones rescatables, buscando sus deficiencias e imprecisiones legislativas. Previamente, se analiza la regulación de la figura en otros ordenamientos⁷⁰⁵.

3.1. ACCIONES RESCATABLES EN EL DERECHO COMPARADO

La emisión de acciones rescatables es característica de los mercados financieros anglosajones⁷⁰⁶, donde nacieron⁷⁰⁷. Las principales legislaciones incluidas en el área del *Common Law* sobre las acciones rescatables son las de Estados Unidos y Reino Unido, aunque también son representativas las de Australia, Canadá e Irlanda. Entre los países que establecen una regulación a imagen de las legislaciones anglosajonas destacan Brasil y Japón. Frente a ellas, la Unión Europea regula las acciones rescatables por medio de la Segunda Directiva. Como las legislaciones nacionales no estaban obligadas a incluirlas, sólo seis países, además del Reino Unido, han implementado regulación sobre las acciones rescatables: Dinamarca, Holanda, Portugal, Italia, Luxemburgo y España. Dentro de ellos, las tres primeras tienen una clara influencia británica.

3.1.1. Reino Unido

La regulación británica sobre las acciones rescatables (*redeemable shares*)⁷⁰⁸ presenta un régimen "conforme con la tradición del mercado y práctica inglesas"⁷⁰⁹. El Derecho del Reino Unido⁷¹⁰ es el que ofrece una normativa más amplia y detallada sobre la figura, siendo además la base de la regulación comunitaria⁷¹¹.

La figura acciones rescatables está regulada en la Ley de Sociedades vigente (formada por *The Companies Act 1985*⁷¹² y *The Companies Act 2006*⁷¹³), aunque ya aparecía en *The Companies Act* de 1929 y en *The Companies Act* de 1948.

⁷⁰⁴ Además, "los administradores, al igual que desean cancelar las deudas cuando la sociedad esté capacitada para ello, desean cancelar las acciones rescatables en el menor plazo posible". Vid. CLARK, ROBERT C.: *Corporate Law*, Little Brown and Company, Boston, 1986, p. 626.

⁷⁰⁵ Entre los desarrollos doctrinales de las regulaciones internacionales sobre las acciones rescatables destacan, por su importancia y profundidad, las siguientes: YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004; FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables o redimibles", *La Ley*, tomo IV, 1164-1177, 1990; y FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002.

⁷⁰⁶ Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 331.

⁷⁰⁷ La institución de las rescatables nació "en el Derecho de sociedades estadounidense y británico". Vid. BURGESS, R.: *Corporate Finance Law*, London, 1985, p. 139. Esta afirmación parece correcta ya que en 1929 se emiten tanto *The Companies Act* británica, como *The Act of march 22, 1929, 36 Delaware Laws c. 135, Sec. 5*, para el Estado de Delaware estadounidense. En ambas se permite la emisión de acciones rescatables.

⁷⁰⁸ Aunque se ha generalizado la denominación única de *redeemable shares*, para designar a todas las acciones rescatables, puede realizarse una diferenciación terminológica en el mundo anglosajón: *Redeemable shares*, aquellas en las cuales la sociedad emisora tiene un derecho de rescate, y *Mandatory redeemable shares*, aquellas en las cuales la sociedad tiene la obligación de rescatarlas, habitualmente cuando se cumple un determinado plazo o un determinado evento. En el momento de la retirada de las acciones por la sociedad, éstas adquieren la calificación de *treasury shares*, y se paga al accionista el precio de rescate (*redemption price*), que debe coincidir al menos con el valor nominal de la acción.

⁷⁰⁹ Vid. FOX, "The Company Act 1981: Companies purchasing of own shares", *JBL*, 1982, pp. 109 y ss. WEINBAUM, "The dilution of shareholders' interests", *Company Lawyer*, 5, 1984, pp. 3 y ss.

⁷¹⁰ En el Reino Unido, como en la Europa continental, la posibilidad de emitir acciones rescatables ha sido poco utilizada en la práctica societaria, al contrario que en Estados Unidos, donde "su emisión es bastante empleada por las praxis de las *corporations*". Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como...*, op. cit. p. 438.

⁷¹¹ La afirmación de que la normativa británica es el modelo tomado por la normalización de la U.E sobre la figura de las acciones rescatables es ofrecida, entre otros, por GARCÍA CRUCES J.A.: "Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables", op. cit., 2002, p. 915.

⁷¹² *The Companies Act 1985*, capítulo VII, parte V, ss. 159-161.

Las *redeemable shares* obtienen carta de naturaleza en el Derecho inglés en *The Companies Act (consolidate)*⁷¹⁴ 1929. Esta ley reconoce, a favor de las sociedades con responsabilidad limitada (*companies limited by shares*), la posibilidad de emitir acciones privilegiadas susceptibles de ser rescatadas por la sociedad emisora, bajo determinadas condiciones⁷¹⁵. En esta primera regulación británica, la rescatabilidad se concibe como un atributo adicional de cierta clase de acciones privilegiadas. Además, esta primera admisibilidad legal de la redimibilidad tuvo un significado adicional: constituyó, en su tiempo, un mecanismo para "flexibilizar el riguroso régimen prohibitivo de la adquisición por una sociedad de sus acciones propias"⁷¹⁶.

La *section 58* de *The Companies Act 1948* mantiene la posibilidad de emitir *redeemable shares* pero sólo para las privilegiadas en los derechos económicos.

Hasta el 1981, la legislación británica sólo permitía que fueran rescatables las acciones privilegiadas (*redeemable preference shares*)⁷¹⁷. A partir de esa fecha, con el *Committee to Review the Functioning of Financial Institutions Interim Report on the Financing of Small Firms* (1979, pár. 17) se permitió que fueran rescatables también las acciones ordinarias (*redeemable ordinary shares*). Esta ampliación tiene su origen en las dificultades con las que se encontraban las pequeñas compañías "para elevar su capital" (*share capital*)⁷¹⁸.

The Companies Act 1985 flexibiliza el ordenamiento británico anterior. Por un lado, se reconocen las acciones rescatables con derecho de rescate a opción de la empresa (*shares buy back*), por el otro se permite la posibilidad de mantenerlas en autocartera (*in treasury*), aunque sujetas a ciertos límites legales⁷¹⁹.

The Companies Act 1985 introduce una nueva regulación (*section 159*) que permite la emisión de acciones rescatables si se autoriza en los estatutos (*articles*). Siempre en función de éstos, las acciones pueden emitirse como redimibles a una fecha, o suceso establecido, o a opción de la sociedad. La legislación británica no admite su emisión si no existen acciones no rescatables en circulación en ese momento, es decir, la emisión de rescatables sólo es factible para aquellas empresas que ya posean acciones ordinarias.

La sección 15ª de la *The Companies Act 1985* establece que las acciones rescatables no son recursos de la misma calidad que el capital social de las acciones ordinarias (*common*

⁷¹³ *The Companies Act 2006*, capítulo 3, parte 18, ss. 684-689. La regulación de las acciones rescatables en el Reino Unido, tras la reforma del 2006, se encuadra dentro de la adquisición de acciones propias: Parte 18.

⁷¹⁴ Esta Ley tiene como antecedentes los trabajos de la *Greene Comision* integrada por personalidades de la Banca, Comercio e Industria.

⁷¹⁵ El art. 46 de *The Companies Act 1929*, que autoriza la emisión de las acciones privilegiadas amortizables, las califica de la siguiente forma: "un nuevo género de acciones privilegiadas de naturaleza similar a las obligaciones (debentures)".

⁷¹⁶ Vid. STEERING GROUP: "Modern Company Law for a Competitive Economy: Company Formation and Capital Maintenance (a consultation document)", *Company Law Review*, october, 1999, p. 162.

⁷¹⁷ Vid. CAIN, T.E.: *Charlesworth's Company Law*, 8ª ed. London, 1965, pp. 127 y ss. SCHMITTHOFF, C. M.: "Angleterre", en *Les Actions de preference en droit compare*, R.RODIÉRE, Paris, 1978, p. 56. MAYSON, S.W.; FRENCH, D.; RYAN, C.: *Company Law*, 13ª ed., London, 1997, pp. 277 y ss. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, pp. 319 y 320. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, pp. 182 y ss. y 230. GRIER, N.: *UK Company Law*, op. cit., 1998, pp. 149 y ss. LORRY, M.; WATSON, L.: *Company Law*, London, 2001, p. 136. ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía nº 23, Revista de Derecho de Sociedades, 2004, p. 293.

⁷¹⁸ Vid. FERRÁN, E.: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, pp. 327 y 328. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros ...*, op. cit., p. 149.

⁷¹⁹ Ambas situaciones están reguladas en las secciones 159-181 *The Companies Act 1985*, donde se regulan las *redeemable shares* y las acciones propias. El rescate (*redemption*) que caracteriza a las *redeemable shares* es considerada en el Derecho británico como un caso especial de adquisición propia. Vid. STEERING GROUP: "Modern Company Law, op. cit., 1999, p. 162.

shares). Esta idea es apoyada por la doctrina británica⁷²⁰, que incluso la ha considerado como "financiación entreplanta (*mezzanine*)"⁷²¹.

The Companies Act 1985 realiza una distinción doble del capital, lo que en esta investigación denominamos "concepción dual del capital", que es fundamental a la hora de analizar el tratamiento de las acciones rescatables⁷²². Esta legislación distingue dos figuras: *authorised capital* e *issued capital*. El capital autorizado, nominal o registrado (*authorised, nominal* o *registered capital*) es el capital máximo que la sociedad puede emitir, aunque todavía puede no estar suscrito. El capital emitido o suscrito (*issued capital*) es el que está efectivamente emitido (suma del nominal de todas las acciones emitidas). El *authorised capital* está recogido en los estatutos (*memorandum*), mientras que el *issued capital* no aparece en estatutos, sin embargo es objeto de reflejo contable en el pasivo del balance, expresando una cifra de retención de las variaciones que pueda sufrir el patrimonio social⁷²³. Con todo ello, la cifra que aparece en los estatutos no coincide con el capital efectivamente suscrito, pues aquélla no muestra más que el número máximo de acciones que es posible emitir en la sociedad; por el contrario, el efectivo capital suscrito sólo aparece reflejado en la contabilidad de la sociedad emisora⁷²⁴.

En el supuesto de rescate con fondos libres o con los recursos financieros obtenidos con una nueva ampliación de capital realizada con el fin de financiar la operación, se modifica el volumen del capital emitido pero no el capital autorizado⁷²⁵. Si el rescate se ha financiado con cargo al producto de una nueva emisión, ambos conceptos de capital permanecen inalterados, pues en el puesto de las acciones canceladas entran las nuevamente emitidas. Si el rescate se ha realizado con cargo a beneficios o a reservas libres, el capital emitido (no el capital nominal) se reduce en la cuenta correspondiente del pasivo del balance (pero no en los estatutos) en una cuantía equivalente al nominal de las acciones amortizadas. Como consecuencia de ello, y al objeto de mantener las garantías de los acreedores, la Ley ordena la constitución de un fondo de reserva (*capital redemption reserve*)⁷²⁶ por un importe igual al de la reducción sufrida por el "capital emitido"⁷²⁷. En este proceso, los acreedores siguen contando con las mismas garantías, pues la disminución de la cuenta del capital emitido (*called up share capital*) se compensa con el aumento de la cuenta de reservas (*capital redemption reserve*).

Cuando las acciones son rescatables con cargo a beneficios distribuibles, el montante por el que el capital emitido resulta minorado⁷²⁸ deberá transferirse a una "*capital redemption reserve*"⁷²⁹. La exigencia vale también para el rescate parcialmente financiado con fondos

⁷²⁰ Vid. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, p. 364.

⁷²¹ Vid. STURGES, BRIAN; LEEN, CATHERINE: *Mezzanine Finance*, I.F.R. Publishing, London, 1991.

⁷²² La doctrina española analiza el tratamiento de las rescatables en la "concepción dual del capital" británica. Para PAZ-ARES "la reducción que comporta el rescate constituye un mero ajuste de la contabilidad, que compete a los administradores y que en ningún caso puede parangonarse con lo que en el Derecho continental representa la reducción de capital como modificación de estatutos reservada a la competencia de la Junta". Vid. PAZ ARES, C.: "Negocios sobre las propias acciones", op. cit., 1987, p. 528. Por su parte GARCÍA-CRUCES señala que "en el Derecho inglés la amortización de las redeemable shares no implica una modificación del Memorandum, pues no se altera el contenido estatutario referente al authorised capital". Vid. GARCÍA CRUCES J.A.: "Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables", op. cit., 2002, p. 931.

⁷²³ El capital autorizado sólo puede modificarse previo acuerdo de la Junta de Socios y correspondiente modificación de estatutos que deberá estar inscrita en el Registro. Por su parte, el capital emitido es susceptible de ser modificado, dentro de los límites del capital autorizado, sin necesidad de una modificación estatutaria.

⁷²⁴ Esto supone que el Derecho británico "no confía a la publicidad legal la función externa o de protección de terceros que en nuestro Derecho tiene anudado el capital social. En efecto, la previsión de una cifra de retención patrimonial -que habrá de coincidir con la expresada como issued capital- asegura su eficacia a través de previsiones de orden contable, pero al no aparecer en el memorando no goza de publicidad registral como tal, y por tanto, su variación no entraña necesariamente una modificación estatutaria". Vid. GARCÍA CRUCES J.A.: "Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables", op. cit., 2002, p. 916.

⁷²⁵ Vid. *The Companies Act 1985*, ss. 160.4 y 160.5.

⁷²⁶ La doctrina considera a la *capital redemption reserve* como una "*quasi-capital reserve*". Vid. SCHMITTHOFF, C.M.: *Palmer's Company Law*, I, London-Edinburg, 1987, p. 532.

⁷²⁷ Vid. *The Companies Act 1985*, s. 170.

⁷²⁸ Cfr. *The Companies Act 1985*, s. 160.4. *The Companies Act 2006*, s. 709.

⁷²⁹ Cfr. *The Companies Act 1985* s. 170.1. *The Companies Act 2006*, s. 733(6).

provenientes de una nueva emisión cuando, al no dispensarse completa cobertura al valor nominal de las acciones rescatadas, se acuda a los beneficios distribuibles para financiar la diferencia, en cuyo caso la citada reserva habrá de dotarse por esta diferencia. Esta reserva⁷³⁰ cumple la función de articular un ajuste entre distintas cuentas del balance con el fin de prevenir la distribución de aquellos recursos que previamente al rescate representaban capital suscrito y desembolsado⁷³¹.

Las *redeemable shares* rescatadas con fondos libres, o con un nuevo aumento de capital social, producen una disminución del capital social emitido (*issued capital*), por el contrario, no será reducida la cifra de capital autorizado (*authorised capital*), que es el que figura en los estatutos sociales. De ahí que con el fin de compensar tal cancelación de acciones, y que no se vea afectado con dicha operación el nivel de fondos propios de la sociedad, se requiere que una suma igual a la cuantía del valor nominal de las acciones rescatadas sea transferida a un fondo de capital (*capital fund*) del balance de la sociedad, concretamente, a una reserva conocida como *capital redemption reserve*⁷³².

La regla general de la legislación británica es que el rescate debe ser financiado por uno de los dos métodos que ofrecen más protección a los acreedores (con fondos libres o con los recursos financieros obtenidos con una nueva ampliación de capital realizada con el fin de financiar la operación). La preferencia por el pago por medio de estos dos medios está consensuada en la doctrina⁷³³. Sin embargo, la legislación admite que la sociedad también puede rescatar acciones, aunque no disponga de beneficios o reservas libres, y sin necesidad de emitir nuevas acciones; este medio alternativo es el rescate con cargo a capital (*payment out of capital*). Los requisitos para el rescate con cargo a capital son⁷³⁴:

- Aprobación por la Junta de Accionistas a través de una *special resolution*,
- Un informe de los administradores y del auditor, justificando la oportunidad de la operación,
- Publicación en el Boletín oficial de Londres (*Gazette*) y en un periódico de difusión nacional,
- El acuerdo debe ser susceptible de revocación, modificación o ratificación por los tribunales a petición del socio que no votó a favor de la resolución o a instancia de cualquier acreedor,
- Únicamente aplicable a las *Private Companies*⁷³⁵.

Esto supone que si la empresa emisora acude a cubrir el rescate, y no dispone de reservas disponibles, ni acuerda una emisión de acciones dirigida a tal fin, deberá reducir su cifra de capital a través de una *special resolution* y bajo un procedimiento mercantil de protección similar al que tiene la reducción de capital en los sistemas europeos continentales.

Respecto a la financiación del rescate con reservas disponibles o con una emisión de acciones dirigida a tal fin, existen grandes diferencias entre los procedimientos de la legislación anglosajona y europea continental, debido a la existencia en la primera de la "concepción dual del capital". Cuando se produce un rescate con estos dos procedimientos, la reducción de capital no afecta a la cifra de capital reflejada en los estatutos, sino que se lleva a cabo por los administradores dando el oportuno reflejo contable a la operación. Esto supone que la reducción de capital opera sobre el capital emitido pero no sobre el autorizado, por lo que no supone una modificación de los estatutos sociales sino una mera operación contable.

⁷³⁰ "*Capital redemption reserve*" fue regulada por *The Companies Act 1985*, s. 58. Posteriormente fue regulada *The Companies Act 2006*, s. 709 y ss. Pero previamente fue legislada por *The Companies Act 1948* con la denominación "*capital redemption reserve fund*".

⁷³¹ Vid. SCHMITTHOFF, C.M.: *Palmer's Company Law*, op. cit., p. 532.

⁷³² Cfr. *The Companies Act 1985*, s. 170. *The Companies Act 2006*, ss. 709 y ss.

⁷³³ Vid. BURGESS, R.: *Corporate Finance Law*, London, p. 323. PALMER'S: *Company law*, I, London, 1985, 1992, p. 6015. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, p. 319.

⁷³⁴ Cfr. *The Companies Act 1985*, ss. 173 y ss. *The Companies Act 2006*, s. 709 y ss.

⁷³⁵ El concepto de *Private Companies*, aunque no idéntico, es asimilable al de empresas no cotizadas. De esta forma, el rescate con cargo a capital (*payment out of capital*) es únicamente aplicable a las empresas no cotizadas (aunque la emisión y rescate con cargo a reservas o con incremento de capital social se permite a empresas cotizadas y no cotizadas, el rescate con cargo a reducción de capital social sólo se permite a empresas no cotizadas).

En 1991, el *Jenkins Committe Report* (SCFR)⁷³⁶, para evitar perjuicios a los titulares de otras clases de acciones, recomienda prohibir el reembolso de acciones que no posean la consideración de rescatables a través de una reducción de capital, salvo que presten su consentimiento los accionistas privilegiados de la sociedad.

La principal novedad de *The Companies Act 2006*, para las acciones rescatables (ss. 684-689)⁷³⁷, es la diferenciación en función de la tipología de las sociedades⁷³⁸. La s. 684 "*Power of limited company to issue redeemable shares*" establece que una "*limited company*" puede emitir acciones rescatables a opción del emisor o de los accionistas de forma diferente según las características de la compañía emisora. Los estatutos de una "*private limited company*" pueden excluir o restringir la emisión de las acciones rescatables. Una "*public limited company*" solamente puede emitir las si está autorizado en sus estatutos. La s. 685 "*Terms and manner of redemption*" establece que los administradores de una "*limited company*" pueden determinar los términos, condiciones y modo de rescate si está autorizado o por los estatutos o por una decisión de la junta de socios (aunque no lo tuvieran previsto los estatutos). En la s. 686. "*Payment for redeemable shares*" aparece que las acciones rescatables de una "*limited company*" no pueden ser rescatadas salvo que estén totalmente desemborsadas. La s. 687 "*Financing of redemption*" establece que las acciones rescatables de una "*limited company*" pueden rescatarse solamente con beneficios distribuibles o con una nueva emisión realizada a tal efecto. Si existiese prima de rescate debe ser pagada con beneficios distribuibles, también podría ser financiada con una nueva emisión, siempre que el saldo actual de la cuenta prima de emisión de la emisora (incluida la recibida por la nueva emisión) sea al menos igual a la prima de rescate. La s. 688 "*Redeemed shares treated as cancelled*" concreta que, en el momento del rescate, una "*limited company*" cancela las acciones, y la cantidad de capital emitido (*issued share capital*) es disminuido según el valor nominal de las acciones rescatadas. La s. 689 "*Notice to registrar of redemption*" establece que si una "*limited company*" rescata acciones recuperables debe notificar esta operación en menos de un mes, especificando el número de acciones rescatadas. La notificación debe ir acompañada de un Estado del capital (*Statement of capital*), que debe mostrar: el capital total emitido, el número total de acciones, el valor nominal de ellas, la cantidad desemborsada de cada acción, la cantidad pendiente de desemborsar de cada acción y las diferentes clases de acciones (*class of shares*). Si existen diferentes clases de acciones, es necesario indicar los derechos, el número total de acciones y el valor nominal de las acciones de cada clase.

The Companies Act 2006 autoriza, tanto a las *private companies*, como a las *public companies* a emitir acciones rescatables⁷³⁹.

Con todo ello, en la actualidad cualquier empresa (*private* o *public*) puede emitir acciones rescatables, ya sean ordinarias (*redeemable ordinary shares*) o privilegiadas (*redeemable*

⁷³⁶ Vid. SPECIAL COMMITTEE ON FINANCIAL REPORTING (SCFR): *Improving business reporting. A customer focus* (The Jenkins Report), SFCR, Washington, 1991.

⁷³⁷ El apartado *Acquisition by limited company of its own shares* (ss. 658-737) de *The Companies Act 2006* entró en vigor el uno de enero de 2009. Vid. <http://www.berr.gov.uk/bbf/co-act-2006/index.html>.

⁷³⁸ *The Companies Act 2006* regula la emisión de acciones rescatables en una "*limited company*", la principal novedad es la diferenciación en función de los tipos de compañías: públicas o privadas (ss. 684-689). Los estatutos de una "*private limited company*" pueden excluir o restringir la emisión de las acciones rescatables, mientras que una "*public limited company*" solamente puede emitirlos si está autorizado en sus estatutos. La s. 3 y 4 de *The Companies Act 2006* establece una doble diferenciación de los tipos de compañías. La s. 3 realiza una distinción entre *Limited* y *unlimited companies*: "A company is a "*limited company*" if the liability of its members is limited by its constitution. It may be limited by shares or limited by guarantee. If their liability is limited to the amount, if any, unpaid on the shares held by them, the company is "*limited by shares*". If their liability is limited to such amount as the members undertake to contribute to the assets of the company in the event of its being wound up, the company is "*limited by guarantee*". If there is no limit on the liability of its members, the company is an "*unlimited company*". Por su parte, la s. 4 realiza la distinción entre *Private* y *public companies*: "A "*private company*" is any company that is not a public company. A "*public company*" is a company limited by shares or limited by guarantee and having a share capital (a) whose certificate of incorporation states that it is a public company, and (b) in relation to which the requirements of this Act, or the former Companies Acts, as to registration or re-registration as a public company have been complied with on or after the relevant date".

⁷³⁹ Sección 684 *The Companies Act 2006*.

preference shares), siendo "lo más frecuente que las acciones rescatables tengan algún privilegio en los derechos económicos"⁷⁴⁰.

El legislador británico obliga a mostrar en los estados financieros la siguiente información: el número y valor de cada clase de acciones, la cantidad de dividendos acumulados y no pagados de las acciones acumulativas, y las fechas de rescate de las acciones rescatables ordenadas cronológicamente⁷⁴¹.

Con la intención de proteger a los titulares de acciones no rescatables, las condiciones de rescate (entre las que se encuentran la fecha del rescate y el precio a entregar) deben estar establecidas en los estatutos y, en su defecto, en el contrato de emisión⁷⁴². Con preferencia sobre la reducción de capital, el rescate deberá realizarse bien con cargo a beneficios o reservas libres, o bien con cargo a una nueva emisión de acciones. De este modo, el Derecho británico consagra la garantía de los derechos de los terceros acreedores de la sociedad al mantener inalterado el importe de los fondos propios existentes con anterioridad al rescate.

Para que una sociedad emita acciones rescatables, es necesario cumplir cuatro requisitos: (1) determinación precisa de los términos del rescate, en concreto debe fijarse el plazo, precio (nominal o nominal más prima) y contrapartida⁷⁴³, (2) total desembolso de las acciones desde el momento de la emisión⁷⁴⁴, (3) responsabilidad limitada de la sociedad emisora⁷⁴⁵ y (4) existencia de acciones no rescatables, ya que el capital social no puede estar representado íntegramente por acciones rescatables, intentando disminuir el riesgo de quedarse sin socios⁷⁴⁶.

El rescate no puede producirse automáticamente, sino que está condicionado al cumplimiento de dos requisitos que tienen por objeto proteger la integridad del capital en garantía para los acreedores. El primer requisito es que el rescate debe financiarse con beneficios o reservas libres, o por medio de una nueva emisión realizada para tal fin⁷⁴⁷. El segundo requisito es que las primas de rescate (*redemption premium*) deben financiarse con cargo a reservas libres de la sociedad o a las primas de emisión de nuevas acciones⁷⁴⁸.

Hasta el 2006 existía una diferencia fundamental con el Derecho español. El derecho británico manejaba la distinción entre el capital suscrito o estatutario (*authorised capital*) y capital emitido en circulación (*issued capital*) que nuestro derecho desconoce⁷⁴⁹. La entrada en

⁷⁴⁰ Vid. CAIN, T.E.: *Charlesworth's Company Law*, 8ª ed. London, 1965, pp. 127 y ss. SCHMITTHOFF, C. M.: "Angleterre", en *Les Actions de preference en droit compare*, R.RODIÉRE, Paris, 1978, p. 56. MAYSON, S.W.; FRENCH, D.; RYAN, C.: *Company Law*, 13ª ed., London, 1997, pp. 277 y ss. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, pp. 319 y 320. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, pp. 182 y ss. y 230. GRIER, N.: *UK Company Law*, op. cit., 1998, pp. 149 y ss. LORRY, M.; WATSON, L.: *Company Law*, London, 2001, p. 136. Desde la perspectiva del TRLS, aunque las acciones rescatables posean los mismos derechos económicos que el resto de emisiones, por el mero hecho de ser rescatables, crearán una clase de acciones.

⁷⁴¹ *The Companies Act 1985*, s. 159.

⁷⁴² La doctrina reconoce que el establecimiento de estas medidas, consideradas por ellos como rigurosas, tiene el origen en los posibles peligros que pueden presentar su emisión y rescate. Vid. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, p. 185.

⁷⁴³ *The Companies Act 1985*, s. 159.2.

⁷⁴⁴ *The Companies Act 1985*, s. 159.3.

⁷⁴⁵ *The Companies Act 1985*, s. 159.2.

⁷⁴⁶ *The Companies Act 1985*, s. 159.2.

⁷⁴⁷ *The Companies Act 1985*, s. 160.1.

⁷⁴⁸ *The Companies Act 1985*, s. 160.2.

⁷⁴⁹ Algunos autores españoles destacan otra diferencia fundamental entre ambas legislaciones, al considerar el Derecho británico distingue entre *public companies* y *private companies*, clasificación que "no puede extrapolarse a ninguna clasificación del Derecho español". Esta idea puede encontrarse, por ejemplo en FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, Mª. C.: "En torno a los negocios de asistencia financiera para la adquisición de participaciones propias. *Private company* versus sociedad de responsabilidad limitada", *Revista de Derecho Mercantil*, nº 219, 1996, p. 185-209. La legislación española realiza otra distinción, con rasgos similares, aunque no idénticos, entre

vigor de *The Companies Act 2006* trajo consigo la eliminación, desde el uno de enero de 2009, de la concepción dual del capital, tan diferente con nuestra concepción del capital. Con este paso, la legislación mercantil británica se acercó definitivamente a lo establecido en las legislaciones mercantiles de la Europa continental en el tema de la concepción de capital. Esta medida parece acertada porque el concepto de capital autorizado se fijaba de forma mucho más amplia de lo que la empresa necesitaba, no era representativa de ningún aspecto social, y era una medida innecesaria.

Aunque la legislación española sobre acciones rescatables se basa en la comunitaria, y ésta siga fielmente el modelo anglosajón, es posible identificar varias diferencias entre las legislaciones británicas y españolas. La primera es que la legislación británica permite que el capital de acciones rescatables no esté completamente suscrito, mientras que en España no puede existir una emisión no suscrita en su totalidad.

En segundo lugar, la legislación española requiere que el emisor sea sociedad anónima, que cotice, que existan acciones ordinarias en circulación, pero además, establece un límite cuantitativo de acciones rescatables (no más de una cuarta parte de las acciones totales). La legislación británica es más flexible ya que la sociedad emisora no tiene porque cotizar, únicamente se requiere que posea responsabilidad limitada, y no establece ningún límite cuantitativo para la emisión, precisando solamente que existan acciones no rescatables, pues el capital social no puede estar representado íntegramente por acciones rescatables.

Desde la perspectiva jurídica española, las acciones rescatables tienen derecho de rescate, y por lo tanto son una clase de acciones. Sin embargo, los autores anglosajones denominan a las acciones rescatables como privilegiadas (*preferences*) únicamente sí tienen un privilegio sobre un derecho económico. Bajo esta perspectiva, en un primer momento, las *redeemable shares* tienen necesariamente un carácter preferente (*The Companies Act 1948*, s. 58). Posteriormente se introduce la posibilidad de emitir estos valores tanto privilegiados como sin privilegios en los derechos económicos (*The Companies Act 1985*, art. V, capítulo VIII.). Prácticamente todas las rescatables emitidas en el Reino Unido tienen "privilegios sobre un derecho económico"⁷⁵⁰; los privilegios de las *redeemable shares* suelen ser "sobre los dividendos"⁷⁵¹, aunque también puede haber privilegios económicos "sobre la prima de rescate"⁷⁵².

Muy cercana a la regulación inglesa sobre acciones rescatables, se sitúa el ordenamiento irlandés⁷⁵³. En *The Companies Act 1963* (s. 64), tanto las *private companies* como las *public companies*, pueden emitir acciones rescatables privilegiadas (*redeemable preference shares*). *The Companies Act 1990* (s. 207) elimina la exclusividad del derecho de rescate en las acciones rescatables privilegiadas en los derechos económicos, al recoger que las *limited companies* pueden emitir acciones rescatables sin privilegios en otros derechos económicos y jurídicos. Además, el mismo artículo establece que es posible convertir cualquier acción en acciones rescatables.

sociedades cotizadas y no cotizadas. De ahí se deriva otra diferencia ya que la legislación británica prohíbe a las empresas no cotizadas el rescate con cargo a capital, mientras que en el Derecho español no es posible la emisión, y por consiguiente el rescate, de acciones rescatables.

⁷⁵⁰ Vid. DAVIES, PAUL, L.: *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6ª ed. Sweet&Maxwell, London, 1997, p. 319. CHARLESWORTH-CAIN: *Company Law*, 14 ed. London, 1991. NORTHEY-LEIGH: *Introduction to Company Law*, 4 ed., London, 1987, pp. 300 y ss. FARRAR JH; HANNIGAN B. *Farrar's Company Law* (4th ed.), Butterworths, London, 1998.

⁷⁵¹ Vid. GARCÍA CRUCES J.A.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, 24 de mayo, 1999, pp. 1694-1702.

⁷⁵² Vid. PAZ ARES, C.: "Negocios sobre las propias acciones", *op. cit.*, 1987, p. 527.

⁷⁵³ La legislación británica de 1948 influye decisivamente sobre la irlandesa de 1963, y la británica de 1985 sobre la irlandesa de 1990.

3.1.2. Estados Unidos

Las acciones rescatables tienen mucha tradición en Estados Unidos. Esta figura apareció por primera vez legislada en la *Corporate Law* del año 1836, aunque existió una utilización masiva hasta la segunda década del siglo XX⁷⁵⁴.

El panorama regulatorio estadounidense es muy característico porque en él existen varias clases diferentes, con distinta regulación en cada uno de los estados que conforman la Unión. La legislación en EE.UU. es muy flexible, (i) tanto en los organismos que les regulan (la *Model Business Corporation Act* y las legislaciones de cada uno de los Estados de la Unión), (ii) en las clasificaciones de las acciones rescatables, (iii) en las características de la sociedad emisora, (iv) como en la concesión de los derechos y demás características.

La principal peculiaridad de la legislación estadounidense es que la competencia en materia de sociedades corresponde a los diferentes Estados de la Unión. Ni la *Revised Model Business Corporation Act (RMBCA)*, ni la anterior *Model Business Corporation Act (MBCA)*⁷⁵⁵, son leyes federales⁷⁵⁶, sin embargo, sí “pueden ser considerados modelos de referencia de las regulaciones de todos los Estados”⁷⁵⁷. En la actualidad existen regulaciones de las acciones rescatables en diecinueve Estados de la Unión⁷⁵⁸. De entre todas ellas, destaca la regulada en el Derecho de Sociedades del Estado de Delaware (s. 151 *Delaware Corporation Law*), porque la mayoría de las sociedades estadounidenses se encuentran domiciliadas en este Estado⁷⁵⁹.

La legislación de este Estado regula la emisión de *redeemable stock* en un contexto de amplia flexibilidad de configuración del capital social, permitiendo que las corporaciones emitan una o más clases de acciones, que confieran completa o limitadamente (o no confieran) derecho de voto, u otras preferencias, derechos especiales, limitaciones o restricciones, según se haya previsto en la escritura de constitución o en el acuerdo de emisión (s. 151.a *Delaware*

⁷⁵⁴ “Las rescatables eran virtualmente desconocidas en los Estados Unidos antes de la Primera Guerra Mundial y sólo a partir de 1916 adquirieron una cierta popularidad entre los inversores”. *Vid. Model Business Corporation Act* de 1946 (*MBCA Annotated, vol. I, section 6.01.*).

⁷⁵⁵ Ambos textos son elaborados por la *American Bar Association*.

⁷⁵⁶ En sus comienzos, las leyes federales se enfocaban en cuestiones sobre las que existía una expresa cesión de competencia sobre el gobierno federal en virtud de la Constitución, como defensa nacional, política monetaria, asuntos exteriores, aranceles, propiedad intelectual (patentes y derechos de autor) y servicio de correos. Sin embargo, desde comienzos del siglo XX, una interpretación agresiva sobre las cláusulas de la Constitución relativas al comercio y al gasto público han permitido que la ley federal se expanda a áreas como aviación, telecomunicaciones, ferrocarriles, sector farmacéutico, derecho de la competencia o marcas comerciales.

Los cincuenta estados norteamericanos cuentan con soberanías independientes dotadas de sus propias constituciones estatales y sus propios gobiernos estatales. Tienen plenos poderes para promulgar leyes relacionadas con cualquier materia que no se encuentre expresamente supeditada a la competencia federal por la Constitución federal, las leyes federales o los tratados internacionales ratificados por el senado federal. El Derecho de casi todos los estados federados comparte la misma base del *Common Law*, con la excepción del estado de Luisiana, que se basa en el Código Napoleónico de Francia, y siempre ha sido influido por él. El transcurso del tiempo ha llevado a que los tribunales y legislaciones hayan evolucionado de forma independiente, modificando el *Common Law* inicial; como resultado, las leyes de cualquier estado federado pueden diferir en gran medida de la de cualquier otro estado de la Unión. Por otro lado, muchos estados norteamericanos han codificado parte o toda su normativa legal en códigos de leyes, a partir de la influencia de los países con sistemas de Derecho continental. Las Leyes de Nueva York se conocen como *Laws* (Leyes), en California y Texas se denominan *Codes* (Códigos) y la mayoría del resto de estados utilizan términos como *Revised Statutes* (Estatutos Revisados o Leyes Revisadas) o *Compiled Statutes* (Estatutos Compilados o Leyes Compiladas) para hacer referencia a sus Leyes. California, Nueva York, y Texas tienen códigos distintos para diferentes temas, mientras que el resto de estados y el gobierno federal usan un único código dividido en títulos numerados.

⁷⁵⁷ *Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada, op. cit., 2007, p. 213.*

⁷⁵⁸ En 1960 ya existía regulación de las acciones rescatables en todos los Estados de la Unión “salvo Arizona, Bahamas Islands, Idaho, Massachusetts, South Dakota y Vermont”. *Vid. OLECK, H.L.: Modern Corporation Law, vol. 3, Indianapolis, 1959, pp. 1 y ss.*

⁷⁵⁹ “Una de cada tres sociedades cotizadas en la Bolsa de Nueva York (*New York Stock Exchange*) están registradas en Delaware”. *Vid. HAMILTON, ROBERT W.: The Law of Corporation, op. cit., 1996, p. 14.*

General Corporation Law)⁷⁶⁰. Alguna de las clases en que se estructure el capital, puede ser rescatable a opción del emisor o de los accionistas titulares de las respectivas acciones, o condicionarse al acaecimiento de un específico evento (s. 151.b *Delaware General Corporation Law*). El rescate podrá ser dinerario o no dinerario (incluyendo valores emitidos por la misma o por otra corporación), en el tiempo o tiempos, precio o precios, tasa o tasas de interés establecidos en la escritura de constitución o en el acuerdo de emisión. Esta configuración es predominante en la práctica de las rescatables en Estados Unidos e inspiradora de las soluciones que incorpora la *Revised Model Business Corporation Act*.

Existen cuatro clasificaciones de acciones rescatables en el conjunto de legislaciones estadounidenses. La primera clasificación está definida en la regulación más antigua de las sociedades de responsabilidad limitada, *The Model Business Corporation* (MBCA) 1946⁷⁶¹, que distinguía entre acciones privilegiadas rescatables y acciones ordinarias rescatables, en función de si tenían o no algún privilegio sobre el beneficio⁷⁶².

La segunda clasificación aparece recogida en la siguiente regulación de las sociedades de responsabilidad limitada: la *Revised Model Business Corporation* (RMBCA). La RMBCA no regula las acciones rescatables ordinarias, ciñéndose únicamente a las privilegiadas, diferenciando entre las *convertible adjustable preferred stock* (CAPS) y las *convertible exchangeable preferred stock* (CEPS). Las CAPS son acciones que otorgan (en cada período de pago de dividendos) al emisor la posibilidad de su rescate mediante precio y al accionista la posibilidad de su conversión en acciones ordinarias. Además, otorgan el derecho a percibir un dividendo acumulativo y ajustable en función de un tipo de interés de referencia. Por su parte, las CEPS combinan el privilegio del accionista de conversión en acciones ordinarias, con la opción del emisor de rescatar mediante su obligatoria conversión en títulos de deuda.

La doctrina⁷⁶³ realiza una tercera clasificación atendiendo a si las condiciones del rescate están plenamente establecidas en el contrato de emisión, diferenciando entre *redemptions shares* y *repurchases shares*, siendo las primeras las que el rescate se realiza según lo estipulado previamente en el contrato.

Por último, la clasificación más interesante a efectos de esta investigación es la realizada por la *Securities and Exchange Commission*⁷⁶⁴, que divide la denominación genérica acciones rescatables en dos partidas: *redeemable preferred stock* y *nonredeemable preferred stock*. En las *redeemable preferred stock* se incorporan las rescatables a opción del inversor, las rescatables a opción del emisor y del inversor simultáneamente y las que posean un plazo de rescate predefinido. Por su parte, las *nonredeemable preferred stock* recogen las no rescatables y las rescatables a opción de la sociedad emisora.

La regulación estadounidense es muy flexible, concediendo a la entidad emisora la potestad de adaptar los instrumentos financieros a sus necesidades⁷⁶⁵. Esta flexibilidad se materializa en las amplias posibilidades de regulación que permite la RMBCA, con la única condición de que aparezca en estatutos (*articles of incorporation*), y que sean abonados con

⁷⁶⁰ En un principio, la legislación de Delaware sólo regulaba las acciones rescatables cuando fuesen privilegiadas, no tomando en consideración la posibilidad de emitir acciones rescatables ordinarias (s. 151.b *Delaware General Corporation Law* hasta el año 1990). Sin embargo, desde 1990, es aceptada la posibilidad de emitir acciones ordinarias rescatables (*redeemable common stock*), si bien será condición necesaria que exista al menos otra clase de acciones que no sea rescatable y tenga derecho de voto (s. 151.b *Delaware General Corporation Law* vigente). También es posible emitir acciones ordinarias rescatables en la legislación del Estado de New York (s. 512.b *New York Business Corporation Law*).

⁷⁶¹ También en s. 151.b *Delaware General Corporation Law* y s. 512.b *New York Business Corporation Law*.

⁷⁶² Originariamente solo era permitida la emisión de acciones rescatables preferentes. Vid. *American Hair & Felt Co. versus Starring*, 21 Del. Ch. 431, 2 A.2d 249 (Supreme Court 1937).

⁷⁶³ Vid. CLARK, ROBERT C.: *Corporate Law*, Little Brown and Company, Boston, 1986, p. 625.

⁷⁶⁴ Vid. SEC: *Accounting Series Release n° 33-6097*, SEC, July 27, Washington, 1979.

⁷⁶⁵ Vid. HAMILTON, ROBERT W.: *Corporations including partnerships and limited partnerships cases and materials*, American Casebook series, West Publishing Co., St Paul, Minnesota, 1992, p. 528.

anterioridad al rescate los dividendos acumulativos devengados y no pagados de las acciones rescatables acumulativas.

Respecto a las características del emisor, la emisión puede ser realizada, tanto por sociedades cotizadas, como por sociedades no cotizadas⁷⁶⁶.

El rescate puede ser (RMBCA, &6.01.c.2)⁷⁶⁷:

- ❑ A opción de la sociedad, del accionista, de un tercero o cuando acontezca un hecho determinado.
- ❑ Con reembolso en metálico, en acciones ordinarias, en títulos de deuda o en otros activos no monetarios.
- ❑ En cuantía determinada o determinable, según fórmula matemática, o por referencia a datos o circunstancias extrínsecas.

La legislación estadounidense permite la utilización de acciones rescatables con las más diversas alternativas según el sujeto o el hecho, que pueda o deba, comenzar el rescate: (a) a opción a favor de la emisora, (b) a opción del tenedor, (c) a opción de ambos, (d) con plazo de duración fijo, (e) cuando ocurra un evento, e incluso, (f) a voluntad de un tercero.

Las emisiones con opción de rescate a favor de la empresa emisora (*callable*) son las más utilizadas en la práctica, pues permiten a la sociedad utilizar el capital obtenido hasta que la necesidad temporal haya transcurrido o hasta que no sea ventajosa esta forma de financiación. La cláusula de rescate a opción de la empresa es incluida por los emisores para prevenir las condiciones futuras inciertas y tiene como límite que los inversores no elegirían comprar acciones que pudieran ser rescatadas a un precio inferior⁷⁶⁸.

Aunque en menor medida que las anteriores, también se emiten acciones con rescate a opción del inversor (*puttable equity*). La principal motivación para emitirlos es colocar la emisión cuando el mercado está saturado o la empresa está en dificultades financieras. El derecho de rescate puede incorporarse a un instrumento financiero autónomo (*put warrant*) que concede a su titular el derecho, pero no la obligación, de que sus acciones sean adquiridas por la emisora a un precio y en un plazo determinado o determinable⁷⁶⁹.

Uniendo las dos anteriores posibilidades, las acciones rescatables pueden tener un rescate en función del inversor y de la empresa emisora conjuntamente.

También pueden emitirse acciones con un rescate prefijado en el contrato de emisión, sea por medio del rescate de todos los valores en una fecha, o mediante el retiro gradual previamente pactado. Esta última opción es utilizada en empresas de gran tamaño, como Koppers⁷⁷⁰, Lockheed⁷⁷¹ y Tenneco⁷⁷².

⁷⁶⁶ Vid. COX, J.; HAZEN, T.; O'NEAL, F.: *Corporations*, Boston, New York, Toronto, London, 2003, pp. 21-17. CARY, W.L.; EISENBERG, M.A.: *Cases and Materials on Corporations*, 7ª ed., Westbury, New York, *op. cit.* p. 1400.

⁷⁶⁷ Entre los estados que han adoptado la sección 6.01(c)(2) se encuentran Alabama, Arizona, Arkansas, Colorado, Connecticut, Florida, Georgia, Hawaii, Idaho, Indiana, Iowa, Kentucky, Maine, Mississippi, Montana, Nebraska, New Hampshire, North Carolina, Oregon, South Carolina, Tennessee, Utah, Vermont, Virginia, Washington, Wisconsin y Wyoming. El resto de Estados no han adoptado la citada sección. Unos han redactado secciones similares concediendo un mayor abanico de posibilidades para flexibilizar la emisión de acciones rescatables: Delaware, Minnesota, Oklahoma, Puerto Rico y Texas. Otros redactaron de una forma menos flexible: Kansas, California y Ohio. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como ...*, *op. cit.*, 2008, p. 359.

⁷⁶⁸ Algunos estados de la Unión poseen limitaciones temporales al rescate en este supuesto.

⁷⁶⁹ Por ejemplo, la empresa estadounidense *Gearhart Industries* puso en circulación una emisión de *unit*, considerada como una acción rescatable más un *warrant* de venta (opción de revender la acción a la sociedad). Vid. GEARHART INDUSTRIES: *Annual Report 2009*, Gearhart Industries, Texas, 2010.

⁷⁷⁰ Vid. KOPPERS: *Annual Report 2009*, Koppers, Pittsburgh 2010.

⁷⁷¹ Vid. LOCKHEED: *Annual Report 2009*, Lockheed, Santa Bárbara, California, 2010.

⁷⁷² Vid. TENNECO: *Annual Report 2009*, Tenneco, Lake Forest, Illinois, 2010.

Dentro de las acciones con rescate a plazo se puede identificar las *transient preferreds*, entendidas como las rescatables en un plazo de 5 a 10 años; entre las empresas que han emitido este tipo de acciones destacan Gillette⁷⁷³, National Distillers⁷⁷⁴, Occidental Petroleum⁷⁷⁵, Revlon⁷⁷⁶ o Westinghouse Electric⁷⁷⁷. La SEC⁷⁷⁸ considera diferente este tipo de emisiones al resto de rescatables a plazo, porque no son una inversión sobre el capital permanente de la empresa emisora, sino sobre su cash-flow. Esta idea parece razonable, por lo que debería ser tenida en cuenta a la hora de confeccionar el Estado de Tesorería de los Informes Anuales⁷⁷⁹.

La legislación estadounidense también permite que las acciones se rescaten cuando concorra algún evento, tal como el incremento de los tipos de interés (RMBCA, sección 6.01.c.2).

A pesar de su poca utilización, el ordenamiento estadounidense reconoce la posibilidad de que un tercero sea el poseedor del derecho a exigir el rescate (RMBCA, sección 6.01.c.5).

Respecto a las características de las acciones rescatables en Estados Unidos, al contrario que en la mayoría de las legislaciones, pueden amortizarse en cualquier momento. Por esta razón, si el título cotiza, su valor de cotización difícilmente superará su valor de rescate (*call price*), ya que los inversores se resistirán a pagar precios altos por las acciones rescatables.

Parte de la doctrina⁷⁸⁰ aboga por una fecha y procedimiento de rescate detalladamente definido en los estatutos o en el contrato de emisión de todos los tipos de emisiones estadounidenses.

Normalmente no existen primas de rescate (*call premium*)⁷⁸¹, siendo el precio de emisión y de rescate a la par, aunque existen ejemplos de acciones rescatables con prima de rescate⁷⁸².

⁷⁷³ Vid. GILLETTE: *Annual Report 2009*, Gillette, Boston, 2010.

⁷⁷⁴ Vid. NATIONAL DISTILLERS: *Annual Report 2009*, National Distillers, New York City, 2010.

⁷⁷⁵ Vid. OCCIDENTAL PETROLEUM: *Annual Report 2009*, OXY, Los Angeles, 2010.

⁷⁷⁶ Vid. REVLON: *Annual Report 2009*, Revlon, New York City, 2010.

⁷⁷⁷ Vid. WESTINGHOUSE ELECTRIC: *Annual Report 2009*, Monroeville, Pennsylvania, 2010.

⁷⁷⁸ Vid. SEC: *Accounting Series Release n° 33-6097*, SEC, July 27, Washington, 1979.

⁷⁷⁹ Las participaciones en el capital de otras empresas quedarán excluidas de los equivalentes de efectivo a menos que sean, sustancialmente, equivalentes al efectivo, como por ejemplo las acciones privilegiadas adquiridas con proximidad a su vencimiento, siempre que tengan una fecha determinada de reembolso. La NIC 7 y el PGC 2007 exigen a las empresas que suministren información acerca de los movimientos históricos en el efectivo y los equivalentes de efectivo a través de la presentación de un Estado de flujos de efectivo, clasificados según que procedan de actividades de explotación, de inversión y de financiación. El efectivo comprende tanto la caja como los depósitos bancarios a la vista. Los equivalentes de efectivo son inversiones a corto plazo de gran liquidez, que son fácilmente convertibles en importes determinados de efectivo, estando sujetos a un riesgo poco significativo de cambios en su valor. Los equivalentes de efectivo se tienen, más que para propósitos de inversión o similares, para cumplir los compromisos de pago a corto plazo. Para que una inversión financiera pueda ser calificada como equivalente de efectivo, es necesario que pueda ser fácilmente convertible en una cantidad determinada de efectivo y estar sujeta a un riesgo poco significativo de cambios en su valor. Por tanto, una inversión será equivalente de efectivo cuando tenga vencimiento próximo a tres meses o menos desde la fecha de adquisición. Las participaciones en el capital de otras empresas quedarán excluidas de los equivalentes al efectivo a menos que sean, sustancialmente, equivalentes al efectivo, como por ejemplo las acciones privilegiadas adquiridas con proximidad a su vencimiento, siempre que tengan una fecha determinada de reembolso. Los flujos de efectivo no incluirán ningún movimiento entre las partidas que constituyen el efectivo y equivalentes de efectivo, puesto que estos componentes son parte de la gestión del efectivo de la empresa más que de sus actividades de explotación, inversión o financiación. La gestión del efectivo comprende también la inversión de los sobrantes de efectivo y equivalentes al efectivo.

⁷⁸⁰ Vid. BUXBAUM, R.M.: "Preferred Stock-Law and Draftsmanship", *California Law Review*, n° 42, 243-260, 1954, p. 256. KIES DONALD E.; WEYGANDT, JERRY J.: *Intermediate Accounting*, 9ª ed., John Wiley & Son, New York, 1998, p. 776.

⁷⁸¹ El término prima es traducido al idioma inglés como *premium*. La doctrina y legislación anglosajona identifican dos tipos: prima de emisión y prima de rescate. Para la primera no existe diferenciación según la zona, de forma que tanto en EE.UU. como en el Reino Unido se denomina *premium reserve*. Por su parte, sí existe distinción en el término prima de rescate, ya que en EEUU. se utiliza *call premium* mientras que en el Reino Unido *redemption premium*.

⁷⁸² Los ejemplos pueden ser observados en: MILLER, H. E.; FINNEY, H. A.: *Curso de Contabilidad I*, Uteha, México, 1968, p. 207; y KESTER, R.B.: *Contabilidad teórica y práctica. Contabilidad superior*, tomo II, Labor,

Muchas emisiones de acciones rescatables establecen, en el contrato de emisión, un fondo de amortización que asegura parcialmente un retiro ordenado de las acciones. El fondo de amortización ofrece ventajas a los inversores porque "el proceso de rescate ejerce una presión ascendente sobre el precio del mercado de las restantes acciones"⁷⁸³.

La flexibilidad estadounidense complica muchísimo la clasificación contable de las *redeemable preferred stock*. Los instrumentos de financiación se incorporan mal en la dicotomía que caracteriza al modelo de clasificación del balance (pasivo o neto), según la estructura establecida por el *Financial Accounting Standards Board* (FASB). La inseguridad que genera esta indefinición dificulta que exista un tratamiento claro, ya sea una clarificación a efectos del registro como recurso propio o recurso ajeno (*equity* o *liability*), o la incorporación de una categoría adicional intermedia del balance que acabe con las incertidumbres y permita contabilizar autónomamente el montante de las emisiones de estos instrumentos híbridos, o incluso separar la contabilización de un instrumento en su componente de deuda o neto⁷⁸⁴.

El término "rescate" (*redemption*) tiene un sentido más amplio en el RMBCA que en el TRLSC, pues en el primero las acciones pueden rescatarse mediante un desembolso de la empresa o mediante su conversión en acciones ordinarias o en títulos de deuda.

Las acciones rescatables que se introdujeron en el Derecho español tienen un gran parecido con las acciones emitidas en el ámbito de la UE. Por el contrario, las acciones rescatables reguladas en Estados Unidos tienen un tratamiento y unas características sustancialmente diferentes, por lo que no son un término válido de comparación con las acciones rescatables españolas. De esta matización se deriva que los pronunciamientos relativos a las acciones rescatables, en la medida en que no contemplen la necesidad de dotar una reserva indisponible o de realizar una nueva emisión de acciones, no serán de aplicación a las peculiares características de las acciones rescatables que se emitan según el TRLSC.

Diecinueve países han tomado como referencia a la legislación estadounidense para regular las acciones rescatables⁷⁸⁵; algunas dentro de los países anglosajones, como Australia y Canadá, y otras fuera del *Common Law*, como Brasil y Japón.

Tanto las leyes mercantiles canadienses⁷⁸⁶, como las leyes de sus diversos estados⁷⁸⁷, reconocen la posibilidad de emitir acciones rescatables. La figura de rescatables más utilizada en Canadá son las *retractable preferred stocks* (RPS), acciones que autorizan al titular al reembolso de su valor en una fecha determinada. La fecha fijada suele ser de cinco o seis años a partir de la emisión, aunque pueden también contemplarse periodos escalonados de rescate. Aunque no es el caso más frecuente, existen emisiones de *callable retractable stocks*, en las que la entidad emisora se ha reservado el derecho de exigir la amortización. Es práctica habitual que las acciones rescatables posean prima de rescate y que el emisor se reserve el derecho de emitir nuevas acciones antes de que expire el plazo de rescate, al objeto de que éstas puedan convertirse en las nuevas acciones emitidas.

Conforme a la *Canada Business Corporations Act* (s. 2.1), las acciones rescatables deben ser emitidas por una *business corporation*. La citada Ley admite tres posibilidades: (i) que la

Barcelona, 1973, p. 447. SCHROEDER ET AL.: año 1991, p. 538. JOHNSON, HARRY; WHITTAM, AUSTIN: *A practical foundation in accounting*, Thompson Business Press, 5ª edición, Boston, 1998, p. 278.

⁷⁸³ Vid. VAN HORNE, J.C.: *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall, New York, 1997, p. 578.

⁷⁸⁴ Todo ello será resuelto en el último epígrafe de esta investigación.

⁷⁸⁵ Diecinueve países han tomado como referencia a la RMCA estadounidense. Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, op. cit., 2007, p. 211.

⁷⁸⁶ Vid. *Canada Business Corporations Act*, s. 34.1. y *Canada Business Corporations Act*, s. 36.

⁷⁸⁷ S. 34 *Alberta Business Corporations Act*, s. 259 *British Columbia Company Act*, ss. 123.53, 48.1.d y 48.13 *Loi sur les compgnies du Québec*, s. 34 *Manitoba Corporations Act*, s. 33.1 *New Brunswick Business Corporations Act*, s. 49.2 *Newfoundland Companies Act*, ss. 46.3 y 47.10.b *Nova Scotia Companies Act*, s. *Ontario Business Corporations Act*, s. 86 *Prince Edward Island Companys Act* y s. 34. *Saskatchewan Business Corporations Act*.

emisora pueda recuperar la acción rescatable a su opción, (ii) que la acción rescatable tenga que redimirse obligatoriamente en una determinada fecha o (iii) que tenga que rescatarse a requerimiento de un accionista. Los estatutos de la sociedad, entre otras menciones, han de "señalar las clases y el número máximo de acciones que la empresa está autorizada a emitir, y, en caso de existir dos o más clases, los derechos, privilegios, restricciones y condiciones que confieren las acciones de cada clase"⁷⁸⁸. Al amparo de estas previsiones, el legislador canadiense permite la redención de las acciones emitidas con cualidad de rescatables siempre que el precio de contrapartida "no exceda del fijado en los estatutos o del que resulte de aplicar la fórmula de determinación alternativamente prevista en ellos"⁷⁸⁹.

El rescate está prohibido si existieran motivos razonables que permitieran entender (i) que la corporación se encuentra antes del rescate, o puede encontrarse tras él, en la imposibilidad de atender sus obligaciones a su vencimiento, o (ii) que el valor de realización de su activo tras el pago del precio del rescate sea menor de (a) la cuantía a que ascienden sus obligaciones y (b) la cantidad que se requeriría para satisfacer los créditos a otros accionistas en caso de rescate de sus acciones redimibles o de liquidación social, "siempre que se sitúen con preferencia a los titulares de las acciones que pretenden redimirse"⁷⁹⁰. Fuera de estos casos, la redención es viable y comporta un ajuste de la cuenta *stated capital*⁷⁹¹.

En Australia también existen emisiones de acciones rescatables a opción del emisor "bajo la denominación *share buy backs*"⁷⁹². La peculiaridad de la regulación australiana y canadiense es que han evolucionado desde un posicionamiento claro con los rasgos básicos del derecho anglosajón (fundamentalmente la aceptación de la "concepción dual del capital"), a una situación intermedia en la que abandonan algunas de las características más representativas de los Derechos del área del *Common Law*. En la actualidad, tanto el Derecho de sociedades de Canadá como el de Australia han derogado la necesidad de especificación estatutaria de la cifra del capital autorizado, al igual que el Derecho británico, abandonando la distinción entre los dos conceptos de capital: el "capital autorizado" [*Authorised (Share) Capital*] y el "capital emitido" [*Issued (Share) Capital*].

Fuera del área del *Common Law*, aunque con una regulación que se aproxima bastante a lo allí establecido, se sitúa la emisión de acciones rescatables en Japón⁷⁹³, con la denominación *share buy backs*⁷⁹⁴. La peculiaridad de la legislación japonesa es que las acciones sólo se pueden amortizar por deseo de la sociedad, y solamente con cargo a beneficios distribuibles⁷⁹⁵.

De la misma forma, la legislación de Brasil regula las acciones rescatables siguiendo el modelo anglosajón, de forma que podrán ser emitidas, pero siempre de acuerdo a lo establecido en los estatutos sociales.

3.1.3. Unión Europea

La admisión de la figura acciones rescatables en el ámbito del Derecho Comunitario se produjo en la Segunda Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976⁷⁹⁶.

⁷⁸⁸ Vid. *Canada Business Corporations Act*, s. 6.1.c. y *Canada Business Corporations Act*, s. 24.4.a.

⁷⁸⁹ Vid. *Canada Business Corporations Act*, s. 36.1. y *Canada Business Corporations Act*, s. 34.1.

⁷⁹⁰ Vid. *Canada Business Corporations Act*, s. 36.2.

⁷⁹¹ El rescate comporta un ajuste de la cuenta *stated capital*, consistente en la deducción de la cantidad que en cada caso resulte de multiplicar la porción de capital correspondiente a la clase de acciones rescatables por el número de rescatadas, dividido luego por el número de no rescatadas. Cfr. *Canada Business Corporations Act*, s. 39.1.

⁷⁹² COTTON, J.: "Australia: share buy-backs", *Company Lawyer*, n° 9, 287-288, 1995, p. 287. PARKER-COLIN, H.E.: "Urgent issues group", *Australian Accountant*, n° 11, vol. 67, 1997, p. 74.

⁷⁹³ La legislación japonesa reconoce nueve clases distintas de acciones (Ley de sociedades, 2005, art. 108).

⁷⁹⁴ Una referencia al tratamiento de la figura en el país nipón puede observarse en VEGA JIMÉNEZ, J. J. DE LA; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: "Acciones rescatables: aspectos ...", *op. cit.*, 1999, p. 52.

⁷⁹⁵ Vid. Art. 222.1 de la Ley n° 125/1999, que modifica la Ley n° 48/1899.

⁷⁹⁶ Cfr. art. 20.1.a y 39 de la Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1977, relativa a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital, JOCE L/26, de 31 de enero de 1977.

La Unión Europea regula las acciones rescatables por medio de una Directiva, documento supranacional que intenta armonizar los diferentes derechos de sociedades, posibilitando un marco de actuación de las diferentes legislaciones, sin obligar a incluir cada una de las figuras en su ordenamiento. Podemos afirmar que, en la mayoría de los casos, las legislaciones nacionales no las han adaptado, ya que sólo seis países, además del Reino Unido, las han implementado: Dinamarca, España, Holanda, Italia, Luxemburgo y Portugal.

La Segunda Directiva 77/91/CEE de la Unión Europea introducía la posibilidad de la regulación del rescate de las acciones para dos situaciones: cuando la empresa deseara efectuar una retirada forzosa de acciones mediante la reducción del capital suscrito (art. 36); o cuando se emitieran acciones rescatables que en el momento de su recuperación por la sociedad emisora no alterasen el capital (art. 39). Esta segunda opción, permitida por la legislación comunitaria, es la que trató de incluirse, sin éxito, en el Anteproyecto de la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 y que, con la LRLMV, pasó a formar parte del ordenamiento español.

El art. 39 de la Segunda Directiva⁷⁹⁷ establece las condiciones necesarias para la emisión de acciones rescatables dentro de la Unión Europea. Este artículo tiene como objetivo homologar la institución *redeemable preference shares* de la legislación británica de 1985 al ámbito comunitario⁷⁹⁸. Los diferentes apartados del art. 39 de la Segunda Directiva 77/91/CEE se corresponden, si no son una virtual traducción, con otros preceptos de *The Companies Act 1985*⁷⁹⁹.

El art. 39 de la Segunda Directiva 77/91/CEE tiene siete rasgos fundamentales⁸⁰⁰:

- Las acciones deberán estar totalmente desembolsadas.
- Las condiciones y las modalidades de rescate serán fijadas en estatutos o en la escritura de constitución con carácter previo a la suscripción de las acciones rescatables.

⁷⁹⁷ El art. 39 de la Segunda Directiva 77/91/CEE es el siguiente: “Cuando la legislación de un Estado miembro autorice a las sociedades a emitir acciones recuperables, exigirá para la recuperación de estas acciones al menos el respeto de las siguientes condiciones: a) La recuperación deberá estar autorizada por los estatutos o por la escritura de constitución antes de la suscripción de las acciones recuperables, b) Estas acciones deberán estar enteramente liberadas. c) Las condiciones y modalidades de recuperación serán fijadas por los estatutos o por la escritura de constitución. d) La recuperación sólo podrá tener lugar con la ayuda de las sumas distribuibles de conformidad con el apartado 1 del art. 15, o del producto de una nueva emisión efectuada con miras a esta recuperación. e) Deberá incorporarse un importe igual al valor nominal o, a falta de valor nominal, al valor contable de todas las acciones recuperadas en una reserva que, salvo en casos de reducción de capital suscrito, no podrá ser distribuida entre los accionistas; esta reserva sólo podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas. f) No se aplicará la letra e) cuando la recuperación tenga lugar con la ayuda del producto de una nueva emisión efectuada con miras a esta recuperación. g) Cuando, como consecuencia de la recuperación, se hubiera previsto el abono de una prima a favor de los accionistas, el valor de esta prima sólo podrá ser deducido de las sumas distribuibles de conformidad con el apartado 1 del art. 15, o de una reserva, distinta de la prevista en la letra e), que, salvo en casos de reducción de capital suscrito, no podrá ser distribuida entre accionistas; esta reserva solamente podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas, para cubrir los gastos mencionados en la letra j) del art. 3, o los gastos de emisiones de acciones o de obligaciones, o para efectuar el pago de una prima a favor de los poseedores de las acciones o de las obligaciones a recuperar. h) La recuperación será objeto de una publicidad efectuada según las normas previstas por la legislación de cada Estado miembro de conformidad con el art. 3 de la Directiva 68/151/CEE.”

⁷⁹⁸ “La legislación británica de 1985 sobre las *redeemable shares* es la normativa de referencia del art. 39 de la II Directiva”. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, 2002, p. 173. El autor realiza esta afirmación incorporando a la legislación irlandesa, junto a la británica, como germen de la regulación comunitaria. La afirmación de que la normativa británica es el modelo tomado por la regulación comunitaria sobre la figura de las acciones rescatables es justificada también por GARCÍA CRUCES: “Notas en torno ...”, *op. cit.*, p. 915.

⁷⁹⁹ El apartado a) se corresponde con la s. 159 (1); el apartado b) con la s. 159 (3); el apartado c) con la s. 160 (3); el apartado d) con la s. 160 (1); el apartado e) con la s. 170 que regula la *Capital Redemption Reserve*; el apartado f) con la s. 160 (1) (a); y el apartado g) con la s. 160 (2). El apartado h) exige la publicidad registral de la amortización de las rescatables de conformidad con lo previsto en el art. 3 de la Directiva 68/151/CEE. Esta comparación entre la legislación comunitaria y británica sobre rescatables fue realizada por primera vez por FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, p. 173.

⁸⁰⁰ Directiva 68/151/CEE, art. 3. II Directiva del Consejo, art. 39. Proyecto de Anónimas, art. 101.d.

- ❑ El rescate sólo podrá tener lugar con cargo a recursos disponibles o con el producto de una nueva emisión.
- ❑ No regula el rescate con cargo a una reducción del capital social.
- ❑ En el rescate con cargo a reservas disponibles deberá dotarse una reserva que sólo podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas.
- ❑ La prima de rescate sólo podrá ser deducida de los beneficios distribuibles, o bien de una reserva constituida, cuyo fin sea el pago de esa prima, que será distinta de la anterior, pero también de disponibilidad restringida⁸⁰¹.
- ❑ El rescate será objeto de una publicidad según las formas previstas por la legislación de cada Estado miembro.

La legislación de la Unión Europea no establece regulación, ni a favor ni en contra, de los diferentes métodos de establecer la opción de rescate. Esto tiene consecuencias directas, entre ellas, la introducción en España únicamente de tres alternativas (a opción del emisor, del inversor o de ambos), manteniendo silencio sobre el resto.

Además de la legislación directa sobre acciones rescatables, es necesario analizar las referencias colaterales que la legislación comunitaria aporta. El art. 19 de la Segunda Directiva establece los requisitos necesarios para que una empresa adquiera acciones propias; por su parte, el art. 20 señala las excepciones en las que no hace falta cumplir los requisitos del artículo anterior, siendo el primero de ellos las acciones adquiridas en ejecución de un acuerdo de reducción de capital y las acciones rescatables. La regulación de esta excepción ha sido incluida en el Derecho alemán, italiano y portugués.

A partir de la regulación comunitaria sobre las acciones rescatables, esta figura se contempla, expresamente, en el derecho danés, holandés, luxemburgués, portugués, italiano y español. En la mayoría del resto de ordenamientos, incluido el alemán y el francés, se admite doctrinalmente, aun sin estar regulada específicamente.

Uno de los ordenamientos europeos que ha optado por hacer uso de la autorización contenida en el art. 39 de la Directiva para la válida emisión de acciones rescatables es el danés⁸⁰². Esta legislación es muy flexible porque permite la emisión de la figura para sociedades cotizadas y no cotizadas, de la misma forma, la permite para las compañías que lo tengan establecido o no en los estatutos sociales⁸⁰³.

También se ha realizado una regulación de las acciones rescatables en Holanda⁸⁰⁴. Aunque usualmente las rescatables son preferentes, nada impide que se utilice la rescatabilidad en otras categorías de acciones: acciones ordinarias, acciones sin voto, *cumulative preference shares* y *priority shares*⁸⁰⁵. El Derecho holandés compartía con el

⁸⁰¹ Esta reserva tiene tres causas más de utilización: los gastos mencionados en el art. 3.j; los gastos de emisión de acciones u obligaciones, y el pago de una prima a favor de los poseedores de las acciones u obligaciones a recuperar.

⁸⁰² La regulación de las rescatables establecida en Dinamarca tiene unas características muy cercanas a las legislaciones anglosajonas. Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, op. cit., 2007, p. 211.

⁸⁰³ Art. 21 Ley nº 282/1982.

⁸⁰⁴ Bajo la disciplina del *Burgerlijk Weboek*, la redención de acciones, tanto en las corporaciones públicas (*Naamloze Vennootschap*) como en las privadas (*Besloten Vennootschap*), puede tener dos significados: (i) la recompra de acciones con la subsiguiente cancelación de las mismas o (ii) el rescate y la amortización directa. Vid. SCHUIT, S. R.: *Corporate Law and Practice of the Netherlands*, The Hague, 1998, p. 64. En sentido amplio, una redención de acciones puede producirse bien cancelando o amortizando aquellas que la sociedad ya tiene en cartera (*Ingekochte Aandelen*), o bien obteniendo la aprobación de los accionistas pertenecientes a la categoría de acciones que pretendan rescatarse y amortizarse. *Ibidem*, p. 60. En sentido estricto, la doctrina holandesa habla de "redención" (*Intrekkin*) para aludir a los supuestos en que con anterioridad a la emisión de las acciones se prevea estatutariamente el rescate de un específico tipo de éstas, en cuyo caso la redención iría referida a todas las pertenecientes a ese tipo, a menos que se halle reservada estatutariamente a un conjunto accionarial determinable por sorteo (*Nitgelote Aandelen*). *Ibidem*, p. 64. Esta segunda modalidad, la redención en sentido estricto, es la que puede compararse con la previsión de la Directiva 77/91/CEE y con su transposición al Derecho español.

⁸⁰⁵ Así lo contempla SCHUIT, S. R.: *Corporate Law and Practice of the Netherlands*, op. cit., pp. 60 y 65-67.

tradicional Derecho inglés la distinción entre "capital autorizado" y "capital emitido". La cifra del primero ha de fijarse en los estatutos de la sociedad, mientras que el capital efectivamente emitido se refleja en la escritura de constitución. Este paralelismo entre ambos sistemas facilitó la inserción de las acciones rescatables en el Derecho holandés. La flexibilidad será equiparable a la del Derecho británico a la hora de llevar a cabo las operaciones de rescate y amortización, pues sin necesidad de modificar la cifra estatutaria del capital autorizado (salvo que la reducción del emitido supere el veinte por ciento del autorizado) la empresa podrá ajustar contablemente la cifra de capital emitido que perviva tras la redención de las acciones. La doctrina⁸⁰⁶ señala, junto con la recompra de acciones (*inkoop*) y su reducción del valor nominal (*afstempelen*), el rescate de acciones (*intrekking*) como uno de los métodos que permiten llevar a cabo la "reducción del capital emitido". Naturalmente habrá mayor rigidez cuando se pretendan acometer operaciones de emisión de nuevas acciones rescatables superando el umbral establecido por el capital autorizado, cuya cifra habría inexcusablemente de modificarse en los estatutos (*Statutenwijzigingen*). En Holanda las acciones rescatables se han introducido para servir a otros objetivos que no son los financieros, principalmente se han utilizado como herramienta de control corporativo⁸⁰⁷.

En Luxemburgo⁸⁰⁸ se permite la emisión de acciones rescatables siempre que se cumplan unas condiciones rígidas. Es necesario previa habilitación estatutaria, fijación de los requisitos del rescate en los estatutos sociales e íntegro desembolso de acciones. Por último, el rescate no puede suponer disminución de capital social ni disminución de reservas indisponibles, por lo que, salvo que se realice el rescate con un nuevo aumento de capital social, ha de dotarse una reserva indisponible⁸⁰⁹.

El ordenamiento Portugués, con clara influencia británica, adapta la legislación comunitaria con la regulación de las *accoes preferenciais remiveis* del art. 345.3 del *Código das Sociedades Comerciais*⁸¹⁰. Esta adaptación tiene las características siguientes:

- Las acciones deben ser privilegiadas patrimonialmente⁸¹¹.
- La emisión debe estar obligatoriamente prevista en los estatutos.
- El rescate puede establecerse a fecha fija o por decisión de la junta general de accionistas.
- Las acciones deben estar desembolsadas en el momento de proceder al rescate, aunque no están obligadas a ello durante el periodo anterior (por ejemplo en el momento de la suscripción).
- El rescate deberá ser realizado por el valor nominal, salvo que se prevea una prima de rescate.
- Obligatoriamente se debe dotar una reserva indisponible equivalente al valor nominal de las acciones rescatables.
- Si los estatutos no prevén nada al respecto, el incumplimiento de la obligación de rescatar en la fecha fijada faculta al titular de las acciones a solicitar la disolución judicial de la sociedad transcurrido un año.

Desde 2003, la legislación italiana reconoce formalmente la clase constituida por acciones rescatables (*azioni riscatabili*)⁸¹². La posible utilización de esta figura ha pasado por tres etapas (anterior al año 2000, periodo 2000-2003 y posterior al 2003). Hasta el año 2000 existía

⁸⁰⁶ *Ibidem.*, p. 59.

⁸⁰⁷ *Ibidem.*, p. 47.

⁸⁰⁸ La legislación de las acciones rescatables establecida en Luxemburgo "tiene unos rasgos muy cercanos a las establecidas en el *Common Law*". Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, op. cit., p. 211.

⁸⁰⁹ Art. 37.2 Ley 10/08/1915 y Ley 18/09/1933.

⁸¹⁰ Sección VI del Capítulo III del *Código das Sociedades Comerciais*, aprobado por el Decreto-Ley 262/86, de 2 de septiembre de 1986.

⁸¹¹ El Derecho Portugués sólo permite las rescatables cuando sean privilegiadas; además este privilegio debe ser de tipo patrimonial. Art. 345.1 del *Código das Sociedades Comerciais*.

⁸¹² Art. 2437 *sexies Codice Civile*.

jurisprudencia⁸¹³ y doctrina⁸¹⁴ favorable a que se pudieran emitir acciones rescatables, sin que la legislación lo tuviera previsto. En el año 2000 es presentado el *Progetto di legge* nº 6751 (Proyecto Veltroni). El art. 5.g del capítulo III de este Proyecto de Ley preveía la posibilidad de la emisión de *azioni riscattabili*, bajo los límites y condiciones previstas en el art. 39 de la II Directiva⁸¹⁵. El seguidísimo del proyecto de ley con la norma comunitaria cambia al emitirse la norma legal definitiva en el año 2003. La inserción formal de las acciones rescatables se produjo en el Decreto Legislativo de 17 de enero de 2003, nº 6, relativo a la *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, nº 336*⁸¹⁶. Esta regulación no sigue el esquema legal propuesto en el art. 39 de la Segunda Directiva⁸¹⁷. Por el contrario, autoriza la inserción de cláusulas de rescate de acciones a favor de la sociedad o del socio, efectuando una remisión directa a la disciplina del derecho de separación del socio (art. 2437 *ter.* y *quáter Codice Civile*) y de la adquisición de sus propias acciones (art. 2357 y 2357 *bis Codice Civile*). De esta forma, la legislación definitiva acude a figuras ya utilizadas en su legislación en vez de utilizar una nueva figura al estilo anglosajón⁸¹⁸.

A pesar de que la legislación francesa nunca reguló las acciones rescatables, parte de la doctrina está a favor de su regulación⁸¹⁹ y utilización⁸²⁰. La única mención expresa sobre el rescate aparece en la posibilidad de que la Junta General decida rescatar las acciones preferentes sin voto⁸²¹. Los estatutos sociales de una sociedad anónima pueden tener establecido que las acciones preferentes sin voto pudieran ser rescatadas a opción de la empresa emisora, siempre que se cumpla una condición: que la emisora hubiera obtenido beneficios distribuibles en los dos últimos ejercicios contables⁸²². Tras el rescate, las acciones son amortizadas, reduciendo el capital social proporcionalmente. La *Ordonnance nº 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières*⁸²³, realizó una reforma del régimen jurídico de los valores mobiliarios de las sociedades mercantiles. Desde ese momento, las acciones privilegiadas de sociedades anónimas pueden ser rescatadas de dos formas. La primera, válida tanto para empresas cotizadas como no cotizadas, permite el rescate de las acciones, siempre que sean preferentes. El rescate debe estar establecido en estatutos, y en caso que no estuviese reflejado en los estatutos sociales, puede tener su origen en la junta extraordinaria de accionistas o en los administradores por delegación de aquella (art. L. 228-12 *Code de Commerce*). La segunda, exclusivamente aplicable a empresas cotizadas, consiste en que las

⁸¹³ *Appello Milano*, 14 de julio de 1982 (decr.) *Giurisprudenza Commerciale*, 1983, p. 397. Tribunale Genova, 3 de enero de 1986, *Banca, borsa, titoli di credito*. *Rivista bimestrale di dottrina e giurisprudenza*, 1986, pp. 191 y ss. Tribunale Milano, 14 de julio de 1988, *Banca, borsa, titoli di credito*. *Rivista bimestrale di dottrina e giurisprudenza*, 1991, p. 106. *Appello Lecce*, 9 de septiembre de 1996, *Le società*, 1996, p. 1413.

⁸¹⁴ Vid. CALVOSA, L.: *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, p. 27., CAVALLO BORGIA, R.: *Azioni e obbligazioni di società*, Padova, 1988, pp. 281-287.

⁸¹⁵ En la *Relazione de Accoppiamento* se especifica que la introducción de las acciones rescatables debe seguir en todo a la normativa comunitaria, estableciendo la necesaria autorización estatutaria, desembolso íntegro de las acciones, debida publicidad y el rescate con cargo a beneficios o reservas disponibles (para lo cual hay que dotar una reserva indisponible) o a través de una nueva emisión.

⁸¹⁶ G.U de 22 de enero de 2003, nº 17 *Suppl. Ord.*

⁸¹⁷ Vid. CHAMORRO, M.C. *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, op. cit., 2007, p. 223.

⁸¹⁸ La legislación italiana se basa en figuras preexistentes, como las acciones propias y las resultantes del derecho de separación. La mayoría de las legislaciones, pertenecientes al área geográfica de la Unión Europea, que regulan las acciones rescatables según lo establecido en el art. 39 de la II Directiva, tienen un marcado carácter anglosajón, como el Derecho danés, holandés y portugués; todas ellas regulan la posibilidad de emitir una figura independiente de acciones rescatables al estilo anglosajón.

⁸¹⁹ Vid. JEANTIN, M.: "Observations sur la notion de catégorie d'actions", *Recueil Dalloz Sirey*, nº 12, 80-96, 1995, p. 80.

⁸²⁰ La doctrina no ve inconvenientes en la admisibilidad de la figura por vía interpretativa. *Ibidem*, p. 90.

⁸²¹ Esta posibilidad está recogida en el art. 269.8 *Loi nº 66-537 sur les sociétés commerciales*, de 24 de julio de 1966, que paso a ser el art. L. 228-19 del *Code de Commerce* de 2004.

⁸²² Art. 269.8 *Loi nº 66-537 sur les sociétés commerciales*, de 24 de julio de 1966, que paso a ser el art. L. 228-19 del *Code de Commerce* de 2004.

⁸²³ Diario Oficial de 26 de junio de 2004. Decreto de aplicación nº 2005-10 de febrero de 2005.

acciones podrán ser rescatadas a iniciativa del emisor o del suscriptor⁸²⁴ (art. L. 228-20 *Code de Commerce*)⁸²⁵.

El Derecho alemán no recoge regulación alguna sobre las acciones rescatables ni antes ni después de la adaptación de la normativa comunitaria⁸²⁶. En la *Aktiengesetz* de 1937 existía la posibilidad de utilizar la amortización de capital, pero "siempre ligada a la reducción de capital"⁸²⁷.

En la *Aktiengesetz (AktG)* de 1965 no hay previsiones específicas sobre las acciones rescatables, pero sí sobre el rescate de acciones como modalidad de reducción de capital social⁸²⁸. El rescate de acciones lleva aparejada la correspondiente reducción de capital, sin perjuicio de que estatutariamente pueda establecerse que el rescate tenga lugar con cargo a beneficios o con cargo a reservas dotadas para tal fin. Si el rescate estuviese prefijado en fecha e importe, no será necesario el posterior acuerdo de la junta de socios, sino que únicamente se precisa la ejecución por parte del órgano de administración.

El Derecho alemán, por tanto, no especifica una clase de acciones, sino que el rescate está relacionado con el régimen de la «amortización prescrita en estatutos» (*Zwangseinziehung*) de los §§ 237-239 AktG, y de la reserva por capital amortizado de las rescatables en el régimen de la «reserva de capital» (*Kapitalrücklagen*) del § 272 (2) 4 HGB y § 237 (5) AktG⁸²⁹. La norma permite además dos opciones: (a) la amortización forzosa (sin compensación del accionista), siendo ésta solamente permitida cuando estaba previsto previamente en los estatutos⁸³⁰, (b) la amortización previa autorización por los accionistas (con compensación del accionista) en ambos casos, el rescate tiene que constar previamente en los estatutos de la SA alemana.

Actualmente, el art. 71.1 AktG ofrece ocho causas tipificadas para un rescate de acciones por la propia sociedad. La decisión de recompra está vinculada al voto favorable de la junta de accionistas (*Hauptversammlung*). Sin embargo, el art. 71 AktG no regula las acciones rescatables cuyo objetivo principal de emisión ha sido el posterior rescate. Frente a esta regulación, la doctrina germana⁸³¹ está a favor de una regulación más concreta que permita una mayor utilización de las acciones rescatables al estilo de la Segunda Directiva 77/91/CEE y del Derecho anglosajón.

La Comisión Oficial *Corporate Governance-Unternehmensführung-Unternehmenskontrolle-Modernisierung des Aktienrechts*, conocida como Comisión Baums,

⁸²⁴ Si el mercado carece de las condiciones de liquidez establecidas en los estatutos, o si no están establecidas las condiciones en estatutos, las condiciones serán las que marquen las autoridades que regulan el mercado.

⁸²⁵ Aparte de lo establecido en los requerimientos legales, la jurisprudencia es partidaria de poder incluir una cláusula estatutaria de rescate (*clause de rachat*) que permita excluir un determinado grupo de accionistas de una sociedad, lo cual ha sido utilizado para evitar los intentos de control sobre una de las sociedades del grupo. *Vid. Court d'Appel de Reims, 24 avril 1989, p. 4. Appel de Rouen, 8 février 1974, Revue des Sociétés, 1974, p. 508. Court d'Appel d'Orléans, 26 septembre 1989, Droit des sociétés, 1990, p. 4.*

⁸²⁶ No existe la posibilidad de emitir acciones rescatables para la generalidad de los diferentes tipos de empresas. Sin embargo, sí existe, en la Ley que regula la sociedad anónima de inversión (*Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen -Investmentmodernisierungsgesetz- InvG*), un supuesto de acciones con derecho de rescate para las sociedades anónimas con capital variable (Sección 3, Capítulo 3, art. 1, §§ 104 y ss.). Este derecho de rescate, a favor exclusivamente de los titulares, lo tienen todas las acciones de esas sociedades por el mero hecho de ser emitidas, por lo que no debería considerarse una clase de acciones.

⁸²⁷ *Vid. LUTTER, M.: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, op. cit., 1989, p. 781.*

⁸²⁸ *Aktiengesetz 1965, §§ 237 y 71.1.6.*

⁸²⁹ Sin embargo, esta amortización de acciones, según § 237.1 AktG, conlleva la reducción del capital, y por tanto no se debe confundir con el rescate de acciones (sin reducción de capital).

⁸³⁰ *Aktiengesetz vom 6. september 1965 (BGBl. I S. 1089), versión 9 de diciembre de 2010 (BGBl. I S. 1900).*

⁸³¹ *Vid. GESSLER, E; HEFERMEHL, W; ECKART, U.; KROPFF, B.: Aktiengesetz Kommentar, band IV, 16 Lieferung, München, 1994, pp. 121 y ss. HABERSACK, M.: "Rückerwerbbarer Aktien auch für deutsche Gesellschaften", en *Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag*, Köln, 2000, p. 1331. HABERSACK, M.; MAYER, C.: "Share Buybacks in English and German Company Law", *The Company Financial and Insolvency Law Review*, 3, 2000, pp. 330 y ss.*

creada el 29 de mayo de 2000, intentó modernizar el Derecho de sociedades. El Informe final de esta Comisión, con fecha de 10 de julio de 2001, intentó introducir las acciones rescatables según lo dispuesto por el art. 39 de la Segunda Directiva⁸³², de forma que para las acciones rescatables se debería establecer un límite máximo de emisión del 50% del capital social (Rz. 235). Estas recomendaciones no fueron introducidas al fin en la AktG.

3.2. ACCIONES RESCATABLES EN EL DERECHO ESPAÑOL

La denominación "rescatable", utilizada en la legislación española, es la consideración del fenómeno de amortización desde la perspectiva de la sociedad emisora. Antes de su inclusión en el Derecho positivo, no eran normalmente denominadas, por el mercado y la doctrina, como acciones rescatables; la nomenclatura más común era la de acciones "redimibles", en menor medida "redimidas"⁸³³. Aunque la figura fue recogida anteriormente por la Segunda Directiva, la LRLMV fue el texto que incorporó por primera vez las acciones rescatables en España.

3.2.1. Regulación hasta el Anteproyecto de Ley de 1987

Aunque con poca presencia, la institución de las rescatables no era desconocida en el mercado financiero español antes de su incorporación en la Unión Europea. No faltan, en la práctica societaria del siglo XX, ejemplos de acciones rescatables en sociedades españolas, fundamentalmente, en ejecución de una específica cláusula estatutaria de rescate⁸³⁴. Por eso, la emisión de acciones rescatables a partir de 1998 no constituye una absoluta novedad en España, aunque sí lo es que, por primera vez, se haga siguiendo una regulación positiva.

Los primeros ejemplos de acciones rescatables aparecen en empresas concesionarias. Las sociedades que explotaban una concesión de obra o un servicio público regulaban estatutariamente la amortización de sus acciones durante la vida de la sociedad. La racionalidad de la amortización estatutaria se fundamentaba en la presunta existencia de necesidades decrecientes de capital. Al finalizar la concesión, que tenía un plazo determinado, los bienes y derechos afectos a la explotación revertían a la administración cedente (o a un tercero). En esta situación, los gestores establecían las correspondientes previsiones de amortización de los recursos propios.

La práctica empezó a generalizarse con la introducción en nuestro país de sociedades de economía mixta que, con participación de accionistas privados, tenían por objeto la ejecución de obras de interés público o la explotación de un servicio público. En este ámbito, una sociedad que explotaba una concesión administrativa o un servicio público, se constituía en "régimen de economía mixta" con participación privada y pública. Como el derecho concesional era temporal, la práctica más usual consistía en la previsión estatutaria de amortización del capital privado antes de una determinada fecha⁸³⁵. Mediante la amortización de los capitales privados se articulaba la reversión al Estado o a la entidad pública de la concesión o del servicio⁸³⁶. No faltan ejemplos en los diferentes niveles de ordenación territorial del Estado,

⁸³² Otra medida de la Comisión Baums es el establecimiento de medidas para incentivar la emisión de *tracking stocks*, que es una clase de acciones caracterizada por estar vinculadas a un sector concreto de la actividad económica de la sociedad emisora.

⁸³³ Las acciones rescatables son la misma figura que fue designada como "redimibles" por el primer autor que estudió detenidamente la figura. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables o redimibles", *La Ley*, tomo IV, 1990, pp. 1164-1171.

⁸³⁴ A pesar de que hasta 1998 no están legisladas las acciones rescatables en España, algunas empresas las emitieron con anterioridad a esa fecha, por ejemplo la Compañía General de Ferrocarriles (hoja número 12.859 del Registro Mercantil de Barcelona).

⁸³⁵ Normalmente, el derecho concesional tenía una duración de 50 ó 99 años. La Compañía General de Ferrocarriles, analizada anteriormente, tiene un periodo máximo de concesión de 99 años, según establece el art. 22 de la Ley General de Ferro-carriles de 23 de noviembre de 1987, Capítulo, II: "La concesión de las líneas de servicios y general se otorgarán por término de 99 años cuando más".

⁸³⁶ En la jurisprudencia es muy interesante la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de marzo de 1986 sobre la «Empresa mixta de servicios funerarios de Madrid». Ver comentarios sobre ella realizados por VELASCO SAN

aunque la práctica acabó siendo frecuente en las sociedades municipales⁸³⁷ que explotaban, en régimen de economía mixta, ciertos servicios públicos municipales⁸³⁸.

3.2.2. Inclusión en el Anteproyecto de Ley de 1987

El Anteproyecto de la Comisión General de Codificación, de 17 de junio de 1987, de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de Sociedades (Anteproyecto LRPA 1987), incluyó la primera referencia legislativa⁸³⁹, aunque no fuera definitivamente aprobada⁸⁴⁰, sobre las acciones rescatables.

En el Anteproyecto LRPA 1987 existía un precepto, el art. 47, en la sección dedicada a legislar “la adquisición por la sociedad de sus propias acciones”, que contenía una regulación de las acciones rescatables muy detallada y derivada del art. 39 de la Segunda Directiva 77/91/CEE (que a su vez procede de la británica).

La semejanza entre el Anteproyecto LRPA 1987 y la Segunda Directiva 77/91/CEE es evidente ya que comparten varios rasgos característicos. Ambos textos obligan a que las acciones estén desembolsadas: “Estas acciones deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de su suscripción” (Anteproyecto LRPA 1987, art. 47.o.1) y “(...) Estas acciones deberán estar enteramente liberadas” (II Directiva, art. 39.b).

En ambos textos se establece una preferencia por dos métodos de rescate sobre el resto: “La recuperación sólo podrá tener lugar con la ayuda de las sumas distribuibles, o del producto de una nueva emisión efectuada con miras a esta recuperación” (II Directiva, art. 39.d) y “La adquisición por la sociedad de las acciones rescatables a efectos de su amortización, habrá de realizarse con cargo a los beneficios o a las reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la junta general con el fin de financiar esa adquisición” (Anteproyecto LRPA 1987, art. 47.o.3).

Para el primero de los métodos de rescate, la amortización con cargo a reservas, las dos regulaciones establecen la obligación de dotar una reserva disponible: “Deberá incorporarse un importe igual al valor nominal o, a falta de valor nominal, al valor contable de todas las acciones recuperadas en una reserva que, salvo en casos de reducción de capital suscrito, no podrá ser distribuida entre los accionistas; esta reserva sólo podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas” (II Directiva, art. 39.e) y “Cuando la adquisición de las acciones rescatables se haga con cargo a beneficios o reservas libres, el importe del valor nominal de las acciones amortizadas deberá destinarse a una reserva de la que sólo será posible disponer con los mismos requisitos exigidos para la reducción del capital social. No será preciso dotar esa reserva en la medida en que la adquisición de las acciones se realice con cargo al importe de una nueva emisión acordada por la Junta General con el fin de financiar aquella adquisición” (Anteproyecto LRPA 1987, art. 47.o.4).

PEDRO, L. A.: “Sociedades anónimas: distinción entre amortización y reembolso de acciones”, *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, nº 11, abril-agosto, 1986, pp. 3577-3590.

⁸³⁷ En el Derecho español vigente, la amortización del capital privado de las sociedades mixtas municipales está recogida en el art. 111 del Reglamento de Servicios de las Corporaciones Locales: “1. Las Empresas mixtas se constituirán por un plazo que no exceda de cincuenta años. 2. Expirado el período que se fijare, revertirá a la Entidad Local su activo y pasivo y, en condiciones normales de uso, todas las instalaciones, bienes y material integrante del servicio. 3. En la constitución o Estatutos de la Empresa habrá de preverse la forma de amortización del capital privado durante el plazo de gestión del servicio por la misma, y expirado el plazo que se fije revertirán a la Entidad Local, sin indemnización, el activo y pasivo y, en condiciones normales de uso, todas las instalaciones, bienes y material del servicio”.

⁸³⁸ “Desde la Ley municipal de la II República, las sociedades mixtas locales constituyeron el marco en el que nació la amortización estatutaria”. *Vid.* MONTOYA MARTIN, E.: *Las empresas públicas sometidas al Derecho privado*, Marcial Pons, Zaragoza, 1996, p. 217.

⁸³⁹ Art. 47.o) del Anteproyecto LRPA 1987.

⁸⁴⁰ Aunque el Anteproyecto LRPA 1987 reguló las acciones rescatables, sus contenidos no fueron definitivamente incluidos en el TRLSA, lo que generó un profundo debate doctrinal sobre su posible admisión.

Sin embargo, existen diferencias entre el Anteproyecto LRPA 1987 y la Segunda Directiva 77/91/CEE. La principal es que la Segunda Directiva establece que "las condiciones y modalidades de recuperación serán fijadas por los estatutos o por la escritura de constitución" (art. 39.c), mientras que el Anteproyecto LRPA 1987 limita al primero de ellos, aunque les confiere la amplitud temporal de que sea en el momento inicial o en un momento posterior: "Tanto en los estatutos primitivos como en sus ulteriores modificaciones, podrá acordarse la emisión de acciones rescatables fijando el plazo, precio y condiciones en que la sociedad habrá de amortizarlas" (art. 47.o.2).

Mientras que el Anteproyecto LRPA 1987 no especifica nada sobre la publicidad del rescate, la Segunda Directiva 77/91/CEE establece que "la recuperación será objeto de una publicidad efectuada según las normas previstas por la legislación de cada Estado miembro de conformidad con el art. 3 de la Directiva 68/151/CEE" (art. 39.h).

El Anteproyecto LRPA 1987 no regula la financiación de la prima de rescate. Por contra, el art. 39.g de la Segunda Directiva 77/91/CEE señala que "cuando, como consecuencia de la recuperación, se hubiera previsto el abono de una prima a favor de los accionistas, el valor de esta prima sólo podrá ser deducido de las sumas distribuibles de conformidad con el apartado 1 del art. 15, o de una reserva, distinta de la prevista en la letra e), que, salvo en casos de reducción de capital suscrito, no podrá ser distribuida entre accionistas; esta reserva solamente podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas, para cubrir los gastos mencionados en la letra j) del art. 3, o los gastos de emisiones de acciones o de obligaciones, o para efectuar el pago de una prima a favor de los poseedores de las acciones o de las obligaciones a recuperar".

Por último, la Segunda Directiva 77/91/CEE no establece la reducción de capital social como método subsidiario frente a la reducción de capital con cargo a los beneficios o a las reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones, sin embargo, el art. 47.o.6 del Anteproyecto LRPA 1987 recoge que "en el supuesto de que no existan beneficios o reservas libres, ni se emitan nuevas acciones para financiar la adquisición, ésta sólo podrá llevarse a cabo siempre que se cumplan todos los requisitos necesarios para la correspondiente reducción de capital conforme a lo dispuesto en los arts. 101 y 101.a) de la presente Ley".

Tras este análisis, se infiere que el Anteproyecto LRPA 1987 es un intento de adaptar la Segunda Directiva 77/91/CEE a la legislación española y, a su vez, es el germen de la posterior regulación de las acciones rescatables en 1998. Independientemente de que sean origen y causa de normas, los tres textos presentan diferencias de redacción.

De la regulación del Anteproyecto LRPA 1987 es necesario resaltar el punto 47.o.5, donde se especifica el supuesto en el que los beneficios y las reservas libres no fueran suficientes para abonar el importe previsto en los estatutos para la adquisición por la sociedad de las acciones rescatables. En este caso, se distribuirá entre éstas la cantidad disponible, reduciendo su valor nominal en la proporción correspondiente. La exclusión de este supuesto en el texto de 1998 puede interpretarse como que si en el contrato aparece, será válido, mientras que si no está especificado, no podrá aplicarse.

3.2.3. Ausencia de regulación en el TRLSA de 1989

Cuando en 1989 se deroga la LSA de 1951, la utilización de las acciones rescatables tenía una presencia marginal únicamente en el ámbito de las sociedades concesionarias municipales.

El texto que en ese momento nacía, el TRLSA, silencia la emisión y amortización de acciones rescatables, pero además la desvincula de una parte significativa de su operatividad práctica: la "amortización con cargo a reservas".

En los arts. 39 y 101 LSA 1951, la "amortización con cargo a reservas" estaba asociada a la amortización de las acciones que hoy se denominan "rescatables" y a la entrega de los bonos

de disfrute a los titulares de las acciones amortizadas. Por el contrario, en el art. 167.3 TRLSA 1989 desapareció todo rastro de dicha práctica: por un lado, se desvincula la amortización con cargo a reservas de la finalidad de rescatar estas acciones, y por el otro, el regulador elimina de la Ley todo lo relativo a las "acciones rescatables".

La amortización de acciones del art. 167.3 TRLSA pasa a ser una modalidad más de la reducción de capital. Como las demás modalidades de reducción, puede emplearse para unos determinados fines, y entre sus finalidades, el legislador no contempló la amortización de rescatables.

La creación de acciones rescatables era objeto de duras críticas por la mayoría de la doctrina que, con diversos argumentos, cuestionaba su admisibilidad en el Derecho español. Estas críticas doctrinales fueron una de las razones fundamentales para que la figura, regulada en el Anteproyecto LRPA 1987, no llegara a formar parte de la legislación definitiva en 1989.

Los principales argumentos de los autores contrarios a la entrada de la figura en nuestro ordenamiento⁸⁴¹, eran tres: la temporalidad de las acciones rescatables era contraria a la cualidad de estabilidad de los socios⁸⁴², la amortización a voluntad del accionista era una hipótesis únicamente académica y, por último, la ausencia de límite cuantitativo para la emisión de acciones rescatables en el texto del Anteproyecto LRPA 1987 parecía peligrosa.

Los autores contrarios a su introducción en el TRLSA argumentaban que era una figura únicamente válida para las peculiaridades de otras legislaciones distintas a la nuestra, ya sea la concepción dual del capital del Derecho británico⁸⁴³ o la amortización sin reducción de capital del Derecho francés o portugués⁸⁴⁴. En la misma línea, la posible incorporación de la figura en nuestro ordenamiento tuvo una argumentación contraria por una corriente de opinión que las consideraba incompatibles con los principios configuradores de la sociedad anónima⁸⁴⁵.

⁸⁴¹ Vid. CUESTA RUTE DE LA, J. M^a: "Clases especiales de acciones y su problemática", *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, nº 106-107, julio-octubre, 1973, p. 975. PAZ ARES, C.: "Negocios sobre las propias acciones", *op. cit.*, 1987, p. 526. ALONSO ESPINOSA, F, J.: «Configuración estatutaria de las acciones (en torno a los arts. 9, G y k) de la Ley de Sociedades Anónimas según el R.D. Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre», *RGD*, nº 550-551, 1990, pp. 5517-5546. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Aumento y reducción de capital", ..., *op. cit.*, 1987, pp. 292 y 370. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo", *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, nº 613, 1992, pp. 2495 y 2503. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "La acción y los derechos del accionista", en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, 1994, p. 292. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario", *RDBB*, nº 71, julio- septiembre, 1998, 839-856, p. 843.

⁸⁴² Parte de los autores críticos opinaban que esta clase de acciones no encajaba con la estricta concepción imperante sobre el capital social y con el carácter permanente que implicaba la condición de accionista. Por ejemplo, SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Aumento y reducción de capital", *op. cit.*, p. 363, se pronunció a favor de la desaparición del texto definitivo por entender que su naturaleza de títulos de "quita y pon" se "compadece mal con la esencia de la aportación capitalista cual es su carácter indefinido y no temporal", incluso afirma que la "transitoriedad repugnaba la fijeza de los socios".

⁸⁴³ Para PAZ ARES, C.: "Negocios sobre las propias acciones", *op.cit.*, p. 526, la introducción de las rescatables no puede hacerse sin "fricciones en nuestro sistema". Este autor opina que la institución es exclusiva de un ordenamiento como el británico en que se distingue entre «capital nominal» y «capital autorizado». Incluso, en la misma página, afirma que el procedimiento de rescate no es aplicable a la legislación española ya que "no presenta la peculiar dualidad de capitales de la legislación británica, en la que se basa la Segunda Directiva".

⁸⁴⁴ La doctrina contraria a la inclusión argumentaba que, en la legislación española, sólo era posible realizar una amortización de acciones cuando fuera acompañada de la consiguiente reducción de capital: "La imposibilidad de realizar una amortización sin reducción" conducía al rechazo de las acciones rescatables por parte de la doctrina. Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Aumento y reducción de capital", *op. cit.*, p. 370. Vid. ALONSO ESPINOSA, F, J.: «Configuración estatutaria...», *op. cit.*, pp. 5517-5546. PAZ ARES: "Negocios sobre ...", *op. cit.*, p. 526, también apunta la duda sobre la naturaleza del rescate por amortización y, en concreto, sobre la aparente existencia de "una amortización sin reducción de capital al modo francés o portugués, inasimilable en nuestro Derecho".

⁸⁴⁵ SÁNCHEZ ANDRÉS, "Apunte crítico ...", *op. cit.*, p. 843, consideraba que la regulación española de las acciones rescatables podía "atentar contra los Principios Configuradores de la Sociedad Anónima que protegen al accionista y acreedor".

De igual forma, antes de ser recogido en el TRLSA, existieron opiniones doctrinales⁸⁴⁶ a favor de la compatibilidad de las acciones rescatables con nuestra legislación, basándose en el art. 75 TRLSA que regulaba la adquisición derivativa de acciones propias y en el 170 TRLSA sobre reducción de capital mediante amortización de acciones.

Los argumentos empleados por la parte de la doctrina favorable a su admisión eran, fundamentalmente, tres. Primero, todas las acciones están sujetas a tiempo⁸⁴⁷. Además, todas las acciones pueden ser forzosamente amortizadas⁸⁴⁸. Con estas dos razones se advertía la cualidad de rescate de todas las acciones. Por último, existen dos figuras próximas al rescate: la exclusión (art. 84.2 TRLSC) y la separación (arts. 346-349 TRLSC) de socios⁸⁴⁹. Estos tres aspectos⁸⁵⁰ son los principales argumentos de los defensores de la inclusión de la figura en nuestro ordenamiento antes de que estuviera regulada, aunque no son los únicos⁸⁵¹.

Incluso, parte de la doctrina⁸⁵² no se conformó con la ausencia de regulación y llegó a defender su admisibilidad en el Derecho positivo bajo el régimen del propio TRLSA (sin las modificaciones realizadas en la reforma de 1998 que incorporaba de forma expresa las acciones rescatables a la legislación mercantil española). Para ello, era imprescindible combatir los argumentos expuestos en su día contra su recepción en el TRLSA. El razonamiento, convenciera o no, consistía sencillamente en demostrar que la admisión de las rescatables no quebraba principio alguno del Derecho de sociedades anónimas español: las rescatables eran acciones de

⁸⁴⁶ Vid. FERNÁNDEZ ARMESTO, J.; DE CARLOS BERTRÁN, L.: *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992, p. 463. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento de los recursos propios*, Marcial Pons, Zaragoza, 1992. BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las clases de acciones ...", *op. cit.*, 1994, p. 215. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno al concepto ...", *op. cit.*, p. 925.

⁸⁴⁷ Se incidía en la existencia de "la posibilidad de fijar un término a la vida social en estatutos y que opere como causa de disolución", de donde se deriva que "en este supuesto hay un andamiaje idéntico al de las acciones rescatables". Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables o redimibles", *La Ley*, tomo IV, 1990, p. 1169. Con posterioridad a la LRLMV, GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, p. 3.

⁸⁴⁸ "Toda acción puede ser amortizada forzosamente". Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables o redimibles", *op. cit.*, pp. 1169 y 1170. Con posterioridad a la LRLMV, GARCÍA DE ENTERRÍA "Las acciones rescatables", *op. cit.*, p. 3, realiza afirmaciones similares.

⁸⁴⁹ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables o redimibles", *op. cit.*, p. 1170. Con posterioridad a la LRLMV, GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, p. 3.

⁸⁵⁰ Con posterioridad a la LRLMV, GARCÍA-CRUCES, J.A.: "Notas en torno al concepto ...", *op. cit.*, p. 926, intentaba desmontar los anteriores tres argumentos. Sobre el primero destaca que "una cosa es limitar la vigencia de la sociedad en el tráfico, donde el vencimiento no afecta a la personalidad y capacidad de la misma sociedad, ni conlleva la amortización de las acciones, y otra muy distinta es interrogarse acerca de la procedencia de una práctica foránea". Respecto al segundo, afirma que "la posibilidad de amortización forzosa de las acciones nada tiene que ver con la emisión de las acciones rescatables, por cuanto que éstas la previsión del rescate determina la necesaria exigibilidad de su amortización". En último lugar, la alusión a las figuras de exclusión y separación le parecen al autor desafortunadas, ya que ambos supuestos responden a un fundamento radicalmente distinto del de las acciones rescatables. "Mientras que en éstas su fundamento radica en procurar recursos con una limitación temporal, en el supuesto de exclusión el abandono del socio tiene carácter necesario como consecuencia del incumplimiento de una obligación esencial, y en el supuesto de separación, como resultado de la verificación de un supuesto de hecho que el ordenamiento considera que resulta, para el socio disidente, lo suficiente relevante como para que no le sea soportable continuar en la sociedad".

⁸⁵¹ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables o redimibles", *op. cit.*, pp. 1170-1171, quien aducía, en favor de su admisión, que "la emisión de acciones rescatables ni vulneraba el supuesto derecho del socio a mantener esta condición, ni perjudicaba los derechos de los acreedores, ni quebraba el sistema de nuestra disciplina de reducción de capital". En su opinión, "no vulneraba el derecho a conservar la condición de socio, porque, de existir, no era lo suficientemente poderoso como para hacer ineficaz la cualidad de rescatable de una acción cuando ésta hubiera sido aceptada por su tenedor. No perjudicaba los derechos de los acreedores porque la emisión de acciones rescatables debía inscribirse en el registro, con lo que el acreedor estaba informado previamente, y en cualquier caso, el reembolso debía respetar su derecho de oposición. Además, con una previsión anticipada en los estatutos no sería necesario un acuerdo posterior de la junta general de accionistas para realizar la reducción. En cuanto a la contrapartida de la reducción, nuestro derecho conoce un mecanismo de amortización con cargo a beneficios o reservas libres con reducción de capital suscrito y dotación de reserva indisponible". De acuerdo con esta opinión, las acciones rescatables se configurarían como acciones atípicas cuya emisión podría acordar la junta general, pero que no supondrían un problema de incompatibilidad con el conjunto del articulado mercantil español.

⁸⁵² Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables o redimibles", *op. cit.*, pp. 1169-1170. FERNÁNDEZ-ARMESTO, J.; DE CARLOS, L.: *El Derecho del mercado financiero*, *op. cit.*, p. 463.

una determinada clase del art. 49 TRLSA, su singularidad radica en el hecho de tener una previsión estatutaria de rescate, y por último, su amortización podía realizarse por los procedimientos normales de reducción de capital regulados en los arts. 163 y ss. del TRLSA sin necesidad de invocar la forzosa existencia de una amortización sin reducción de capital social.

Respecto a la confrontación entre los argumentos, a favor y en contra, vertidos frente a la introducción de las acciones rescatables en España, lo adecuado es posicionarse en defensa de la compatibilidad de la figura con el Derecho español. Para argumentarlo es necesario reflexionar sobre la debilidad de los argumentos contrarios.

Seis son las objeciones más comunes contra la recepción de esta institución en el Derecho de sociedades español, las cuales no son válidas: (1) las acciones rescatables impiden la estabilidad del capital, (2) las acciones rescatables son incompatibles con los principios configuradores de la sociedades de capital, (3) la institución de las acciones rescatables no puede trasplantarse a un ordenamiento de sociedades que desconoce, como el nuestro, la diferenciación entre "capital autorizado" y "capital emitido", distinción típica del Derecho tradicional británico de sociedades en que la institución arraigó originariamente, (4) la recepción de la institución no es posible en los ordenamientos que ignoran la amortización de acciones sin reducción de capital, (5) los autores lamentan la falta de límite cuantitativo para la emisión, y (6) la amortización de rescatables es contraria a los principios rectores del capital social, por cuanto menoscaba su intangibilidad.

En primer lugar, las dudas ofrecidas por varios autores, sobre que la transitoriedad repugnaba la fijeza de los socios no tienen sentido en las acciones de sociedades cotizadas (a las que se limita la emisión de las acciones rescatables en 1998). En las empresas cotizadas, la permanencia del accionista-inversor se deriva de la comparación entre las rentabilidades que proporciona las acciones de la empresa y el resto de productos de los mercados financieros; las variaciones de estas rentabilidades serán los elementos fundamentales que determinarán la toma de posiciones, la permanencia o la desinversión hacia otros instrumentos más rentables. Así, no es posible catalogar a la cualidad de socio del pequeño inversor de empresas cotizadas (que normalmente tiene en su cartera diferentes paquetes accionariales) como de fijeza, por el contrario, normalmente el inversor esperará a que sus valores se aprecien para enajenarlos. Como ya existen acciones sin la cualidad de estabilidad, puede admitirse perfectamente la inclusión de las acciones rescatables en el ordenamiento español.

El segundo argumento para valorar negativa o positivamente la incorporación de las acciones rescatables en el Derecho de sociedades español es su compatibilidad con los principios configuradores del derecho de sociedades de capital (art. 10 TRLSA). Parte de los autores que critican la incorporación de las acciones rescatables en la legislación española, aludían a las reticencias de emitir esta figura basándose en la incompatibilidad de la institución con los principios configuradores de las sociedades anónimas. Sin embargo, la utilización de las acciones rescatables no atenta contra los principios configuradores de la sociedad anónima⁸⁵³, ya que el Derecho español establece requisitos para la protección de sus garantías, sea indisponibilizando reservas, concediendo derecho de oposición o estableciendo requisitos de modificación de estatutos.

En tercer lugar, las críticas sobre que el procedimiento de rescate no es aplicable en España, por no presentar la peculiar dualidad de capitales de la pretérita legislación británica, no tiene ningún sentido actualmente (aunque por supuesto, sí tenía sentido en la discusión sobre la conveniencia de incorporar las acciones rescatables en el año 1989). Entre los rasgos

⁸⁵³ La afirmación más rotunda en este sentido es realizada por FERNÁNDEZ ARMESTO, J.; DE CARLOS BERTRÁN, L.: *El Derecho del mercado financiero*, op. cit., pp. 463 y 464, para quienes "existe plena compatibilidad de las acciones rescatables con los principios e instituciones que forman el Derecho de sociedades español". Estos dos autores se refieren a los Principios Configuradores de la SA. Más adelante, en el año 2002, GARCÍA-CRUCES: "Notas en torno al concepto ...", op. cit., pp. 936-927, afirmó que "la incompatibilidad de las acciones rescatables con los principios configuradores de la Sociedad Anónima está superada".

característicos de las acciones rescatables en el Derecho anglosajón donde nacieron, destacaba la diferenciación entre dos conceptos de capital: el "capital autorizado" [*Authorised (Share) Capital*] y el "capital emitido" [*Issued (Share) Capital*]. La institución de rescatables tuvo históricamente un encaje flexible en ese marco normativo, donde la amortización de rescatables era una operación sencilla por su carácter estrictamente contable, es decir, no provocaba una verdadera modificación estatutaria. No se alteraba la cifra de capital autorizado sino que solamente se modificaba el capital emitido, y usualmente, podía realizarse por simple decisión de los administradores, financiada con recursos libres o con el producto de una nueva emisión de acciones. A la vista de estos orígenes y de la particularidad de los Derechos de sociedades en donde se aclimató, no faltaron autores que negaron la viabilidad de la recepción de las rescatables en los ordenamientos donde no existía la dualidad del concepto de capital específico del *Common Law*. Esa opinión es insostenible, y basamos nuestra afirmación en cuatro ideas. En primer lugar, la figura ha sido trasplantada con éxito en ordenamientos desconocedores de tal distinción (Derecho danés, italiano, luxemburgués, portugués, por ejemplo). En segundo lugar, la Segunda Directiva 77/91/CEE no impone como obligatorio el sistema del capital dual, pues en su art. 2.c obliga a incluir en los estatutos o en la escritura de constitución, la cifra de capital autorizado sólo en el caso de existir, y pone a disposición de los ordenamientos de los estados miembros la institución de las rescatables, conozcan o no la diferenciación entre capital emitido y el capital autorizado. En tercer lugar, la regulación y emisión de la figura ha seguido subsistiendo en los Derechos del área del *Common Law* que han ido abandonando tal distinción; tanto el Derecho de sociedades de Canadá, como el de Australia, y más recientemente el del Reino Unido, han derogado la necesidad de especificación estatutaria de la cifra del capital autorizado y, sin embargo, cuentan con regulación positiva de las rescatables. Por último, no parecen adecuadas las críticas sobre la ausencia de la dualidad del capital, porque la amortización de capital permite reducir la cifra de capital sin disminuir las garantías de los acreedores.

El cuarto argumento es que la legislación española no reconoce la amortización de acciones sin reducción de capital. Tampoco tiene fundamento este argumento en la actualidad, cuando la legislación británica ha sido reformada.

La amortización es la extinción de la posición de socio inherente a las acciones. La extinción de la posición de socio exige, a su vez, la reducción del capital social por las acciones amortizadas. En nuestro Derecho, la amortización se instrumenta, exclusivamente, mediante la reducción de capital social del art. 164.3 TRLSA. Sin embargo, el art. 92 ter. TRLSA no contiene indicación expresa alguna sobre la reducción de capital social. Así las cosas, ante el silencio legal, algún sector doctrinal⁸⁵⁴ ha expresado dudas sobre la existencia, en esta materia, de un supuesto excepcional de amortización sin reducción de capital.

En el Derecho anglosajón de sociedades, la amortización de las rescatables se instrumentaba mediante una operación que, aparentemente, no entrañaba una alteración de la cifra de capital social⁸⁵⁵. Algunos autores han entendido que nuestro ordenamiento desconoce la institución de la amortización sin reducción de capital⁸⁵⁶, por lo tanto, entienden que la institución de las acciones rescatables no puede ser importada. Sin embargo, en ordenamientos como el portugués, donde no se recoge la posibilidad de amortización sin reducción de capital (art. 346 CSC), no existe inconveniente en admitir las acciones (privilegiadas) rescatables (art. 345 CSC).

La afirmación de que la emisión de rescatables no es posible en ordenamientos que no admiten la amortización sin reducción de capital es errada, porque resulta de una defectuosa comprensión del funcionamiento del mecanismo de amortización en el Derecho británico tradicional. La amortización de rescatables en el Derecho británico suponía una rebaja de la

⁸⁵⁴ Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, 24 de mayo, 1999, p. 916.

⁸⁵⁵ Al menos, "tal y como nosotros conocemos la reducción de capital". *Ibidem*, p. 916.

⁸⁵⁶ En nuestra opinión sí existe esta figura: la amortización de capital.

cifra de capital emitido porque así lo recogía expresamente la Ley, aunque el montante de capital «autorizado» quedaba inalterado⁸⁵⁷.

En el Derecho británico tradicional la amortización de las rescatables siempre dejaba inalterada la cifra de capital autorizado⁸⁵⁸, lo que hace innecesaria la publicación registral. Existen dos mecanismos alternativos previstos para obtener dicho resultado: la emisión de nuevas acciones destinada a la amortización de las rescatables y la reducción de capital emitido «con cargo a beneficios o reservas». Sólo en el segundo supuesto existe una reducción del capital emitido. En el Derecho británico, la rebaja de la cifra de capital emitido es compensada con la dotación simultánea de otras cuentas de neto indisponible: la reserva indisponible de capital amortizado, la reserva por prima de emisión (también indisponible en el Derecho británico) o el capital social en caso de nueva emisión. Precisamente por este hecho no es necesario seguir el procedimiento establecido en la Ley para rebajar la cifra de capital emitido⁸⁵⁹.

La amortización de rescatables en el Derecho británico puede arbitrarse, en primer lugar, mediante una «operación acordeón»: reducción del capital como consecuencia de la amortización de las rescatables y ampliación simultánea con recursos para financiar la amortización. Alternativamente, mediante una operación de reducción del capital emitido (el correspondiente a las acciones rescatables amortizadas) de las reducciones «con cargo a beneficios o reservas libres». En el primer supuesto no se altera la cifra de capital emitido si el capital resultante de la «operación acordeón» es el mismo (se aumenta por un importe igual al que se reduce por amortización): capital nominal y capital emitido quedan inalterados. En el segundo supuesto queda rebajada la cifra de retención del capital emitido⁸⁶⁰. Sin embargo, como quiera que la rebaja de la cifra de capital emitido derivada de la amortización de rescatables queda compensada por un importe igual en que se dota una reserva asimilable al capital social, la *Capital Redemption Reserve*⁸⁶¹, la cifra de retención (capital emitido más reserva indisponible) queda inalterada. En ambos supuestos, la cuantía indisponible del pasivo (*capital yardstick*) permanece constante.

Una parte de nuestra doctrina ha expuesto sus dudas sobre la naturaleza de la operación que se describe de una manera confusa en el art. 92 ter.1 TRLSA. Incluso se ha llegado a sugerir que es un supuesto de «amortización sin reducción de capital social»⁸⁶². Debe rechazarse tajantemente esta opinión, porque la amortización de las rescatables por el sistema descrito en el art. 92 ter.1 TRLSA es una reducción del capital social «con cargo a beneficios o reservas libres» del art. 167.3 TRLSA; la reserva del apartado segundo del art. 92 ter. TRLSA es la conocida como «reserva por capital amortizado» del art. 167.3 TRLSA reflejada en la subcuenta 1142 del Cuadro de Cuentas del PGC 2007 y del PGC-PYMES.

En España, las garantías quedarían intactas con una disminución de capital social con amortización de capital o con una operación acordeón, ya que en ambas operaciones los recursos indisponibles quedarían intactos. No se puede afirmar que en España se desconozca la amortización sin disminución de capital, ya que la amortización de capital es una operación con idénticos efectos.

Los mecanismos de rescate, tradicionalmente empleados en el Derecho británico, son perfectamente equiparables a los utilizables en nuestro ordenamiento. Su empleo excusa, como allí, de garantizar el derecho de oposición de acreedores que, de otra manera, debería respetarse con ocasión de la amortización y en el seno del correspondiente acuerdo de reducción «efectiva» de capital (reducción con restitución de aportaciones).

⁸⁵⁷ S. 160.4. y s. 170.1. *The Companies Act 1985*.

⁸⁵⁸ S. 160.4 *The Companies Act 1985*.

⁸⁵⁹ Ss. 136-138 *The Companies Act 1985*.

⁸⁶⁰ Así resulta de la s. 160.4 *The Companies Act*.

⁸⁶¹ S. 170 *Companies Act* y art. 39.e II Directiva.

⁸⁶² Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, 24 de mayo, 1999, p. 916.

La ampliación de capital compensatoria de la reducción no presenta problemas de utilización en nuestro ordenamiento, ya que es similar a la «operación acordeón» del art. 169 TRLSA: una reducción de capital social por la amortización y una ampliación de capital por el aumento. Tampoco presenta problemas de adaptación la amortización de las rescatables propuesta por el legislador británico y financiada con recursos libres, toda vez que el equivalente de la *Capital Redemption Reserve* es nuestra reserva de capital amortizado del art. 167.3 TRLSA y la operación descrita en *The Companies Act 1985* es nuestra reducción con cargo a reservas disponibles.

El quinto argumento sí estaba justificado; eran las críticas por la falta de límite cuantitativo para la emisión de acciones rescatables en el texto del Anteproyecto LRPA 1987. La necesidad de decretar un límite cuantitativo era evidente, y era una mejora que el texto español debería tener en consideración a la hora de incorporarla definitivamente. La Reforma de 1998 impuso un límite cuantitativo, por lo que esta crítica, totalmente justificada en ese momento, no puede ser ahora un obstáculo para su introducción en el Derecho español.

El sexto y último argumento está referido a que la figura atenta contra la intangibilidad del capital social. Donde sí existe una diferencia relevante entre nuestro Derecho y el británico es en la financiación de la operación de rescate. En el Derecho británico (y portugués), el rescate sólo puede efectuarse con nuevos recursos procedentes de una ampliación de capital *ad hoc* o con cargo a reservas libres⁸⁶³. *The Companies Act 1985* flexibiliza el régimen del rescate en el caso de las *private companies*⁸⁶⁴, al permitir la amortización con cargo a capital y con eventual autorización judicial si se formula oposición⁸⁶⁵. Por el contrario, en nuestro Derecho, el rescate debe efectuarse siempre; incluso cuando la sociedad esté en mala situación patrimonial.

La aplicación del art. 92 ter. TRLSA puede provocar que una sociedad que se encuentre en mala situación patrimonial se vea forzada a privarse de recursos contra capital social, para satisfacer a los antiguos socios. Aparentemente, se ataca de esta forma la intangibilidad del capital social y se coloca a los acreedores en una posición delicada porque si no ejercitan oportunamente su derecho de oposición verán empeorada su situación. Esta carga impuesta a los acreedores, que les obliga a reaccionar frente a la descapitalización parece entrañar un desplazamiento del riesgo del socio hacia los acreedores: el derecho de ciertos socios pasa a tener preferencia sobre el de los acreedores, en contra de la regla general del Derecho español. En los Derechos británico y portugués se establece un principio general, según el cual, sólo pueden rescatarse las amortizables cuando la sociedad cuente con recursos o cuando pueda colocar en el mercado una ampliación de capital; si no ocurre así, no debe rescatar. El Derecho portugués arrastra el incumplimiento del deber de rescate a la disolución de la compañía. En el Derecho británico, el incumplimiento de la obligación de rescatar impide acudir a los jueces para exigir el cumplimiento en forma específica si la sociedad carece de recursos suficientes⁸⁶⁶ y, además, se dice que, en caso de liquidación, el derecho de rescate pasa a ser posterior del de los acreedores⁸⁶⁷. La sociedad por acciones británica⁸⁶⁸ que no pueda emplear ninguno de los procedimientos descritos para el rescate por no contar con recursos libres suficientes para ello, y por no poder colocar en el mercado una ampliación, no podrá cumplir con el deber de rescatar. Esta prohibición implícita del rescate redundante, en el Derecho británico, en la protección de los acreedores sociales puesto que éstos no estarán obligados a soportar una merma patrimonial cuando la sociedad está en dificultades. Por otra parte, la implícita prohibición de amortizar las rescatables en situaciones de desequilibrio patrimonial en las *public companies* resulta ser coherente con el sistema general de protección de acreedores en todo

⁸⁶³ Con la excepción, en el Derecho británico, de las *private companies* en que la amortización puede realizarse con cargo a capital. Cfr. s. 171 *Companies Act 1985*.

⁸⁶⁴ Las *private companies* son sociedades cerradas, asimilables a las españolas SRL y no cotizadas.

⁸⁶⁵ En el seno del procedimiento de autorización y eventual intervención judicial de las ss. 171 y ss. *The Companies Act 1985* se sustancia la protección de los derechos de los acreedores mediante un sistema equivalente a nuestro derecho de oposición.

⁸⁶⁶ S. 178.3 *The Companies Act 1985*.

⁸⁶⁷ S. 178.4 *The Companies Act 1985*.

⁸⁶⁸ Siempre que no sea una *private company*.

supuesto de distribuciones a los accionistas. Se garantiza, por un lado, una solución coherente con el régimen de la distribución de dividendos: no se restituyen aportaciones en el rescate cuando la sociedad no cuente con recursos libres de la misma manera que no se reconocen dividendos cuando la sociedad se encuentra en esa situación; y por el otro, una solución coherente con el régimen de la autocartera: no se rescatan acciones propias cuando no se cuenta con recursos libres, al igual que no se pueden adquirir acciones propias cuando no se puede financiar la operación con beneficios o reservas disponibles.

En España se protege más a los accionistas que a los acreedores, ya que hay que rescatar siempre. Con esta variación, la legislación mercantil se intenta adaptar a las nuevas condiciones del entorno, donde la financiación empresarial es cada vez menos bancaria y más centrada en el mercado de capitales. Basándose en ello, el poder y protección pasa de orientarse más a los inversores y menos a los acreedores⁸⁶⁹, al contrario que se ha proclamado en el derecho de sociedades español.

El Derecho positivo español obliga a amortizar rescatables aun cuando la sociedad esté en pérdidas y cuando no se pueda colocar en el mercado una ampliación de capital con que recaudar nuevos recursos financieros. Es necesario fijarse que normalmente ambas situaciones están relacionadas; cuando una sociedad tiene pérdidas continuadas, es difícil que coloque en el mercado financiero un incremento de capital social para financiarse.

Aunque la recepción en el Derecho español de las acciones rescatables entraña, en comparación con el británico, un menoscabo potencial a la posición de acreedores, es necesario afirmar que los acreedores están debidamente avisados de los riesgos de descapitalización en las condiciones previstas por la emisión de rescatables⁸⁷⁰.

Ahora bien, de lo anterior no se puede afirmar que las rescatables no sean admisibles en nuestro derecho.

3.2.4. Regulación en la Reforma parcial de la LSA de 1998

La omisión de las acciones rescatables en el TRLSA de 1989 se subsanó en la LRLMV. La figura se incorpora al ordenamiento legal español a través de la D.A. Decimoquinta de la LRLMV, que crea la sección 6ª del capítulo IV del TRLSA, con el epígrafe «De las acciones rescatables», dentro del cual se encuentra el art. 92 bis, donde se regula la emisión de acciones rescatables⁸⁷¹, y el art. 92 ter, que regula la amortización de acciones rescatables⁸⁷². El

⁸⁶⁹ Esto tiene su repercusión en las normas contables que, progresivamente, dejan de tener como objetivo fundamental ofrecer una alta protección de acreedores, volcándose en ofrecer mejor información a los inversores. La principal medida es la pérdida de supremacía de la hipótesis contable de prudencia en el PGC 2007 y PGC-PYMES.

⁸⁷⁰ La desprotección será tanto mayor, cuanto mayor sea la «prima de reembolso» (*redemption premium*), entendida como el sobrevalor que representa el precio de rescate respecto al valor nominal. Cfr. la s. 160.2 *The Companies Act* 1985 y el art. 39.g de la II Directiva.

⁸⁷¹ El art. 92 bis TRLSA reguló la emisión de acciones rescatables de la siguiente forma: 1. Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones, o de ambos, por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social. En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate. 2. Las acciones rescatables deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción. 3. Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión.

⁸⁷² Por su parte, el art. 92 ter TRLSA reguló la amortización de acciones rescatables con la siguiente redacción: 1. La amortización de las acciones rescatables deberá realizarse con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General con la finalidad de financiar la operación de amortización. 2. Si se amortizaran estas acciones con cargo a beneficios o a reservas libres la sociedad deberá constituir una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas. 3. En el caso de que no existiesen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación, la amortización sólo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones.

legislador incluyó las rescatables en números bises del TRLSA, situándolos tras la regulación de las acciones sin voto⁸⁷³.

La regulación española se basa en la norma comunitaria que, a su vez, se fundamenta en la británica. Sin embargo, su ubicación es diferente: no está situada en la sección que regula los negocios sobre las acciones propias (lugar habitual en la tradición británica en que las rescatables son un supuesto típico y excepcional de adquisición por la sociedad de sus propias acciones), sino que está próxima a la dedicada a las acciones sin voto.

Aunque en un primer momento (antes de su regulación), las acciones rescatables en España siguieron el modelo francés para instrumentar un problema específico (el de las sociedades de capital mixto)⁸⁷⁴, la regulación de la LRLMV se orienta más al ordenamiento estadounidense⁸⁷⁵, fundamentalmente, para atender la conveniencia de facilitar mecanismos de financiación en los mercados de capitales, por medio de la emisión de híbridos financieros. Con ella, el Derecho español recoge explícitamente la regulación de dos instrumentos financieros con características económico-financieras de rentabilidad, riesgo y liquidez diferentes, las acciones sin voto y las acciones rescatables, que permiten alcanzar una diversificación financiera.

3.2.5. Regulación en el TRLS de 2010

El 3 de julio de 2010, se publica en el BOE el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLS). Este texto traslada los arts. 92 bis y 92 ter TRLSA, transformándolos en los arts. 500 y 501 TRLS respectivamente. El cambio es meramente nominal, pues los contenidos coinciden literalmente.

En la vigente legislación, únicamente se regulan algunos aspectos de las acciones rescatables. El legislador sólo permite su emisión a las empresas cotizadas.

Las condiciones del rescate se establecerán en el acuerdo de emisión; la sociedad emisora tiene un amplio margen para realizar la operación en las mejores condiciones que desee, siempre que sean aceptables por el mercado financiero.

Podrán solicitar el rescate, según las condiciones que se hayan establecido en su emisión, tanto la sociedad emisora, los titulares de las acciones o ambos⁸⁷⁶.

El plazo de rescate será el establecido en las condiciones de emisión. Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad emisora, ésta no lo podrá ejercitar antes de que transcurran tres años desde la emisión.

⁸⁷³ Las acciones sin voto también fueron objeto de importante modificación en la Reforma de 1998.

⁸⁷⁴ El Derecho francés no reconoce la figura de las acciones rescatables, ni en la actualidad ni en ninguno de los textos derogados. A pesar de ello, parte de la doctrina está a favor de su inclusión. *Vid.* JEANTIN, M.: "Observations sur ...", *op. cit.*, 1995, p. 80. La única mención expresa sobre el rescate aparece en la posibilidad de que la Junta General decida rescatar las acciones privilegiadas sin voto (Ley de Sociedades Comerciales, art. 269.8).

⁸⁷⁵ La regulación estadounidense es muy flexible, concediendo a la entidad emisora la potestad de adaptar las emisiones a sus necesidades. *Vid.* HAMILTON, ROBERT W.: *Corporations including*, *op. cit.*, 1992, p. 528. Esta flexibilidad se materializa en las amplias posibilidades que permite la *Revised Model Business Corporation*, con las únicas condiciones de que aparezca en estatutos y que sean abonados con anterioridad al rescate los dividendos acumulativos devengados y no pagados de las acciones rescatables acumulativas. El rescate puede ser (RMBCA, &6.01.c): en primer lugar, a opción de la sociedad, del accionista, de un tercero o cuando acontezca un hecho determinado, en segundo lugar, con reembolso en metálico o con otros activos no monetarios, y por último, en cuantía determinada o determinable, según fórmula matemática, o por referencia a datos o circunstancias extrínsecas.

⁸⁷⁶ La Sentencia núm. 254/2008 de 30 julio JUR 2008\368101 de la Audiencia Provincial de Islas Baleares (Sección 5ª) realiza una distinción entre las reducciones de capital que responden a circunstancias sobrevenidas e imprevistas con que se encuentra una sociedad, de las que son una consecuencia o efecto accesorio de algunas operaciones societarias de significado más complejo. Como ejemplo de estas últimas expone la amortización de acciones rescatables por una sociedad anónima cotizada.

El valor de rescate se deberá fijar en el momento de su emisión, existiendo para ello varias alternativas: valor de mercado, valor nominal, importe desembolsado o cualquier otro valor previsto que se establezca en el momento de la suscripción.

Respecto a la contrapartida del rescate, sólo se podrá producir el rescate cuando se realice por tres medios. En primer lugar, con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General con la finalidad específica de efectuar esta operación de amortización. Es decir, sustituyendo el capital social que se reduce tras el rescate, por una nueva emisión de acciones realizada a tal efecto. En segundo lugar, con cargo a beneficios o a reservas libres, es decir, en condiciones similares a las que se exigen para las reducciones voluntarias de capital, en las que a los acreedores sociales no se les concede derecho de oposición al acuerdo. En estos supuestos se tendrá que constituir una reserva de carácter indisponible con cargo a beneficios o reservas libres, por importe del valor nominal de las acciones que se reembolsen. En tercer y último lugar, subsidiario a los dos anteriores, la amortización podrá efectuarse con los requisitos establecidos para la reducción de capital social con devolución de aportaciones a los socios, reconociendo a los acreedores sociales su derecho de oposición.

3.3. RÉGIMEN JURÍDICO VIGENTE

El régimen jurídico aplicable en la actualidad a las acciones rescatables en España es el general dispuesto para toda acción con las particularidades que, en razón de su carácter redimible, detallan los arts. 500 (emisión) y 501 (amortización) del TRLSC. En este apartado se analizan pormenorizadamente los aspectos más importantes legislados para la emisión y la amortización de las acciones rescatables.

3.3.1. Limitación cualitativa

El art. 500 TRLSC limita la posibilidad de emitir acciones rescatables a favor de cierto tipo de sociedades: las cotizadas. Ésta no supone una limitación más, ya que podemos afirmar que la regulación de las rescatables efectuada en el año 1998 por la LRLMV se incardina en un programa de reforma de la «sociedad cotizada».

En la actualidad, el sistema económico se encuentra en un proceso de cambio continuo. La validez del Derecho Mercantil, como elemento protector del mercado, depende de su adecuada adaptación al sistema económico. En el Derecho Mercantil internacional en general, y español en particular, se están produciendo avances en la distinción de dos tipos de figuras societarias, sociedades abiertas y sociedades cerradas, sobre las que se están realizando modificaciones en sentidos divergentes.

La sociedad abierta es aquella que “desea contar con el mercado bursátil como instrumento de financiación”⁸⁷⁷. Por el contrario, la sociedad cerrada es aquella que no quiere, o no puede, financiarse por medio de una oferta pública de sus valores negociables⁸⁷⁸. La distinción entre sociedad abierta y cerrada prevalece en el derecho comparado, ya que algunas legislaciones⁸⁷⁹ establecen un criterio diferenciador en función de si la financiación se produce o no a través del mercado bursátil.

⁸⁷⁷ Vid. GARCÍA MANDALONIZ, M.: “El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social”, en HIERRO ANIBARRO, S. (Dir.), *Simplificar el Derecho de Sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 2010, p. 256.

⁸⁷⁸ En nuestra legislación, el término “valores negociables” está sustituyendo al tradicional “títulos valores”.

⁸⁷⁹ Podemos encontrar una distinción entre sociedad cotizada y no cotizada en la *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (KonTraG), de 27 de abril de 1998.

La consecuencia de ello⁸⁸⁰ es la necesidad de conceder a la sociedad abierta un conjunto de disposiciones normativas específicas, que proteja el interés del mercado, los derechos de los inversores y el adecuado derecho de información de la sociedad en general.

En el ámbito de la sociedad cerrada las inquietudes son distintas. El Derecho comparado busca la simplificación y la flexibilización. Entre las medidas en que se materializa lo anterior destaca la concesión de una mayor autonomía estatutaria, sobre todo en temas como la publicidad de las convocatorias a las juntas de socios y el régimen de dividendos anticipados.

El principal hecho económico que generó las reformas de las diferentes legislaciones mercantiles fue la relevancia que adquirió, desde finales del siglo XX, el mercado de capitales como fuente de financiación de las empresas⁸⁸¹. En los países anglosajones, en especial en Estados Unidos, las grandes sociedades anónimas obtienen fundamentalmente su financiación a través del mercado financiero⁸⁸². El proceso es "de menor entidad en la Europa continental"⁸⁸³, donde tradicionalmente las grandes empresas se han financiado a través de entidades bancarias, aunque cada vez más compañías de esta zona, sobre todo grandes, buscan recursos en el mercado de capitales.

El hecho de acudir al mercado de capitales para financiarse trae consecuencias en tres aspectos: en el objetivo de los intereses sociales, en la estructura jurídica y en la regulación de los instrumentos que permiten captar los fondos de financiación⁸⁸⁴.

La concepción tradicional del Derecho de Sociedades descansa sobre la idea de que la sociedad es una persona jurídica independiente y autónoma de sus miembros y de allí nace la noción de interés social. En este esquema el interés social coincide con el interés jurídico de los socios en la sociedad, y ello inspira el tradicional derecho societario específico. Actualmente, esa noción está modificándose en la sociedad bursátil, donde se observa que el interés de la sociedad⁸⁸⁵ es la creación de mayor valor para el accionista⁸⁸⁶.

⁸⁸⁰ La discusión sobre la calificación de la sociedad anónima abierta o bursátil como subtipo de la anónima o como un nuevo tipo societario no tiene aún una solución definitiva en el derecho comparado.

⁸⁸¹ La orientación del moderno Derecho de SA hacia el mercado de capitales es una realidad constatable con un mero análisis del entorno. El accionista de una sociedad cotizada es considerado más como partícipe del mercado de capitales que como miembro de una agrupación de accionistas. El interés empresarial está dominado por el pensamiento del *shareholder value*, de modo que el éxito o el fracaso de una gestión se mide más por la producción y el mantenimiento de altas cotizaciones que por los resultados de un ejercicio. Si se tiene en cuenta lo anterior, el Derecho a aplicar a una sociedad cotizada debe ser diferente al Derecho de una SA no cotizada (cerrada).

⁸⁸² Lo cual, al margen de otorgar una extraordinaria significación al mismo, "ha tenido como efecto distribuir su capital entre un número enorme de inversores". Vid. BISSARA P.: "Les véritables enjeux du débat sur "Le gouvernement de l'entreprise", *Revue des sociétés*, nº 1, janvier-mars, 1998, p. 8.

⁸⁸³ Vid. ROE, M. J.: "Some differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States", *Yale Law Journal*, June, nº 1927, 1993, p. 102.

⁸⁸⁴ La afirmación de que el moderno Derecho de sociedades anónimas en España e Italia tiene una clara orientación hacia el mercado de capitales puede ser observada en tres ideas. Las reformas del Derecho de Sociedades en España e Italia tienen un tratamiento especial para las sociedad cotizada, representada en una diferenciación, cada vez más pronunciada, entre la sociedad cotizada y la no cotizada. Las dos legislaciones han introducido el término instrumento financiero, característico de conceptualizaciones económicas, financieras y contables en detrimento de conceptos jurídicos como acciones y obligaciones. Por último, ambas legislaciones utilizan el término remuneración, característico de conceptualizaciones económicas en detrimento de los términos jurídicos dividiendo o interés.

⁸⁸⁵ En este entorno es mejor denominar interés de la sociedad que interés social. PAILLESEAU: "La modernización del derecho de las sociedades comerciales", *La Ley*, tomo 1997-E, 1997, p. 1414, afirma que la "reconcepción del derecho de sociedades comerciales conduce a la eliminación de la noción de interés social, tal como se lo conoce actualmente".

⁸⁸⁶ La "creación de mayor valor para el accionista" aparece expresamente en el INFORME OLIVENCIA. EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS, *Documento de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades: el gobierno de las sociedades cotizadas*, 26 de febrero de 1998, Madrid, 1998, p. 713, punto. 1.3.

La perspectiva del mercado de capitales constituye una nueva forma de entender la empresa por parte del legislador⁸⁸⁷, afectando no sólo al ámbito externo de la sociedad, sino que influye decisivamente en su sistema orgánico⁸⁸⁸.

La dispersión accionarial, como instrumento para la acumulación de capitales, ha provocado la separación entre la propiedad del capital y la gestión de la sociedad abierta⁸⁸⁹.

Sobre todo en el modelo anglosajón de financiación de SA⁸⁹⁰, la dispersión del accionariado ha generado un traslado del poder de decisión, del órgano tradicional de gobierno (la Junta General de Accionista) hacia el órgano de administración⁸⁹¹. En consecuencia, dentro de las sociedades con responsabilidad limitada se produce un desajuste entre el "modelo legal", que asigna el gobierno a los accionistas, y el "modelo real"⁸⁹², donde el poder de decisión recae en el órgano de administración⁸⁹³ y en verdad, ni siquiera en dicho órgano, sino en aquellos ejecutivos que están al frente de la gestión⁸⁹⁴. La principal manifestación de este desajuste es la escasa participación de los accionistas en las juntas generales de accionistas.

En las grandes sociedades anónimas, el accionista clásico ha pasado a ser solamente un inversor, por lo que los supuestos propietarios de la sociedad no realizan un control suficiente sobre los ejecutivos que gestionan⁸⁹⁵.

El legislador tradicional parte de la idea que el conjunto de accionistas-propietarios reunidos en las juntas generales de accionistas constituyen la fuente de todo el poder en la SA, que puede ser ejercido directamente o bien delegar en otros órganos en la medida que sea conveniente por razones prácticas. Este esquema ha sido avasallado por la estructura empresarial de la gran sociedad anónima⁸⁹⁶.

El Derecho societario de la sociedad cotizada está siendo modificado progresivamente para acoger todos estos aspectos⁸⁹⁷. El proceso es más complejo en una sociedad que efectúa

⁸⁸⁷ La perspectiva del mercado de capitales "constituye un nuevo paradigma que complementa al tradicional societario". Vid. ESTEBAN VELASCO G.: "Sociedad Anónima: principales aspectos y problemas de su regulación", *Revista de Sociedades*, nº 2, 1994, p. 140.

⁸⁸⁸ La sociedad anónima "se abre al mercado", según una gráfica expresión de HÉCTOR ALEGRÍA. Vid. ALEGRÍA, H. "La normativa societaria en la oferta pública" en "El futuro del derecho societario". *Jornadas Preparatorias en UADE*, 24 de abril de 2001, Buenos Aires, 2001.

⁸⁸⁹ El fenómeno en Estados Unidos ya fue puesto de manifiesto en 1932, por BEARLE, ADOLPH A. y MEANS, GARDINER C.: *The modern corporation and private property*, The Mac Millam Company, New York, 1932. En la actualidad, "nadie puede dudar que el capitalismo se caracteriza por la disociación entre propiedad y gestión". Vid. BISSARA P.: "Les véritables enjeux du débat sur "Le gouvernement de l'entreprise", *Revue des sociétés*, nº 1, janvier-mars, 1998, p. 7. Esta idea también es explicitada en España por el Informe Olivencia. Vid. INFORME OLIVENCIA. *op. cit.*, 1998, p. 708.

⁸⁹⁰ El análisis de la situación debe tener en cuenta la diversa intensidad del fenómeno. Respecto a la significación que tiene el mercado de capitales como fuente de financiación, el proceso es más acusado en el mundo anglosajón que en los países de la Europa continental.

⁸⁹¹ Las divergencias entre los intereses de propietarios de las compañías y los encargados de administrarla fueron puestas de manifiesto por primera vez con detalle por BERLE y MEANS: *The modern ...*, *op. cit.*, 1932.

⁸⁹² La distinción entre el "modelo legal y el modelo real" aparece recogida en ESTEBAN VELASCO G.: "La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo", en *El gobierno de sociedades cotizadas*, 1999, p. 145.

⁸⁹³ Este rasgo es tan determinante que se ha propuesto denominar "sistema corporativo" al sistema capitalista o sistema de mercado. Vid. GALBRAITH, JOHN KENNETH: *The Economics of innocent fraud. Truth for our time*, Houghton Mifflin Company, Orlando, 2009, p. 10.

⁸⁹⁴ Esta situación va acompañada del convencimiento general de que la gestión actual requiere alta profesionalización y agilidad en la toma de decisiones, lo que sin duda, ha acentuado el fenómeno.

⁸⁹⁵ La aparición de las acciones sin voto vino a reforzar este fenómeno.

⁸⁹⁶ Esta situación genera grandes conflictos dentro de las organizaciones, que pueden sintetizarse en el riesgo que existe en que los ejecutivos orienten las decisiones societarias en beneficio propio, antes que en el interés social.

⁸⁹⁷ El Derecho alemán es especialmente representativo de la evolución y situación actual del Derecho de sociedades en Europa. Las reformas sobre la sociedad abierta se han producido por medio de sucesivas modificaciones legislativas que han proporcionado una progresiva diferenciación de la sociedad cotizada dentro del régimen general de la sociedad anónima. La *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*

una oferta pública de sus valores negociables, pues los requerimientos informativos y de control que sobre ella se precisan tienen la misma disociación descrita para las SA en general (más acusada si cabe), pero además presenta el inconveniente adicional de generarse para ella una nueva fuente de legislación. En las sociedades abiertas se está produciendo un progresivo desplazamiento de la regulación del Derecho societario al Derecho del mercado de valores.

Las exigencias del mercado de capitales, en cuanto a regulación y transparencia, han sido atendidas por normas específicas, de segundo nivel, dictadas por los organismos de control del mercado de capitales entre los que destacan la CNMV en España y la SEC en EE.UU.

Este proceso ha generado la aparición de una nueva fuente del Derecho de Sociedades, de aplicación exclusiva para sociedades cotizadas. El Derecho societario no está únicamente integrado por el derecho consagrado por la legislación específica (TRLSC⁸⁹⁸ en España), sino que, además, está influenciado por las leyes que regulan los mercados de valores (LMV en España) y las normas reglamentarias dictadas por los organismos de control del mercado (CNMV en España), de inferior jerarquía, que inciden sobre la estructura interna de la sociedad anónima. En consecuencia, en la sociedad cotizada, existe un régimen base, que es la regulación mercantil de la SA, al que se suman normas de distinta jerarquía que afectan al orden interno de estas sociedades⁸⁹⁹.

El proceso está aun más intrincado, pues las sociedades cotizadas intentan cumplir informes de *Corporate Governance*⁹⁰⁰ ("Gobierno de las sociedades cotizadas" o "Gobierno Corporativo"), que presentan recomendaciones sobre el consejo de administración y la auditoría, cuyo grado de cumplimiento es valorado por el mercado y no impuestos por la ley (ni mercantil ni del mercado de valores). El *Corporate Governance* es una corriente de opinión, iniciada en Estados Unidos, y continuada en Europa, que intenta mediar en la relación entre el Mercado de Capitales y el Derecho Societario. El propósito esencial es generar un nuevo modelo de dirección y control en las sociedades cotizadas. El desarrollo de las grandes sociedades cotizadas, su internacionalización y su importancia en la economía mundial, han revelado la disociación entre la propiedad del capital accionario y el ejercicio del poder dentro de esa clase de sociedades. Ante esa evidencia, el movimiento de *Corporate Governance* apunta a "la estructura de la administración de la sociedad anónima como el aspecto central a reformar"⁹⁰¹. El supuesto de partida de este movimiento es que los graves desequilibrios de poder existentes entre los administradores y los accionistas inversores representan una potencial fuente de abuso de poder que los mecanismos de control previstos en la SA clásica no pueden prevenir⁹⁰².

(KonTraG), de 24 de abril de 1998, simplificó las normas sobre la adquisición de acciones propias y sobre el capital autorizado. La *Namensaktiengesetz* (NaStraG) de enero de 2001 flexibilizó el régimen de acciones nominativas y posibilitó la delegación por medios electrónicos. La *Gesetz zur weiteren reform des Aktienund Bilanzrecht, zu Transparenz und Publicität* (TransPuG), de 19 julio de 2002, simplificó las normas sobre el aumento de capital con cargo a reservas y el derecho de suscripción preferente, además, admitió la convocatoria de la Junta de accionistas por medios electrónicos, la comunicación de las orden del día a través de la página web. La *Gesetz zur Unternehmensintegrität und modernisierung des Anfechtungsrechts* (UMAG), de 22 de septiembre de 2005 simplificó el régimen de legitimación del accionista para ejercer el derecho de asistencia. La *Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie* (ARUG), de 30 de julio de 2009 flexibilizó el derecho de voto y de asistencia apoyados en las nuevas tecnologías. El detalle de todas estas normas puede observarse en ZABALETA DÍAZ, M.: "La simplificación del Derecho ...", *op. cit.*, 2010, pp. 112-130.

⁸⁹⁸ En el TRLSC existe una legislación específica e individualizada para las sociedades cotizadas.

⁸⁹⁹ Esto se basa en la idea de que las sociedades cotizadas, pieza central del mercado de capitales, deben proteger intereses que van más allá de lo privado, que afectan a intereses públicos. Por ello, su estatuto jurídico no sólo está integrado por normas societarias, sino también por normas bursátiles que regulan su actuación en el mercado.

⁹⁰⁰ El origen del movimiento del *Corporate Governance* son las prestigiosas asociaciones de abogados estadounidenses, la *American Bar Association* (ABA) y el *American Law Institute* (ALI). El primer estudio relevante de estos organismos es AMERICAN LAW INSTITUTE: *Principles of Corporate Governance. Analysis and Recommendations*, American Law Institute, New York, 1994.

⁹⁰¹ Vid. ESTEBAN VELASCO G.: "La renovación de la estructura...", *op. cit.*, p. 138.

⁹⁰² Ante las dificultades de reseñar los diversos temas que proponen el conjunto de los informes anteriormente enumerados, a continuación se describen las ideas que, al respecto, refleja uno de ellos: el Informe Olivencia de España. En primer lugar, el Informe Olivencia observa que el Consejo no es el órgano idóneo para llevar a cabo la administración de las empresas que superen una cierta dimensión y en consecuencia se propone que dicho órgano se

El texto que ha tenido mayor influencia en Europa ha sido el documento británico conocido como "Informe Cadbury", elaborado por el *Financial Reporting Council* en 1992. A este texto, le han seguido otros, que esencialmente tienen el mismo propósito: en Canadá el Informe Dey (año 1994), en Francia el Informe Vienot (1995 y luego 1999), en Italia el Informe de la Asociación Disiano Preite (1996), en Alemania el Código Cromme (2002) y en España el "Informe del Círculo de Empresarios" (1996) y posteriormente el "Informe de la Comisión especial para el estudio del Código Ético de los Consejos de Administración de Sociedades"⁹⁰³, difundido como Informe Olivencia (1998)⁹⁰⁴. Las propuestas intentan generar un mayor control, sobre quienes en la actualidad tienen verdaderamente el poder de decisión en las sociedades anónimas cotizadas: los ejecutivos que gestionan el día a día de la empresa⁹⁰⁵. Esto supone un cambio trascendental en las bases del derecho societario, en la medida que pasa a ser el mercado, y no la legislación, el mecanismo de control de la actuación de las sociedades.

Bien diferentes son las ideas que subyacen tras las diversas reformas, para las sociedades cerradas⁹⁰⁶. En este caso, la finalidad es la búsqueda de la simplificación y flexibilización del régimen de aquellas sociedades que no recurren al mercado bursátil para financiarse⁹⁰⁷.

El Derecho societario está elaborado en torno al principio de tipicidad, que reduce las posibilidades de ejercicio de la autonomía de la voluntad; por el contrario las sociedades cerradas necesitan una mayor libertad contractual⁹⁰⁸. El objetivo de las nuevas normativas de

configure como un instrumento de supervisión y control, dirigido a compatibilizar los planes de quienes gestionan la sociedad (ejecutivos) con los intereses de quienes aportan los recursos financieros (accionistas-inversores). En segundo lugar introduce una distinción entre los directores ejecutivos (encargados de la gestión) y los directores externos, quienes deberán ser mayoría en el Consejo de Administración. En tercer lugar, identifica los consejeros independientes dentro de la categoría de directores externos, quienes acceden a su cargo en razón de sus altas capacidades profesionales y como representantes de los intereses generales de los accionistas-inversores. Y por último, crea comisiones en el Consejo de Administración, llamadas comisiones delegadas, a las que confiere funciones específicas de control.

⁹⁰³ Las sociedades más relevantes del mercado bursátil español (todas las del Mercado Continuo de la Bolsa de Madrid) han ordenado sus reglamentos para cumplir el Informe Olivencia.

⁹⁰⁴ Si bien en la realidad anglosajona se reconoce la efectividad del sistema de autorregulación, la originalidad del Informe Olivencia radica en su intento de aplicación en el área continental europea. La metodología seguida en España es bien diferente de las reformas realizadas en Italia "*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziari, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996*" (decreto legislativo N.º 51 del 24/2/1998), y en Alemania, en la *KonTra Gesetz* (1998). Italia y Alemania han mantenido la regla tradicional de consagrar estas reformas a partir de la modificación de su legislación.

⁹⁰⁵ El Informe Olivencia regula la información y control contable, la selección de consejeros y altos directivos, la determinación y revisión de la política de remuneraciones, y la evaluación del sistema de gobierno y de la observancia de sus reglas. El Informe Olivencia continúa la línea establecida en las propuestas de origen anglosajón, donde se alienta que estos principios sean acogidos voluntariamente por las sociedades cotizadas, que deben elaborar Códigos de Conducta y adecuar sus estatutos a las recomendaciones, concediendo en última instancia al mercado, la valoración de esos cambios. El mercado, en esta corriente de opinión, opera como una instancia de control de los directivos de las empresas cotizadas, y basta requerir a esta clase de sociedades la adecuación de sus estatutos, sin más estímulo que la posible disminución en la valoración de sus acciones para las sociedades que no lo hagan. *Vid.* El INFORME OLIVENCIA, "El gobierno de las sociedades cotizadas", *op. cit.* p. 736, en su punto 12, "Adopción y publicidad de las reglas de gobierno", expresa que el único estímulo es "la sanción que significará en la valoración de sus acciones para las sociedades que no lo hagan".

⁹⁰⁶ El detalle de las sociedades cerradas puede observarse en VIERA GONZÁLEZ, J. A.: "Las sociedades de capital cerradas y causas de separación y exclusión en la SA y en la SRL". *Revista de Derecho de Sociedades*, 2001-2, (17) pp. 47-107.

⁹⁰⁷ Colateralmente unido a este proceso, la Comisión de la Unión Europea lanzó la iniciativa SLIM –*Simpler Legislation for the Internal Market*– en mayo de 1996 con el objetivo de averiguar de qué manera se podría simplificar la legislación del mercado único.

⁹⁰⁸ La libertad contractual en la conformación estatutaria está restringida en el Derecho continental europeo desde la entrada en vigor de la Ley alemana del 6 de septiembre de 1965 y de la Ley francesa del 24 de julio de 1966. El reclamo de mayor libertad estatutaria aparece claramente en el francés Informe Marini sobre la "Modernización del derecho de sociedades comerciales", de 1996, al afirmar que "la armadura legislativa ha conducido a un desfase entre el derecho y la práctica de enojosas consecuencias. Desemboca, en efecto, en una desvalorización de la ley. Esta tiende a reducirse a un formalismo vacío de sentido, inútil y costoso". *Vid.* PAILLESEAU, J.: "La modernización del derecho de las sociedades comerciales", *La Ley*, tomo 1997 – E, 1997, p. 1459.

las sociedades cerradas es reducir el ámbito del derecho imperativo y aumentar las posibilidades de la autonomía de la voluntad, para adecuar los estatutos societarios a las peculiaridades de cada sociedad⁹⁰⁹.

Las reformas realizadas en la sociedad cerrada tienen un hilo conductor común, generar un mayor espacio de libertad contractual, aunque cada reforma tiene en cuenta las particularidades del país. En el terreno de las sociedades cerradas destacan las reformas introducidas en la legislación francesa con las "Sociedades por acciones simplificada" (años 1994/1999), en la legislación alemana con las "Pequeñas sociedades por acciones y desregulación del derecho de sociedades por acciones" (año 1994) y en la italiana, con el Proyecto Mirone (año 2000)⁹¹⁰. También podría incluirse aquí, por su similitud, el denominado efecto Delaware, en el derecho societario estadounidense⁹¹¹.

La reforma legislativa más importante es la incorporación en Francia de un nuevo tipo societario⁹¹² denominado "Sociedades por acciones simplificada" (SAS)⁹¹³, instituido por la Ley 94 de 3 de enero de 1994, luego reformada por la Ley nº 99-586 del 12 de julio de 1999⁹¹⁴. Aunque son de aplicación supletoria las reglas relativas a la sociedad anónima que no sean incompatibles con esta nueva forma jurídica, la expresa prohibición de aplicar los arts. relativos a los órganos de la sociedad anónima, ratifica que es un tipo específico de sociedad⁹¹⁵.

El Derecho alemán es especialmente representativo de la evolución y situación actual del Derecho de sociedades en Europa. Las reformas sobre la sociedad cerrada tienen su origen en la excesiva rigidez de la sociedad anónima de la década de 1990, por estar orientado al modelo de gran empresa abierta, desplazando las iniciativas empresariales medianas hacia la sociedad limitada⁹¹⁶, lo que dificultaba su acceso a los mercados de capitales⁹¹⁷. En este contexto, en 1994 se replantea el modelo de sociedad anónima, buscando un régimen aligerado para las sociedades anónimas no cotizadas⁹¹⁸; el resultado es crear una nueva forma social⁹¹⁹ (*Kleine*

⁹⁰⁹ Vid. EMBID IRUJO, J.M.: "Autonomía de la voluntad, estatutos sociales y derecho de sociedades de capital" en *Anales*, Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, 1998, p. 153.

⁹¹⁰ Vid. PROYECTO MIRONE: *Rivista delle Società*, gennaio-febbraio, nº. 1, 2000, p. 14. El «Proyecto Mirone» fue aprobado el 26/5/2000, aunque fue eliminado por la Ley italiana nº 366 de 3 de octubre de 2001.

⁹¹¹ Vid. *General Corporation Law* de Delaware.

⁹¹² Esta reforma introduce un nuevo tipo societario en el Derecho francés, "ampliando de esta manera el catálogo de estructuras jurídicas destinadas a la organización de empresas, como una clase más de sociedades por acciones, a la par de la anónima y la comanditaria por acciones". Vid. ESTEBAN VELASCO G.: "Sociedad Anónima: principales aspectos y problemas de su regulación" *Revista de Sociedades*, nº 2, 1994, p. 435.

⁹¹³ Las características esenciales de la Sociedad por Acciones Simplificada (SAS) son que puede estar formada por uno o varios socios con un capital mínimo de 37.000 euros (en efectivo y/o en bienes). La mitad del aporte en efectivo debe ser entregado en el momento de la constitución. Los socios determinan en los estatutos las reglas de organización. Es obligatorio nombrar un presidente y un administrador de cuentas. Los accionistas son responsables de las deudas hasta la suma de sus aportes.

⁹¹⁴ Esta reforma fue "una verdadera revolución cultural". Vid. STOUFFLET, J.: "Aménagements statutaires et actionnariat de la société par actions simplifiée", *Revue des Sociétés*, nº 2, avril-juillet, 2000, p. 241.

⁹¹⁵ La razón esencial de la creación de la SAS fue flexibilizar la legislación francesa para hacerlo atractivo como derecho elegible por los operadores económicos europeos, para fundar empresas filiales que, en ese momento (año 1994), se derivaban a otros países (Países Bajos, Reino Unido y Luxemburgo).

⁹¹⁶ Para observar la rigidez del régimen jurídico de la SA como factor determinante del traspaso de iniciativas empresariales hacia la sociedad de responsabilidad limitada. Vid. ROJO, A.: "La sociedad anónima como problema", *Revista de Derecho Mercantil*, nº 187-188, 1998, pp. 11-12.

⁹¹⁷ Vid. ZABALETA DÍAZ, M.: "La simplificación del Derecho de sociedades en el marco de la competencia de los mercados y de la competencia entre ordenamientos: El caso alemán", en HIERRO ANIBARRO, S. (Dir.), *Simplificar el Derecho de Sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 2010, pp. 112-113.

⁹¹⁸ Para observar que la *Kleine Aktiengesellschaft* supone un régimen aligerado para las sociedades anónimas no cotizadas, observar ZABALETA DÍAZ: "La simplificación ...", *op. cit.*, pp. 113-115. El ejemplo más representativo es el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente realizada en la reforma de la AktG de 1994.

⁹¹⁹ A pesar de su denominación, la *Gesetz für kleine Aktiengesellschaft und Deregulierung des Aktienrechts* no se refiere a una nueva pequeña sociedad anónima, sino una serie de limitaciones y excepciones al régimen jurídico general para las sociedades cerradas. La posibilidad de utilizarla no se basa en la dimensión de sus magnitudes contables, sino únicamente en si es o no cotizada.

*Aktiengesellschaft*⁹²⁰) cercana a la mediana empresa, y simultáneamente establecer medidas para favorecer su financiación⁹²¹.

Basado en la idea de que la cifra de capital no puede considerarse un elemento útil a efectos de garantía, existe una corriente legislativa que propone eliminar la cifra de capital mínimo en las sociedades cerradas. Así ha ocurrido en las *private companies* inglesas e irlandesas⁹²², en las *société à responsabilité limitée (SARL à libre capital)* francesas, en las sociedades de responsabilidad limitada *Unternehmergesellschaft (haftungsbeschränkt)* alemanas reguladas por la *MiKaTraG*⁹²³, y en las figuras asimilables de la Ley japonesa⁹²⁴ y colombiana⁹²⁵. En el ámbito comunitario se ubica el modelo de la Sociedad privada Europea (SPE)⁹²⁶, en la que el capital obligatorio es un euro. En el apartado séptimo de su Exposición de Motivos se afirma que “se aparta del planteamiento tradicional según el cual el requisito legal de un capital mínimo elevado es una forma de protección de los acreedores” en parte porque “hoy en día los acreedores se fijan más en aspectos que nada tienen que ver con el capital, como el flujo de caja, y que revisten mayor importancia a efectos de solvencia”. Es verdad que, sea cual sea la cuantía, el capital mínimo es una cifra que provoca una defensa irreal y meramente simbólica de los acreedores⁹²⁷. Los acreedores no están interesados en una cifra estatutaria del capital, pues no funciona como indicador de la solvencia o capacidad de la sociedad para generar beneficios y afrontar el pago de las deudas a su vencimiento, que es lo que realmente les interesa⁹²⁸.

Por todo lo anterior, el Derecho Societario va camino de distinguir, con todo rigor, entre la sociedad abierta y la cerrada, reconociendo como elemento diferenciador la financiación a través del mercado bursátil. La sociedad abierta, bursátil o cotizada, es el fruto de la relevancia que ha adquirido el mercado de capitales como fuente de financiación empresarial, ya tradicional en el mundo anglosajón y ahora creciente en la economía europea continental. Ello ha originado la cada vez más estrecha relación entre el Derecho del Mercado de Valores y el Derecho Societario.

En la sociedad abierta se produce la mutación de la figura accionista a inversor, que conlleva derechos y obligaciones diferentes a la sociedad cerrada, por ejemplo, la posibilidad de financiarse con híbridos financieros intermedios entre acciones y obligaciones, entre ellos emitir acciones con derecho de rescate, y la obligatoriedad de brindar información relevante, como fórmula para garantizar la transparencia de la gestión.

En el futuro, la sociedad abierta debe ser, a todos los efectos, un subtipo específico con una legislación distinta de la sociedad anónima cerrada. La estructura de la sociedad bursátil es substancialmente distinta, y por ello parece atinado establecer para cada una de ellas una normativa específica.

Estas ideas están apoyadas por las últimas normas mercantiles emitidas en España y por sus Propuestas de modificación. En la “Exposición de Motivos” de la LRLMV aparece que “la

⁹²⁰ La *kleine Aktiengesellschaft* fue regulada por la *Gesetz für kleine Aktiengesellschaft und Deregulierung des Aktienrechts*, BGBl, nº 52, 9 de agosto 1994.

⁹²¹ A diferencia de la sociedad limitada, la *Kleine Aktiengesellschaft* permite acceder al mercado de valores. Por ello se puede entenderse que su creación es una medida que favorecerá al mercado de capital de Alemania.

⁹²² El art. 118 *The Companies Act 1985* solo exige un capital mínimo de 50.000 libras a las *public companies*.

⁹²³ Completada por la *Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG)*.

⁹²⁴ Vid. KURODA, K. “La nueva Ley de sociedades japonesa”, en R. DOMINGO, M. SANTIVÁÑEZ y A. CAICEDO (coords.), *Hacia un Derecho global. Reflexiones en torno al Derecho y la globalización*, Aranzadi, Cizur menor, 2006, pp. 183 y 185.

⁹²⁵ Ley colombiana nº 1258-08, de 5 de diciembre de 2008.

⁹²⁶ Art. 19.4 Propuesta de Reglamento del Consejo de 25 de julio de 2008.

⁹²⁷ Vid. ESCRIBANO GÁMIR, R. C.: “La Directiva 2006/68/CE, de 6 de septiembre, en materia de tutela de los derechos de crédito de los acreedores sociales frente a la reducción de capital social. Apuntes de una reforma anunciada”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 28, vol. 1, 2007, p. 169.

⁹²⁸ Vid. Segundo Informe Winter, pp. 79-82.

reforma ha sido consciente de las diferencias entre sociedades cotizadas y no cotizadas, siendo más flexible el régimen predicado por las primeras". De la misma forma, en la Propuesta de Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas Cotizadas aparece que "la realidad actual pone de manifiesto que [las sociedades anónimas cotizadas] presentan específicas necesidades que no encuentran satisfacción en las normas generales sobre sociedades anónimas"⁹²⁹. La misma Propuesta considera a las sociedades cotizadas como "sociedades anónimas especiales" y, lo más importante, aspiraba a "ampliar estas particularidades y singularidades, creando así un auténtico tipo social derivado"⁹³⁰. El TRLSC es consciente de las diferencias entre sociedades abiertas⁹³¹ y cerradas, estableciendo un Título XIV para recoger las especialidades de las sociedades cotizadas.

El TRLSC desarrolla la distinción de las características de SA y de SRL por un lado, y cotizadas y no cotizadas, por otro⁹³², pero manteniendo el clásico sistema dualista. Aunque el futuro debería estar centrado en un sistema monista⁹³³, en el que la sociedad abierta tuviese siempre la forma jurídica de SA y la sociedad cerrada de SRL, sin solapamientos entre una y otra⁹³⁴, la legislación mercantil actual no ha dado ese paso y mantiene dos clasificaciones

⁹²⁹ Vid. «Propuesta de Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas Cotizadas», 11 de mayo de 1998 («Exposición» previa al texto articulado) elaborada por la Ponencia Especial para la elaboración de un «Anteproyecto de Ley General de Sociedades Mercantiles» (Orden de 25 de febrero de 1994 ; Ministerio de Justicia). El mismo texto señala más adelante que « al mismo tiempo, los inversores reales o potenciales en valores reclaman que el régimen jurídico de estas sociedades cuente con algunos instrumentos técnicos que faciliten la buena administración y tutelen más eficazmente a accionistas y obligacionistas».

⁹³⁰ Vid. «Propuesta de Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas Cotizadas», 11 de mayo de 1998 («Exposición» previa al texto articulado) elaborada por la Ponencia Especial para la elaboración de un «Anteproyecto de Ley General de Sociedades Mercantiles» (Orden de 25 de febrero de 1994; Ministerio de Justicia).

⁹³¹ El TRLSC utiliza el término "cotizadas" en vez de "abiertas", lo cual parece una decisión acertada pues designa su esencia de forma más clara.

⁹³² "En el plano teórico la distinción entre las sociedades anónimas y las sociedades de responsabilidad limitada descansa en una doble característica: mientras que las primeras son sociedades naturalmente abiertas, las sociedades de responsabilidad limitada son sociedades esencialmente cerradas; mientras que las primeras son sociedades con un rígido sistema de defensa del capital social, cifra de retención y, por ende, de garantía para los acreedores sociales, las segundas, en ocasiones, sustituyen esos mecanismos de defensa –a veces más formales que efectivos– por regímenes de responsabilidad, con la consiguiente mayor flexibilidad de la normativa. No procede ahora hacer pronósticos sobre el futuro del capital como técnica de tutela de los terceros –tema que sólo será posible afrontar adecuadamente en el marco supranacional de la Unión Europea–, pero sí interesa señalar que esa contraposición tipológica entre sociedades abiertas y sociedades cerradas no es absoluta, por cuanto que, como la realidad enseña, la gran mayoría de las sociedades anónimas españolas –salvo, obviamente, las cotizadas– son sociedades cuyos estatutos contienen cláusulas limitativas de la libre transmisibilidad de las acciones. El modelo legal subyacente no se corresponde con el modelo real, y esta circunstancia ha sido tenida en cuenta por el legislador español y ha debido ser tomada en consideración a la hora de elaborar el texto refundido. Se produce así, en ese plano de la realidad, una superposición de formas sociales, en el sentido de que para unas mismas necesidades –las que son específicas de las sociedades cerradas– se ofrece a la elección de los particulares dos formas sociales diferentes, concebidas con distinto grado de imperatividad, sin que el sentido de esa dualidad pueda apreciarse siempre con claridad. De este modo queda sin respuesta la pregunta de cuál debe ser en el futuro la relación entre las dos formas principales de las sociedades de capital y la de si el tránsito de una a otra debe respetar los requisitos establecidos para la transformación o si se debe facilitar a través de técnicas más ágiles y sencillas. Más que una rígida contraposición por razón de la forma social elegida, la distinción esencial radicaría en tener o no la condición de sociedad cotizada. El importante papel de las sociedades cotizadas en los mercados de capitales hace necesaria una intervención pública en la actividad económica orientada por una parte a la protección al inversor y por otra a la estabilidad, eficiencia y buen funcionamiento de los mercados financieros. En este sentido, hay que tener en cuenta que la regulación de las sociedades cotizadas quedará sistematizada, por una parte, en este texto refundido, para recoger los aspectos económicos eminentemente societarios y, por otra, en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, donde aparece la regulación de la vertiente financiera de este tipo de sociedades, presidida fundamentalmente por el principio de transparencia para asegurar el buen funcionamiento de los mercados y la protección al inversor". Vid. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, Exposición de Motivos.

⁹³³ Mientras que el sistema dualista es propio del derecho germánico, el sistema monista es propio del derecho anglosajón, donde se ofrecen dos terminologías: *public company* frente a la *private company* en el Reino Unido, y *public* (o *publicly-held*) *corporation* frente a la *close corporation* en Estados Unidos.

⁹³⁴ Vid. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.: *La atipicidad en Derecho de Sociedades*, Pórtico, Zaragoza, 1977, pp. 465-470. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.: "Ley General de Sociedades: una reforma para el nuevo siglo", en A. POLO *¿Sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada? La cuestión tipológica*, en Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España; Garrigues & Andersen, Manuales de la reforma mercantil en España. I: Derecho, tipología y estructura de la sociedades, Madrid, Expansión, 1999, pp. 41-43. ARROYO

independientes, en las que las sociedades cerradas pueden tener la forma jurídica de SA o de SRL⁹³⁵.

Una vez observada la diferente naturaleza de las sociedades cotizadas en España, podemos identificar que uno de los rasgos más diferenciadores es la regulación de la obtención de recursos, y dentro de ellas, la financiación por medio de diferentes clases de acciones⁹³⁶. La financiación por medio de la emisión de clases de acciones es el elemento más significativo de la distinción de sociedades en función de la cotización⁹³⁷ porque, o bien tienen una regulación distinta para cotizadas y no cotizadas, como ocurre en las acciones preferentes, privilegiadas y sin voto, o porque únicamente pueden ser emitidas por sociedades cotizadas, como las acciones rescatables⁹³⁸.

La sociedad abierta debería tener una regulación distinta de la sociedad cerrada, con normas mercantiles distintas para su financiación con clases de acciones. Sin embargo, no tiene sentido que mientras exista el sistema dualista, las sociedades no cotizadas no puedan emitir acciones recuperables⁹³⁹.

Centrándonos en las acciones recuperables, el art. 500.1 TRLSC empieza con la frase “las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables”, por lo que la normativa española limita la emisión de las acciones rescatables a un cierto tipo de sociedades; sólo pueden ser emitidas por empresas que cumplan dos condiciones: sean sociedades anónimas y sean cotizadas⁹⁴⁰.

La única forma de organización empresarial que la legislación mercantil española permite cotizar es la SA⁹⁴¹, por lo que en España no podrán emitir acciones rescatables las SRL ni cualquier otra tipología jurídica distinta a las SA.

MARTÍNEZ, I.: “Comentarios al art. 1”, en I. ARROYO MARTÍNEZ Y J.M. EMBID IRUJO (coords.), *Comentarios a la Ley de sociedades de responsabilidad limitada*, Tecnos, Madrid, 1997, p. 39. ALONSO ESPINOSA, F.J.: “La sociedad de responsabilidad limitada ¿corporación personalizable?”, en AA.VV. *Estudios de Derecho Mercantil. Homenaje al profesor Justino F. Duque*, vol. I, Valladolid, universidad de Valladolid-Caja Duero, 1998, pp. 114-115. ALONSO UREBA, A.: “El capital como cuestión tipológica”, en AA.VV. *Estudios de Derecho Mercantil. Homenaje al profesor Justino F. Duque*, vol. I, Valladolid, universidad de Valladolid-Caja Duero, 1998, pp. 133 y 141. GARCÍA MANDALONIZ, M.: “El cuestionado ...”, *op. cit.*, 2010, p. 256 y p. 322.

⁹³⁵ Aunque existen otros tipos de forma jurídica, el sistema monista o unitario y el dualista se centran en analizar las correspondencias entre la SA y la SRL.

⁹³⁶ El art. 49 del TRLSA definía el concepto de clases de acciones como “el conjunto de acciones de una sociedad que comparten los mismos derechos, siendo a su vez diferentes a los derechos de otras clases de acciones, ya sea por incluir más derechos, menos derechos o por la inclusión de algunos y la exclusión de otros”. Por su parte, el art. 94.1 TRLSC lo define de la siguiente forma: “Las acciones que tengan el mismo contenido de derechos constituyen una misma clase de acción”. La diferenciación de emisiones en clases de acciones es la terminología más adecuada para designar a las acciones preferentes, privilegiadas, sin voto y rescatables.

⁹³⁷ El Derecho español debería continuar ese camino legislando, de forma diferenciada e independiente, la sociedad abierta en muchos otros aspectos.

⁹³⁸ Entre las peculiaridades que tienen actualmente las sociedades cotizadas españolas se encuentra una reglamentación muy flexible a la hora de financiarse por medio de clases de acciones, ya que pueden emitir acciones rescatables y presentan un régimen muy dúctil para emitir acciones sin voto y preferentes.

⁹³⁹ El TRLSA suprimió el requisito de cotización de las acciones sin voto, que aparecía en el Anteproyecto de junio de 1987, aunque ya no en el Proyecto de abril de 1988. Parte de la doctrina lo consideró “un límite subjetivo, incongruente y de escasa o nula utilidad”. *Vid.* BELTRÁN: “Las acciones sin voto”, en *La Reforma de la ley de Sociedades Anónimas*, por AA.VV. (dir. ROJO), Madrid, 1987, p. 150.

⁹⁴⁰ La jurisprudencia sólo incide en el requisito de cotización no en el de que sea sociedad anónima. *Vid.* Sentencia 39/2002, de 25 de enero de 2002 de la Audiencia Provincial de Zaragoza.

⁹⁴¹ El concepto de “sociedades por acciones” engloba a todo tipo de sociedades cuyo capital social está dividido en acciones. En nuestro país, las únicas posibles sociedades por acciones son las que presenten una de las dos siguientes formas jurídicas: las sociedades anónimas y las sociedades comanditarias por acciones. Pero no todas las sociedades por acciones pueden participar de los mercados bursátiles, sino que deben cumplirse otros requisitos adicionales (art. 9 y ss. del R.D. 1310/2005). Únicamente pueden considerarse sociedades admitidas a cotización las SA que cumplan los requisitos de capital social mínimo (6 millones de euros), estén representados en anotaciones en cuenta y sean libremente transmisibles. Al mismo tiempo, deberán solicitar su admisión y cumplir los trámites necesarios, y aportar los documentos establecidos reglamentariamente para cotizar (folleto informativo, auditorías, escrituras de constitución, estados financieros, verificación por la CNMV, etc.). Esto supone que el R.D. 1310/2005

Ningún apartado de la Directiva Europea hace referencia al requisito de cotización. Tampoco la citada limitación está definida en ninguna otra legislación que regula las acciones rescatables⁹⁴². Incluso el Derecho positivo de Dinamarca⁹⁴³, Estados Unidos⁹⁴⁴, Irlanda⁹⁴⁵, Italia⁹⁴⁶, Portugal⁹⁴⁷ y Reino Unido⁹⁴⁸ permite expresamente la emisión de acciones rescatables para sociedades no cotizadas.

La referencia al requisito de cotización encuentra argumento en el hecho de que la Reforma de 1998 se introdujo en una Disposición Adicional (la decimoquinta) de una Ley de Reforma del Mercado de Valores. La reforma supuso el reconocimiento legal de una nueva categoría de sociedades anónimas: las anónimas cotizadas. Entre las características de estas sociedades anónimas cotizadas está la posibilidad de emitir acciones rescatables.

Aunque posteriormente observaremos como algunos detalles de la limitación cualitativa no están claros, los aspectos generales del requisito sí son precisos: existe una limitación para que las acciones rescatables sólo puedan estar emitidas por sociedades anónimas cotizadas. Parece claro que no se debería haber incluido esta limitación, y las acciones rescatables deberían poder ser emitidas por todo tipo de sociedades: cotizadas, no cotizadas, anónimas, comanditarias por acciones, de responsabilidad limitada o de otro tipo⁹⁴⁹. Para desarrollar todo esto, a continuación se separa el razonamiento en dos: se inicia con las dudas sobre la necesidad de cotización, para posteriormente centrarnos en la cuestión de la forma jurídica.

La cotización de las acciones permite tanto una transmisibilidad más rápida, como el establecimiento de un precio fijado diariamente, pero no existe ninguna peculiaridad en su esencia ni en su naturaleza que justifique la exclusión de las acciones rescatables en sociedades

no incluye los requisitos de número de accionistas (100 con una participación individual inferior al 25% del capital) y de los beneficios obtenidos (en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos deben haber sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el 6% del capital desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos sobre los beneficios y dotadas las reservas legales y obligaciones correspondientes) que aparecían en el Reglamento de Bolsas de Comercio aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio, y modificados posteriormente por la OM de 19 de junio de 1997 (BOE 21/6/97).

⁹⁴² Solamente existe un apoyo a la inclusión de la limitación cualitativa para el rescate en Francia. El art. L. 228-20 *Code Commerce* prevé un rescate que sólo podrá ser usado por sociedades cotizadas: el rescate o reembolso de acciones, a iniciativa de la sociedad o del titular, cuando el mercado carezca de liquidez y de acuerdo a las condiciones previstas en los estatutos.

El resto de apoyos para su inclusión tienen su origen, no en las acciones rescatables, sino en las acciones sin voto. La única referencia que puede apoyar la limitación cualitativa en España, aunque sea para otra figura, aparece en el art. 14 del texto italiano, donde la emisión de las acciones sin voto se reserva exclusivamente a las sociedades cotizadas. El italiano *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996* (Dlgs de 24 febrero de 1998, nº 58) introdujo cambios significativos en la disciplina de las sociedades cotizadas, incorporando un régimen propio y diferenciado de las sociedades no cotizadas. Esta modificación ha afectado a las *azioni di risparmio* que, en línea con las reformas realizadas en la legislación española en 1998, se someten a un estatuto jurídico más flexible cuando la sociedad emisora tiene la condición de cotizada (Vid. Dlgs de 24 febrero de 1998, nº 58, arts. 145-147).

⁹⁴³ Vid. BENNETSEN, C. "Company Law in Denmark", *Company Law in Europe*, 17ª ed., Division B, London, 2000, p. 232.

⁹⁴⁴ Cfr. art. 6.02 RMBCA y art. 151.b *Delaware General Corporation Law*.

⁹⁴⁵ El art. 64 *The Companies Act 1963* autorizó, tanto a las *public companies*, como a las *private companies*, a la emisión de acciones rescatables preferentes (*redeemable preference shares*), siempre que los estatutos sociales permitieran esta posibilidad. Por su parte, el art. 207 *The Companies Act 1990* permitió a las "limites companies", previa utilización estatutaria, emitir acciones rescatables de cualquier clase (ya no sólo acciones rescatables preferentes) y autorizó la conversión de acciones emitidas de cualquier clase en acciones rescatables.

⁹⁴⁶ Cfr. art. 2348 *Codice Civile*.

⁹⁴⁷ Vid. art. 345 *Codigo das Sociedades Comerciais*.

⁹⁴⁸ Cfr. arts. 159 y 160 *The Companies Act 1985*. Por su parte, el art. 684 *The Companies Act 2006* establece que una "limited company" puede emitir acciones rescatables ("redeemable shares") ya sea abierta o cerrada. Los estatutos de una "private limited company" pueden excluir o restringir la emisión de las acciones rescatables. Una "public limited company" solamente puede emitirlos si está autorizado en sus estatutos.

⁹⁴⁹ Las rescatables pueden ser más interesantes para SRL porque, de sus características implícitas, se deriva que un titular tiene más difícil su transmisión que los accionistas de la SA. Si se admitiera que las SRL pudieran emitir rescatables, en la figura habría que diferenciar entre acciones rescatables y participaciones sociales rescatables.

no cotizadas⁹⁵⁰. Por ello, lo acertado hubiera sido permitir la emisión de acciones rescatables a todas las acciones, sean cotizadas o no, al igual ocurre con el resto de clases de acciones, como las acciones sin voto⁹⁵¹. Nuestra opinión es que deberían poder emitir acciones rescatables tanto sociedades cotizadas como no cotizadas, aunque evidentemente reconocemos el mayor control de las cotizadas; la observación de este mayor control llevó a autores a realizar afirmaciones que justifican la exclusividad de la emisión de acciones rescatables a favor de las cotizadas⁹⁵². Es verdad que las sociedades no cotizadas tienen menos garantías que las cotizadas, pero sería mucho más interesante ampliar la posibilidad de emitir las que no sean cotizadas, aunque sea por medio de un aumento legislativo de sus garantías, por ejemplo con la inclusión de la necesidad de que las sociedades no cotizadas tengan que cumplir unas obligaciones adicionales a las que posean las cotizadas.

La obligatoriedad de que las acciones rescatables se encuentren legislativamente delimitadas a las unidades económicas cotizadas es un problema porque excluye de su emisión a las PYMES⁹⁵³, que son la mayoría de las empresas españolas⁹⁵⁴ y las que están más necesitadas de recursos financieros⁹⁵⁵.

⁹⁵⁰ Esta fundamentación es apoyada en parte de la doctrina. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: “Notas en torno...”, *op. cit.*, p. 940, argumenta que “si la finalidad de la emisión es poner a disposición del gran público inversor un instrumento que incremente la liquidez de los mercados ... el requisito de cotización carece de sentido”. En efecto, la emisión de acciones rescatables en sociedades no cotizadas favorecería la inversión de terceros y la captación de recursos, ya que “los inversores de estos títulos dispondrán de un instrumento que evitaría la rigidez del mercado de acciones” y vendría a evitar la difícil transmisibilidad de sus valores al no estar admitidos a negociación en un mercado secundario. *Vid.* GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: “Notas en torno...”, *op. cit.*, p. 941. Más claro aun es FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, p. 242, quien cree posible que las acciones no cotizadas emitan acciones rescatables con los siguientes argumentos: “Las acciones de las cotizadas son amortizables en las mismas condiciones y con los mismos requisitos que las acciones emitidas por las no cotizadas ... De la normativa no es posible inferir unas reglas sustantivas específicas, menos aun unos principios que gobiernen la amortización de las rescatables ... En consecuencia no me cabe duda de la posibilidad de extender la aplicación de las reglas previstas en el art. 92 bis y 92 ter a las sociedades no cotizadas”. En términos parecidos CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, *op. cit.*, p. 295.

⁹⁵¹ Aunque ahora esté limitada la emisión de acciones rescatables a las sociedades cotizadas, en un momento posterior se debería ampliar su emisión a todo tipo de compañías cotizadas o no, al igual que ha ocurrido con las acciones sin voto. El art. 43.1 del Anteproyecto de LSA de 30 de mayo de 1979 sólo permitía que las acciones sin voto fueran emitidas por sociedades anónimas cotizadas. Esta previsión fue mantenida en el art. 38.1 del Anteproyecto de LSA de julio de 1986. Sin embargo, al aprobar el TRLSA se permitió la emisión por parte de sociedades cotizadas y no cotizadas.

⁹⁵² “Teniendo en cuenta los riesgos que presentan estos valores, ... el requisito de que las acciones rescatables sólo puedan estar emitidas por sociedades anónimas cotizadas ... parece del todo punto razonable, ya que como consecuencia del acceso a la negociación en un mercado secundario, el control a que se verá sometida la emisión de este tipo de acciones será mayor”. *Vid.* GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ: “Notas en torno...”, *op. cit.*, p. 940. También son partidarios de restringir la emisión de acciones rescatables a las cotizadas, ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad ...”, *op. cit.*, 1999, pp. 30 y ss., CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones...*, *op. cit.*, 2000, p. 241, YANES YANES: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2004, p. 116.

⁹⁵³ Las acciones rescatables pueden ser un medio de financiación para empresas de pequeño y medio tamaño (PYMES) sin acceso real a los mercados bursátiles. En España, las acciones rescatables únicamente pueden ser emitidas por empresas que coticen en un mercado secundario. Del funcionamiento del mercado secundario se benefician tanto las grandes empresas como las pequeñas, pero en el caso de las PYMES los requisitos exigidos para el acceso al mercado secundario provocan que ofrezcan rendimientos muy bajos a los accionistas. La emisión de acciones rescatables podría ser una buena oportunidad para las pequeñas y medianas empresas, porque estudiando el comportamiento de un gran número de inversores queda claro que buscan instrumentos de ahorro que posean una rápida, sencilla y barata desinversión aunque sacrifiquen por ello una parte de los beneficios (simplemente debemos analizar el éxito de los FIM y de los FIAMM).

⁹⁵⁴ La exclusión de las PYMES es relevante porque son el tipo de compañías más numeroso dentro del tejido empresarial español. El porcentaje de PYMES sobre el conjunto de la estructura empresarial española es 99,8%. *Vid.* DIARIO DE SESIONES DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS: Pleno y Diputación Permanente. Sesión Plenaria nº 12, celebrada el miércoles 26 de mayo de 2004, p. 428.

⁹⁵⁵ GARCÍA MANDALONIZ, M. *La financiación de las PYMES*, Thompson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2003, pp. 69-70, ofrece datos sobre los problemas de financiación de la PYMES. “los problemas financieros de las PYMES proceden de dos frentes. En un frente, por el predominio de la financiación bancaria como fuente de recursos ajenos (o capital ajeno) a corto plazo; por una intensa dependencia, al tiempo, de fuentes de financiación ajena distinta de las que proceden de la negociación con los intermediarios financieros: proveedores,

Los argumentos para justificar que las sociedades no cotizadas también puedan emitir acciones rescatables no se limitan únicamente a que deja fuera gran parte de las empresas españolas, sino porque también existen problemas de fundamentación de la esencia de la operación. El derecho de rescate tiene más sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión, es decir, tiene más utilidad en acciones no cotizadas emitidas por empresas cotizadas⁹⁵⁶.

Como el derecho de rescate sólo tiene sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión, no parece compatible la idea de acciones rescatables que coticen en bolsa. Desde esta investigación se observa otra utilidad diferente: será más útil para empresas cotizadas que quieran emitir algunos valores fuera de cotización⁹⁵⁷. El legislador marca la necesidad de que la sociedad sea cotizada, pero las acciones podrían no estar necesariamente cotizando⁹⁵⁸.

De todas formas, aunque tenga cierta utilidad para empresas cotizadas, no hay argumentos para limitarla a este tipo de sociedades, por lo que sería más acertado permitir la emisión de acciones rescatables a todas las sociedades, sean cotizadas o no⁹⁵⁹. Como el derecho de rescate tiene sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión, ampliar el ámbito de aplicación supondría facilitar la financiación a muchas empresas no cotizadas.

La aceptación de las ideas anteriores modificaría cualquier exposición de las acciones rescatables, porque supondría que el único requisito es que las acciones rescatables fueran emitidas por sociedades anónimas⁹⁶⁰. Pero, podríamos ir más allá, pues no existe ningún elemento de los principios configuradores de los distintos tipos de sociedades mercantiles establecidos en España que impidan la utilización de un instrumento financiero con las características de las acciones rescatables. Si aceptáramos estas ideas, la posibilidad de emisión podría ser ampliada también a todo tipo de sociedades, por ejemplo a las sociedades de responsabilidad limitada⁹⁶¹.

familiares o amigos y socios. En otro frente, por una casi absoluta preeminencia de la autofinanciación como fuente de recursos propios (o capital propio), y una gran dificultad de penetrar en el mercado de valores”.

⁹⁵⁶ Aunque en España las acciones rescatables únicamente pueden ser emitidas por empresas que coticen en un mercado secundario, es lógico pensar que el emisor no desea la cotización de estas acciones tan peculiares, para así poder diversificar aun más su oferta y diferenciarse de los productos existentes en el mercado. El TRLSC realizada en la LRLMV no obliga en ningún momento a que estas acciones coticen. La emisión de acciones rescatables en el mercado secundario, aunque pueda ser utilizada de forma puntual, no tiene sentido como práctica general, pues el derecho de las acciones rescatables de conceder un mayor grado de liquidez, pierde su sustancia si existe un mercado de referencia en el que pueden enajenarse al valor de cotización de forma rápida y barata.

⁹⁵⁷ Esta idea reforzará nuestra posterior argumentación para justificar la cotización parcial de los emisores de acciones rescatables.

⁹⁵⁸ Dentro de las acciones rescatables emitidas en España existe un gran número de características comunes coincidentes en todas ellas. Una de ellas, fundamental, es que todas las emisiones son cotizadas. Sin embargo, esto no hubiera sido necesario, porque la ley marca la necesidad de que la sociedad sea cotizada, pero las acciones podrían no estar necesariamente cotizando.

⁹⁵⁹ El art. 47 del Anteproyecto de Ley de Reforma de la LSA de enero de 1987 autorizaba la emisión de rescatables, independientemente de la condición de cotizada de la sociedad emisora.

⁹⁶⁰ MARTÍN GARCÍA, J.M: “Acciones sin voto y acciones rescatables”, en VIVES, F y PÉREZ ARDÁ, J. (coord.), *La sociedad cotizada*, Marcial Pons, Barcelona, 2006, 457-516, p. 493, es partidario de ampliar la aplicación de la figura a las sociedades anónimas no cotizadas con este argumento: “el requisito subjetivo por el que se exige la cotización bursátil de la sociedad emisora de acciones rescatables no parece conectarse necesariamente con la especial naturaleza de dichas sociedades: no encontramos a lo largo del régimen jurídico del TRLSA requisitos o limitaciones que se justifiquen únicamente desde el prisma de las sociedades anónimas en general”.

⁹⁶¹ FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, p. 241, extiende también la posibilidad de emisión de acciones rescatables de sociedades no cotizadas a sociedades de responsabilidad limitada, ya que en estas últimas “no se plantean problemas sobre la posibilidad de establecer en estatutos cláusulas estatutarias que permitan a la sociedad adquirir las acciones del socio o impongan al socio la obligación de entregar las acciones a la sociedad para su rescate o, incluso, ordenan la enajenación a favor de tercero para cuando concurren circunstancias expresadas de forma clara y precisa en estatutos. Estas cláusulas caben dentro del art. 188.3 del RRM”.

Las afirmaciones anteriores son opiniones sobre lo que debería ser la regulación, sin embargo, la Ley establece una clara limitación cualitativa sobre las sociedades anónimas cotizadas. A pesar de que los aspectos generales de la limitación cualitativa son claros, la regulación no es concreta en su detalle: ni define el ámbito de cotización (es decir, qué se entiende por sociedades cotizadas), ni establece las consecuencias de la pérdida de cotización (ya sea por causas voluntarias o forzosas), ni regula la posibilidad de cotización parcial de los emisores y, por último, no establece si las acciones rescatables deben estar cotizadas o si basta con que lo sean las empresas.

El aspecto fundamental del análisis de la limitación cualitativa es identificar qué empresas pueden incluirse entre las sociedades anónimas cotizadas. Antes de la entrada en vigor del TRLSC la situación era muy deficiente. La legislación española igualaba dos términos que no son exactamente idénticos: "sociedades con acciones cotizadas" (D.A. Primera y Segunda del TRLSA) y "sociedades cotizadas" (R.D. 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas de sociedades cotizadas, BOE de 26 de marzo de 1991). No son idénticos porque pueden existir sociedades anónimas sin acciones cotizadas, pero con títulos de renta fija o PPR cotizando en algún mercado⁹⁶². El art. 92 bis TRLSC se decantó por el término "sociedades cotizadas", que engloba a todas las sociedades con algún título cotizado en este momento. Los términos "sociedades cotizadas" o "sociedades con acciones cotizadas" utilizados hasta la entrada en vigor del TRLSC son inadecuados por ambiguos, ya que permiten que estén cotizando en el Mercado Continuo⁹⁶³ de la Bolsa de valores española⁹⁶⁴, pero también permiten que sea de otro país, o que sea en nuestro país pero no en el Mercado Principal (o Primer Mercado), por ejemplo que sea en los Segundos Mercados de una Bolsa de valores⁹⁶⁵, o que las acciones que coticen sean de renta fija, Deuda Pública, derivados, futuros o PPR en vez de acciones⁹⁶⁶. El legislador, para evitar dudas, tendría que haber sido más preciso al definir el

⁹⁶² Es el caso, por ejemplo, de una sociedad que tenga tanto acciones como instrumentos de renta fija cotizados y, en algún momento, dejen de cotizar las acciones.

⁹⁶³ En España existen diferentes formas para que una empresa o grupo (incluidas las SICAV) coticen: en Parqué, Mercado Continuo, Nuevo Mercado y Mercado Alternativo Bursátil.

⁹⁶⁴ La sociedad Bolsas y Mercados Españoles integra todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. Esta compañía está constituida por Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia, MF Mercados Financieros, Iberclear, BME Consulting y Mercado Alternativo Bursátil.

⁹⁶⁵ En la D.A. séptima de la LRLMV, que modifica el art. 48.1.a de la Ley 18/1991, se recoge lo siguiente: "han de entenderse por mercados secundarios oficiales de valores, además de los previstos expresamente en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, los Segundos Mercados para pequeñas y medianas empresas de las Bolsas de Valores españolas ya existentes o que se creen en el futuro". Hasta hace poco, cuando una sociedad deseaba solicitar su admisión en los mercados secundarios oficiales de valores, se le ofrecían dos posibilidades: el Mercado Principal (o Primer Mercado) y el Segundo Mercado. La regulación en España del Segundo Mercado se realizó en el R.D. 710/1986 de 4 de abril (BOE nº 90 de 15 de abril) y en la Orden de 26 de septiembre de 1986 (BOE nº 238 de 4 de octubre) que desarrolla el R.D. citado. El Segundo Mercado recogía las emisiones y negociaciones de valores emitidos por pequeñas y medianas empresas e instituciones o, incluso, las de mayor tamaño que no han alcanzado la frecuencia y el volumen de contratación requerido por el "Mercado Principal". En España se creó para facilitar la movilización de los valores emitidos por pequeñas y medianas empresas con un capital mínimo de 25 millones de pesetas que, precisamente por su escasa dimensión, no podían acudir al mercado principal bursátil. Este Segundo Mercado ha tenido poco éxito en España, tanto que, en el momento actual, no está operativo salvo en la Bolsa de Barcelona; sin embargo, el Mercado Alternativo Bursátil, en el que ahora cotizan las SICAV, será ampliado para que también coticen las PYMES. En la actualidad existe otro mercado, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), el cual es un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características. EL MAB es un Sistema de Negociación operado por las Bolsas (SMN), promovido por BME y supervisado por la CNMV, para valores de la Unión Europea y también Latinoamérica, para inversores institucionales y particulares, que proporciona financiación, visibilidad, liquidez y valoración y con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas. Además, es una plataforma de lanzamiento hacia el Mercado Principal para las empresas que alcancen la dimensión adecuada. A fecha de diciembre de 2009, sólo existen dos empresas que cotizan en ese mercado: Imaginarium, S.A. y Zinkia Entertainment, S.A. *Vid.* BOLSAS Y MERCADOS. *Empresas en expansión*, <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>.

⁹⁶⁶ En España funcionan cinco mercados secundarios oficiales: Bolsas de Valores, Mercado de Deuda Pública Anotada, Mercado de derivados MEFF, AIAF y Mercado de Futuros del Aceite de Oliva. Las Bolsas de Valores son mercados para la negociación en exclusiva de acciones y valores convertibles o que otorgan derecho de adquisición o suscripción. También se contratan en Bolsa renta fija, tanto pública como privada, *warrants* y certificados. En el Mercado de Deuda Pública Anotada se negocian bonos, obligaciones y Letras del Tesoro, así como deuda emitida por

nivel de cotización necesario, por ejemplo (de menor a mayor nivel de rigidez): "sociedades con acciones cotizadas en el Mercado Continuo español", "sociedades con acciones cotizadas en cualquier Mercado de las Bolsas de Valores españolas (Mercado Continuo, Parqué y Nuevo Mercado)", "sociedades con cualquier título cotizado en algún Mercado secundario oficial de valores español (Bolsas de Valores, Mercado de Deuda Pública Anotada, Mercado de derivados MEFF, AIAF y Mercado de Futuros)", "sociedades con cualquier título cotizado en algún Mercado secundario de valores español, sea oficial o no oficial (Mercado secundario oficial, Latibex, *Exchange Traded Funds* y Mercado Alternativo Bursátil [MAB])" o "sociedades con cualquier título cotizado en algún Mercado secundario oficial de valores (sea español o internacional)".

El art. 500 TRLSC precisa el requisito estableciendo que sólo las "sociedades cotizadas" podrán emitir acciones que sean rescatables (el art. 92 bis TRLSA utilizaba el término "sociedades con acciones cotizadas"). La verdadera novedad se encuentra en que el art. 495 TRLSC da un giro copernicano al tema al definir, de forma clara, el significado de las sociedades cotizadas, que son "las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores"⁹⁶⁷. Esto supone que el TRLSC se decanta por considerar como sociedades cotizadas a las sociedades anónimas con acciones cotizadas en cualquier Mercado calificado como secundario oficial de valores. Sin embargo, es necesario indagar aun más para resolver la laguna legislativa y poder conocer, de forma concreta, en qué mercados deben cotizar las sociedades para poder emitir estas acciones. Al indicar únicamente que es un mercado secundario oficial de valores, creemos que es indiferente el lugar donde éste tenga su sede porque en caso contrario debería haberlo especificado, por lo tanto entendemos que la sociedad debe tener acciones cotizadas en un mercado secundario oficial de valores, independientemente de que sea extranjero o español (estatal o de ámbito de una comunidad autónoma). En el extranjero existen un gran número de mercados de valores que cumplan esas características. Para observar los mercados de valores con sede en España debemos recurrir a la legislación española que regula el mercado de valores. El art. 31.2 LMV establece que los mercados regulados españoles reciben también la denominación de mercados secundarios oficiales. El art. 31.2 LMV considera mercados secundarios oficiales de valores a los siguientes: las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero, el Mercado de Renta Fija (AIAF) y, por último, cualquier otro, de ámbito estatal, que se autoricen en el marco de las previsiones de esta Ley y de su normativa de desarrollo, así como aquellos, de ámbito autonómico, que autoricen las comunidades autónomas con competencia en la materia. Dentro de la potestad de crear nuevos mercados secundarios oficiales, se ha instaurado un único mercado: el mercado de futuros del aceite de oliva (MFAO), por lo que desde su creación se considera un mercado secundario oficial⁹⁶⁸. Aunque todos estos mercados cumplan las características de "secundarios oficiales de valores", no todas las sociedades que en ellos coticen pueden emitir acciones rescatables, ya que el art. 500 TRLSC restringe la posibilidad a las sociedades que emitan en ellos acciones; y ni los futuros ni la renta fija son acciones. Por ello es posible inferir que, apoyándonos en la LMV, sólo pueden emitir acciones rescatables las sociedades cuyas acciones coticen en las Bolsas de Valores⁹⁶⁹.

las Comunidades Autónomas y por algunos organismos públicos; estos valores se negocian también en las Bolsas de Valores, según un sistema específico de contratación. El Mercado de derivados MEFF se ocupa de la negociación de opciones y futuros. El AIAF es el mercado para la negociación de todo tipo de valores de renta fija de empresas e instituciones privados, excepto los convertibles (que son exclusivos de las Bolsas) y la deuda pública, que se negocia a través del mercado de deuda pública anotada. Por último, existe un específico Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO).

⁹⁶⁷ La *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (KonTraG), de 27 de abril de 1998, había realizado una definición legal de sociedad cotizada, aquellas cuyas acciones hayan sido admitidas a cotización en un mercado regulado y supervisado por instancias públicas reconocidas, con sesiones regulares y que sean accesibles para el público. *Vid. Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (KonTraG), § 3.

⁹⁶⁸ *Vid. Orden ECO/3519/2003*, de 1 de diciembre, por la que se dispone la publicación del Acuerdo del Consejo de Ministros, de 7 de noviembre de 2003, por el que se autoriza la creación del mercado de futuros del aceite de oliva que estará regido por MFAO, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva, S.A.

⁹⁶⁹ En el futuro también se podría crear otros mercados de acciones de ámbito estatal y autonómico, porque el legislador ha dejado la puerta abierta para que ello se produzca.

Otro aspecto no regulado en los arts. 500 y 501 TRLSC es identificar los efectos de la exclusión de cotización de una sociedad emisora de acciones rescatables⁹⁷⁰. Ante el silencio legal existen tres soluciones: mantenimiento de las acciones rescatables hasta su amortización establecida inicialmente, ejecución de un rescate anticipado o conversión de las acciones rescatables en no rescatables. La legislación debería explicitar cual es la alternativa correcta. Mientras que esto ocurre, la solución más adecuada a la pérdida de la condición de sociedad cotizada es el mantenimiento de las acciones rescatables hasta su amortización fijada inicialmente, ya que el rescate anticipado supondría violar el régimen establecido en la emisión, y la conversión supondría alterar la posición de los titulares, siendo necesario cumplir lo establecido en los arts. 285-290 y 293 TRLSC y el consentimiento individual de cada uno de ellos⁹⁷¹.

Con la actual redacción podría plantearse el problema de identificar si está permitida o no la emisión de acciones rescatables en sociedades parcialmente cotizadas. Lo razonable es que sí⁹⁷², ya que el art. 500 TRLSC no requiere que las acciones rescatables estén cotizadas. Esta posibilidad proporcionaría ventajas a las sociedades que deseen una estrategia financiera mixta, pues la emisión de acciones rescatables no cotizadas, por empresas que tengan otros títulos cotizados, permite alcanzar una diversificación de sus fuentes de financiación.

La legislación española no obliga a que los valores se encuentren en cotización⁹⁷³, pero sí que las empresas emisoras coticen⁹⁷⁴, por lo tanto se infiere que pueden emitir acciones rescatables no cotizadas las sociedades que tienen emitidas algunos otros valores que cotizan. El derecho de rescate tiene más sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión, por esta razón, tendrían menos utilidad financiera las acciones rescatables que coticen en bolsa. Desde esta investigación se observa otra utilidad diferente: será útil para empresas cotizadas que quieran emitir algunos valores fuera de cotización. Esto no supone que la legislación española esté vacía de contenido. Al contrario, este aspecto parece bien definido, porque la actual redacción no obliga a que los valores se encuentren en cotización, pero sí que los emisores coticen.

⁹⁷⁰ La exclusión de cotización de una sociedad emisora de acciones está regulada en el art. 34 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, de 28 de Julio de 1988 (LMV).

⁹⁷¹ Las tres posibilidades de solución del problema están recogidas en YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, pp. 118-120 y MARTÍN GARCÍA, J.M: "Acciones sin voto ..." *op. cit.*, p. 494. Ambos autores son partidarios de la primera solución. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, p. 119, considera que la alternativa de continuidad de los valores "parece la menos lesiva tanto para la sociedad emisora como para los titulares de acciones rescatables"; además el mismo autor ofrece una interesante reflexión al detallar que esta medida "no puede decirse que resulte contraria al art. 92 bis del TRLSA en cuanto que su precepto reserva exclusivamente la emisión de rescatables a las sociedades cotizadas y no prohíbe a las devenidas no cotizadas que las mantengan emitidas y en circulación". Por su parte, MARTÍN GARCÍA, J.M: "Acciones sin voto ..." , *op. cit.*, pp. 494-495, también es partidario del mantenimiento de los valores para la generalidad de los supuestos, sin embargo, se plantea que la ejecución de un rescate anticipado, denominado por el autor "rescate extemporáneo forzoso", podría ser la mejor solución si la "pérdida de la condición de cotizada tuviera lugar (i) con posterioridad a los plazos mínimos determinados ya legalmente, ya en el propio acuerdo de emisión, para efectuar el rescate, bien a solicitud de la sociedad, bien del accionista, y (ii) dentro del abanico temporal de que dispusieran la sociedad o en el accionista para ello". Los argumentos del autor para proponerlo es que "por una parte respetaría lo dispuesto en el art. 92 bis.1 TRLSA y, por otra, la indicada redención tendría lugar dentro del margen temporal en que, tanto para la sociedad como para el accionista, resulta absolutamente previsible el rescate y dentro del cual las expectativas razonables de rentabilidad del accionista quedan cumplidas, por más que el rescate no se produzca en el exacto momento en que aquéllos hubieran podido exigirlo".

⁹⁷² GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno al concepto ...", *op. cit.*, p. 941, también es partidario de la posibilidad de emisión de acciones rescatables por sociedades parcialmente cotizadas.

⁹⁷³ Parece un error la afirmación de GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J.: "Acciones rescatables: Aspectos legales y contables", *Partida Doble*, nº 112, junio, 4-15, 2000, p. 10, para quienes "las acciones rescatables deben cotizar en Bolsa, sin que puedan emitirse fuera del mercado bursátil".

⁹⁷⁴ Esta distinción ha sido bien entendida por la jurisprudencia. En JUR 2002/74023 (Jurisdicción Civil, Recurso de Apelación núm. 214/2001), la parte demandada alegó la improcedencia del procedimiento alegando que "contradice el régimen jurídico sobre acciones rescatables actualmente vigente en España ... instaurado por la L 3/1998, de 16 de noviembre, que restringe la emisión de esta clase títulos a las sociedades cotizadas, circunstancia que no concurre en la demandada". En ella claramente se especifica la necesidad de que la sociedad sea cotizada, mientras que no se recurre en ningún lugar de la Sentencia a que sean cotizadas las acciones.

Por todo ello, se puede afirmar que en la legislación mercantil española existe una deficiente especificación de la limitación cualitativa. Las afirmaciones para resolver un texto poco definido solamente son opiniones, lo que es absolutamente necesario es que el legislador sea más concreto a la hora de definir los detalles de la limitación cualitativa. El legislador debe identificar los efectos de la exclusión de cotización de una sociedad emisora de acciones rescatables. Por otro lado, el Derecho positivo debe precisar si está permitida o no la emisión de acciones rescatables en sociedades parcialmente cotizadas, ya que la actual redacción no se lo plantea. Relacionado con lo anterior, el legislador debería especificar, de una manera totalmente clara (con una redacción explícita), si es válida la emisión de acciones rescatables por una sociedad que cotiza o es necesario además, que las acciones también coticen.

3.3.2. Limitación cuantitativa

La legislación española instaura una limitación cuantitativa para la financiación con rescatables. En el art. 500.1 TRLSC aparece, bajo la rúbrica «emisión de rescatables», lo siguiente: «Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables (...) por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social»⁹⁷⁵.

Ni el Anteproyecto de enero de 1987, ni el texto elaborado por la Comisión de Expertos para la LRLMV, recogían un límite cuantitativo para la emisión de acciones rescatables, lo cual era uno de los principales argumentos en los que se fundamentaba el rechazo doctrinal a la inclusión de estas acciones en nuestro ordenamiento⁹⁷⁶. Por el contrario, la LRLMV recoge la imposibilidad de emitir un importe superior al 25% del capital social⁹⁷⁷.

Este límite, unido al de las acciones sin voto, es un intento de mantener el principio de integridad del capital para proteger a los acreedores. El legislador español, con la fijación del límite, "pretende prevenir el riesgo de disminución de fondos propios que pudiera llevar a su descapitalización"⁹⁷⁸ y, en consecuencia, a la desprotección de los terceros acreedores. Este peligro sería especialmente gravoso en los supuestos de acciones rescatables con privilegios en los derechos económicos, pues el pago del dividendo privilegiado "podría suponer un obstáculo para la continuidad empresarial"⁹⁷⁹.

El límite implantado en la legislación española para la emisión de acciones rescatables es más rígido que el recogido en el resto de ordenamientos donde se establece un límite para las acciones rescatables, aunque es igual o menor al dispuesto en las legislaciones que adaptan los límites cuantitativos de las acciones privilegiadas a las acciones rescatables⁹⁸⁰. En las

⁹⁷⁵ El 25% es el límite establecido en Francia para las acciones sin voto (art. 269.1 de Comm.).

⁹⁷⁶ Vid. CUESTA RUTE DE LA, J. M^a: "Clases especiales de acciones y su problemática", *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, nº 106-107, julio-octubre, 1973, p. 975. PAZ ARES, C.: "Negocios sobre ...", *op. cit.*, 1987, p. 526. ALONSO ESPINOSA, F, J.: «Configuración estatutaria de las acciones (en torno a los arts. 9, G y k) de la Ley de Sociedades Anónimas según el R.D. Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre», *RGD*, nº 550-551, 1990, pp. 5517-5546. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Aumento y reducción de capital", ..., *op. cit.*, 1987, pp. 292 y 370. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo", *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, nº 613, 1992, pp. 2495 y 2503. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "La acción y los derechos del accionista", en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, 1994, p. 292. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario", *RDBB*, nº 71, julio- septiembre, 1998, 839-856, p. 843. En contra de la introducción de este límite se sitúa FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, pp. 249-254.

⁹⁷⁷ La legislación española recoge un límite cuantitativo en otras figuras. La Ley 19/2003 establece, respecto de las emisiones por entidades del grupo o subgrupo consolidable de una entidad de crédito, un límite cuantitativo a la emisión de PPR en función de sus recursos propios. El importe nominal de las PPR en circulación no podrá superar, en el momento de realizar una emisión, el 30% de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable, incluyendo en dicho cómputo las PPR que formen parte de la emisión.

⁹⁷⁸ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, p. 252.

⁹⁷⁹ *Ibidem*, p. 252.

⁹⁸⁰ Relacionado con el límite de las acciones rescatables, las legislaciones de la Europa continental también establecen una limitación cuantitativa de las acciones sin voto. En Francia las acciones privilegiadas sin voto no

regulaciones donde se ha legislado específicamente las acciones rescatables, o no existe limitación cuantitativa (II Directiva⁹⁸¹ y Portugal⁹⁸²), o simplemente existe la limitación de que sea necesario que haya alguna acción no rescatable⁹⁸³ (Reino Unido⁹⁸⁴ y Estados Unidos⁹⁸⁵) o es de un 10% (Australia⁹⁸⁶, Irlanda⁹⁸⁷ e Italia⁹⁸⁸). Relacionado con lo anterior, también existen países de la Europa continental que no tienen definido límites cuantitativos para las acciones rescatables en particular, pero sí regulan otros límites que pueden ser adaptados a las acciones rescatables, ya sean las acciones privilegiadas⁹⁸⁹, privilegiadas sin voto⁹⁹⁰, las acciones sin voto⁹⁹¹ o las acciones propias⁹⁹².

Ante el establecimiento del límite cuantitativo en España, existen dos problemas distintos. Por un lado, analizar la idoneidad de la medida (establecimiento de un límite y de ese porcentaje en concreto). Por el otro, poner el acento en las imprecisiones legislativas.

pueden suponer más del 50% del capital social de las empresas no cotizadas y del 25% del capital social de empresas cotizadas (art. L. 228-11 *C. de comm.*). En Portugal las acciones preferentes sin voto deben ser como mucho la mitad del capital social (art. 341.1 *Código das Sociedades Comerciais*).

⁹⁸¹ De la misma forma, la Segunda Directiva 77/91/CEE no insta un límite cuantitativo a la emisión de acciones sin voto y, sin embargo, es frecuente la existencia de límites cuantitativos para la emisión de acciones sin voto en los diversos ordenamientos de los Estados miembros.

⁹⁸² El ordenamiento Portugués adapta la legislación comunitaria con la regulación de las *accoes preferenciais remiveis* en el art. 345 del *Código das Sociedades Comerciais* (Sección VI del Capítulo III del *Código das Sociedades Comerciais*, aprobado por el Decreto-Ley 262/86, de 2 de septiembre de 1986). Esta adaptación tiene las características siguientes: las acciones deben ser privilegiadas, además este privilegio debe ser de tipo patrimonial; la emisión debe estar obligatoriamente prevista en los estatutos; el rescate puede establecerse a fecha fija o por decisión de la junta general de accionistas; las acciones deben estar desembolsadas en el momento de proceder al rescate, aunque no están obligadas a ello durante el periodo anterior (por ejemplo en el momento de la suscripción); el rescate deberá ser realizado por el valor nominal, salvo que se prevea una prima de rescate; obligatoria constitución de una reserva especial indisponible equivalente al valor nominal de las acciones rescatables; y por último, si los estatutos no prevén nada al respecto, el incumplimiento de la obligación de rescatar en la fecha fijada faculta al titular de las acciones a solicitar la disolución judicial de la sociedad transcurrido un año. Aunque el legislador portugués no establece limitación cuantitativa alguna, la doctrina proclama la necesidad de que haya alguna acción no rescatable. Vid. VENTURA RODRÍGUEZ, R. J.: *Novos Estudos Sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em nome colectivo. Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Livraria Almedina, Coimbra, 2003, p. 461. La aceptación de este hecho supondría acercarse a su legislación más cercana que es la del Reino Unido.

⁹⁸³ En concreto, la normativa del Reino Unido y de ciertos estados de Estados Unidos de América se limitan a prohibir que la sociedad emita rescatables cuando no cuente en su capital social con acciones no rescatables.

⁹⁸⁴ Vid. Sección 684(4) *The Companies Act 2006*. Anteriormente la sección 159(2) *The Companies Act 1985* estaba redactado en términos parecidos. Parte de la doctrina apunta el detalle de que las dos redacciones anteriores no obligan a que la sociedad deba tener acciones no rescatables en el momento de la amortización. Vid. GRIER, N.: *UK Company Law, op. cit.*, 1998, p. 149. En el momento actual, la legislación británica sí tiene esta limitación para las rescatables, pero no establece limitación cuantitativa alguna para las acciones sin voto.

⁹⁸⁵ Art. 151.b. *Delaware General Corporation Law*. Art. 151.c *New York Business Corporation Law*.

⁹⁸⁶ Vid. COTTON, J.: "Australia: share buy-backs", *Company Lawyer*, n° 9, 287-288, 1995, p. 287. PARKER-COLIN, H.E.: "Urgent issues group", *Australian Accountant*, n° 11, vol. 67, 1997, p. 74.

⁹⁸⁷ Art. 207.2.a *The Companies Act 1990*.

⁹⁸⁸ La norma italiana sobre acciones rescatables remite expresamente a la regulación del art. 2357 *Codice Civile* sobre adquisición de acciones propias. Este límite es del 10% del capital social.

⁹⁸⁹ Relacionado con el límite de las acciones rescatables, la legislación de Francia impide la emisión de acciones privilegiadas por encima del 25% del capital social en las sociedades cotizadas y el 50% en el resto de sociedades (Art. L. 228-11 *C. de Comm.*).

⁹⁹⁰ En Portugal las acciones preferentes sin voto deben ser como mucho la mitad del capital social (art. 341.1 *Código das Sociedades Comerciais*).

⁹⁹¹ Relacionado con el límite de las acciones rescatables, las legislaciones de la Europa continental también establecen una limitación cuantitativa de las acciones sin voto: en Italia la mitad del capital social (art. 14.1 Ley n° 216, de 7 de junio de 1974, art. 2351.2 *Codice Civile*, art. 145 del Texto único en materia de intermediación financiera de 1988).

⁹⁹² En Alemania existe un límite del 10% para acciones propias, extrapolables a las acciones rescatables (§71.2 AktG). La propuesta realizada por la Comisión Baums recomienda que la creación de acciones rescatables se someta un límite del 50% del capital social (Rz. 235).

La medida de establecer un límite cuantitativo es adecuada⁹⁹³. Acertado es poner un límite porcentual, porque así se protege a los acreedores frente a una posible descapitalización llegado el momento del rescate⁹⁹⁴. Acertado también es el veinticinco por ciento del capital social ya que parece razonable y suficiente. Bien es cierto que es imposible que una medida discrecional⁹⁹⁵ preventiva satisfaga a todos, ya sea porque puede parecer excesiva⁹⁹⁶ o insuficiente⁹⁹⁷. De todas formas, por analogía con la figura acciones sin voto⁹⁹⁸, parece posible que las empresas emisoras restrinjan estatutariamente el porcentaje admisible de las acciones rescatables⁹⁹⁹, ya que si el porcentaje es menor al veinticinco por ciento, se podrán cumplir mejor las finalidades que se pretenden alcanzar con la fijación del límite porcentual.

Por otro lado, el legislador ha sido claro en la obligación de establecer el límite cuantitativo, aunque no lo ha sido tanto a la hora de definir su detalle. El límite cuantitativo de la emisión de rescatables está redactado de forma imprecisa: "por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social"¹⁰⁰⁰. La ambigua redacción provoca problemas en su aplicación. Las dudas sobre el límite establecido son cinco: no ha definido si el límite sólo funciona en el momento de la emisión o durante toda la vida de la sociedad, no ha establecido las repercusiones de sobrepasar el límite cuantitativo, no ha previsto la definición del límite en el caso de sociedades cotizadas parcialmente, no ha definido si el límite máximo de emisión de acciones rescatables debe ser calculado sobre el capital social emitido o sobre el capital social desembolsado y, por último, no ha especificado si este límite se refiere al capital social anterior a la emisión de acciones rescatables o al resultante una vez realizada esta emisión.

⁹⁹³ Parte de la doctrina ofrece dudas sobre la idoneidad de establecer un límite cuantitativo: GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, p. 4. y FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, pp. 249 y ss.

⁹⁹⁴ No falta doctrina que opina sobre la adecuación de incluir el límite. El establecimiento del límite cuantitativo tiene como objetivo "evitar la descapitalización de la compañía cuando esta proceda al rescate". *Vid.* MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables", *op. cit.*, p. 496. FARRAR, J.; HANNIGAN, B.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, p. 187. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, p. 4. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, 1999, p. 31. VENTURA RODRÍGUEZ, R. J.: *Novos Estudos Sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em nome colectivo. Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Livraria Almedina Coimbra, 2003, p. 461. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada, *op. cit.* p. 356. En su ausencia, "el rescate de los títulos generaría una disminución de los fondos propios de la sociedad, que podría abocar a la misma a dificultades financieras, cuando no a una situación de desequilibrio patrimonial". *Vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, p. 1699. El límite cuantitativo trata de impedir que el carácter temporal de todas las acciones que componen la sociedad pudiera llevar al ejercicio de un rescate masivo por parte de un número elevado de accionistas que, a su vez, ocasione la descapitalización de la sociedad tras el rescate y, consecuentemente, la afectación del principio de integración de capital o incluso, en casos extremos, el inicio de un proceso liquidatorio como consecuencia de la disolución de la sociedad. *Vid.* CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, *op. cit.*, 2007, p. 356.

⁹⁹⁵ A pesar de que consideran razonable un límite cuantitativo, algunos autores afirman que es difícilmente justificable el establecimiento de éste en concreto. *Vid.* ZUBIRI DE SALINAS, M.: "Las acciones rescatables o recuperables ¿una opción para las sociedades cotizadas?", en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (coord.), *Las(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2000, p. 122, quien afirma que "la cuarta parte es una cifra caprichosa elegida por el legislador porque se considera que es suficiente para estimar que las otras tres cuartas partes del capital social puede garantizar la solvencia de la sociedad frente a terceros y frente a los propios titulares de las acciones rescatables".

⁹⁹⁶ Será considerado un límite excesivo por todos los autores que deseen buscar una regulación en nuestro país concordante con el resto de los Derechos Mercantiles que regulan las acciones rescatables, donde o no existe limitación cuantitativa o como mucho es de un 10%, como en Australia, Irlanda e Italia.

⁹⁹⁷ En opinión de KIRCHNER y SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, p. 401, "el límite del 25% del capital social es excesivamente bajo, lo que puede constituir un obstáculo a ciertas finalidades de las acciones rescatables". En especial, en el caso de las sociedades concesionarias de obras y servicios públicos, en las cuales "conforme se acerca el momento de la extinción de la concesión, el patrimonio social se va haciendo demasiado alto, por lo que es más eficiente facilitar su progresiva liquidación anticipada, siempre que se respeten los derechos de los acreedores y los de la Administración concedente".

⁹⁹⁸ La analogía con las acciones sin voto es observada por MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las acciones sin voto", *Revista de Derecho Mercantil*, nº 191, 1989, p. 404.

⁹⁹⁹ Esta posibilidad es compartida por FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización ...*, *op. cit.*, p. 250.

¹⁰⁰⁰ Cfr. art. 500 TRLSC.

La primera indefinición de la Ley es que no ha determinado el momento de aplicación, es decir, no ha definido suficientemente el límite para saber si sólo funciona en el momento de la emisión o, por el contrario, durante toda la vida de la sociedad. Parece claro que debe tenerse siempre en cuenta el saldo vivo de capital representado por todas las acciones rescatables emitidas, ya que en caso contrario el límite sería muy fácil de burlar, e impediría alcanzar las finalidades pretendidas por el legislador con su inclusión.

La segunda indefinición es que la legislación no ha previsto las repercusiones de incumplir el límite cuantitativo. El legislador debería haber especificado como una causa de liquidación la superación del límite cuantitativo de las acciones rescatables igual que ha hecho para las acciones sin voto¹⁰⁰¹. Sin embargo, no lo ha considerado así, y es necesario resolver el problema sin que esté contemplado legislativamente entre las causas de liquidación.

Respecto las repercusiones sobre una empresa que sobrepasara el límite, caben dos posibles interpretaciones: el exceso es irrelevante jurídicamente, o es ilegal sobrepasar el límite y es obligatorio disolver la sociedad. No es posible aceptar la imperativa disolución, ya que supondría inventar una nueva causa de disolución para supuestos diferentes de los contemplados en la Ley¹⁰⁰². La legislación mercantil establece dos supuestos de plazo transitorio para restablecer un equilibrio y, en caso contrario, disolución por causa legal, cuando caduca el plazo: las reducciones de capital por debajo del mínimo legal¹⁰⁰³ y el límite específico de las acciones sin voto. El sistema previsto para las acciones sin voto o para las reducciones obligatorias por debajo del mínimo legal es: licitud provisional de la operación con un plazo transitorio para restablecer la situación (un año y dos años respectivamente) y disolución por causa legal cuando caduca el plazo. No cabe aplicar a las rescatables, por analogía, el sistema previsto para las sin voto o para las reducciones obligatorias por debajo del mínimo legal, porque supondría inventar una nueva causa de disolución no establecida específicamente en la Ley¹⁰⁰⁴. Por lo tanto, la opción adecuada es que el exceso sea irrelevante jurídicamente¹⁰⁰⁵. Al ser un aumento de capital ilegal, por infracción de lo dispuesto en el art. 500 TRLSC, no sería inscribible en el Registro Mercantil¹⁰⁰⁶.

Por lo tanto, si la sociedad pretende emitir nuevas rescatables deberá tener cuidado de que el saldo total de las rescatables en relación con el importe nominal de todas las emitidas (las nuevas y las antiguas aún no amortizadas) no supere la cuarta parte del capital social. El aumento de capital de rescatables que superase el límite es, todo él, ilegal por infracción de lo dispuesto en el art. 500 TRLSC y, por ende, no sería inscribible en el Registro Mercantil. De igual manera, no es legal la amortización voluntaria de acciones no rescatables que determine la superación del límite cuantitativo de las rescatables. La misma conclusión vale para el acuerdo de conversión de acciones ordinarias en rescatables.

El incumplimiento del límite cuantitativo del art. 500 TRLSC puede ser directo, es decir la emisión de rescatables por encima del 25% del capital social, o indirecto, la reducción de capital social de acciones no rescatables, dejando a las acciones rescatables en un nivel superior al 25%, aunque en el momento de emisión no lo excediera.

¹⁰⁰¹ El artículo 363 TRLSC establece que la sociedad de capital deberá disolverse por una serie de causas, una de ellas, la del apartado f, es que el valor nominal de las participaciones sociales sin voto o de las acciones sin voto excediera de la mitad del capital social desembolsado y no se restableciera la proporción en el plazo de dos años. Parece razonable incluir como una causa de disolución, que se supere el límite cuantitativo de las participaciones sociales sin voto o de las acciones sin voto. Lo que no es razonable es que no sea causa de disolución superar el límite de las acciones rescatables. El legislador mercantil ha igualado el espíritu de ambas figuras de clases de acciones, al considerarlas como dos instrumentos financieros híbridos con la condición de acciones.

¹⁰⁰² Vid. art. 363 TRLSC.

¹⁰⁰³ Cfr. art. 102.2 TRLSC.

¹⁰⁰⁴ El art. 56 TRLSC contiene un catálogo cerrado de causas de nulidad de la sociedad.

¹⁰⁰⁵ La declaración de nulidad del acuerdo de emisión de las acciones rescatables se realiza a través del ejercicio de impugnación del art. 204 TRLSC.

¹⁰⁰⁶ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 252.

El incumplimiento directo es sencillo de resolver. Cuando se produzca se debe proceder a la impugnación del acuerdo de ampliación de capital de la emisión las acciones rescatables¹⁰⁰⁷ y su correspondiente nulidad (basándose en los arts. 204 y ss. TRLSC)¹⁰⁰⁸.

El incumplimiento indirecto tiene una complejidad mayor, pues al silencio del TRLSA sobre las acciones rescatables se contraponen que, para un supuesto similar, el art. 100 TRLSC contempla una solución expresa para las acciones sin voto. Esta situación puede interpretarse en dos sentidos: la omisión supone una voluntad deliberada del legislador de que el pronunciamiento sobre las acciones sin voto no alcance a las acciones rescatables, o que es posible extender las medidas impuestas a las acciones sin voto a las rescatables por analogía¹⁰⁰⁹. El criterio de las acciones sin voto es conceder un plazo de dos años para restablecer la proporción entre acciones rescatables y no rescatables, ya sea por medio de una ampliación de capital no rescatable, una reducción de capital a través de la disminución del valor nominal de todas las acciones rescatables o una amortización de parte de las acciones rescatables; si no se produjera ninguna de ellas, la emisora debería disolverse. Es claro que hay que seguir el dictamen de las acciones sin voto porque es el instrumento financiero al que más se parece, mucho más cuando el legislador español se ha acercado, en ubicación y filosofía, a las acciones sin voto, alejándose de las acciones propias (como realiza el Reino Unido).

Tras todas estas dudas, lagunas legislativas e indeterminaciones, es imprescindible que el Derecho positivo establezca, de forma expresa, las consecuencias que tendría que el emisor sobrepasara, de forma directa o indirecta, el límite cuantitativo establecido en el art. 500 TRLSC.

La tercera indefinición es que el legislador no ha previsto la aplicabilidad del límite máximo en los supuestos de empresas emisoras de acciones rescatables con cotización parcial, es decir, la empresa es cotizada porque algunos de sus valores están admitidos a cotización, aunque otros no lo estén. Para resolver esta situación sólo hay dos alternativas: que el porcentaje se aplique solamente sobre el capital social cotizado, o sobre el capital total de la sociedad (ya veremos más adelante si suscrito o desembolsado).

La solución más adecuada, hasta que el legislador lo concrete de forma detallada, es considerar únicamente como límite de emisión, la cuarta parte del capital social cotizado, excluyendo de dicho cálculo las acciones que no estuvieran admitidas a cotización. Esto es coherente con parte de la doctrina que estudia las acciones rescatables¹⁰¹⁰ y además es concordante con las soluciones doctrinales para problemas similares, como la autocartera¹⁰¹¹.

¹⁰⁰⁷ La sanción por incumplimiento del límite cuantitativo dependerá del momento en que se emitan las acciones. Si es en el acto constitutivo, será nula la emisión (no la sociedad); y en los demás casos será nulo el acuerdo de modificación de los estatutos. En referencia a las acciones sin voto véase MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las acciones sin voto", en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. Y OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, T IV, vol. 1, 1994, p. 16. La creación de acciones superando el límite podría considerarse parcialmente nula; amortizándose las acciones que excedieran del límite legalmente establecido. En referencia a las acciones sin voto véase PORFIRIO CARPIO, L.: *Las acciones sin voto en la sociedad anónima*, La Ley-Actualidad, Madrid, 1991, p. 287.

¹⁰⁰⁸ Ante el incumplimiento directo, la doctrina propone proceder a la "impugnación del acuerdo de ampliación de capital en cuya virtud se emitieron las acciones rescatables y la nulidad del mismo". *Vid.* MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables", *op. cit.*, pp. 498-499.

¹⁰⁰⁹ El único autor que se ha pronunciado, es de la opinión de "proceder de acuerdo con lo establecido respecto de las acciones sin voto, es decir, conceder un plazo de dos años para restablecer la proporción legal entre las acciones rescatables y las no rescatables, mediante una ampliación de capital no rescatable, una reducción de capital a través de la disminución del valor nominal de todas las acciones rescatables o una amortización parcial de esta última clase de acciones. En defecto de estas opciones, procedería la disolución de la sociedad". *Vid.* MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables", *op. cit.*, p. 499.

¹⁰¹⁰ *Vid.* GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, pp. 6 y 955, quien mantiene que la limitación "debe tomar como base de cálculo la suma del nominal de aquellas acciones admitidas a negociación en un mercado, excluyendo de dicho cálculo las que no estuvieran admitidas a cotización".

¹⁰¹¹ GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, pp. 941 y 942, propone adaptar "las soluciones doctrinales respecto al límite cuantitativo de la autocartera cuando la sociedad cotizara parcialmente", a efectos de determinar si tal limitación cuantitativa será la general (20%), o por el contrario, la particular prevista para las sociedades cotizadas (10%). Los límites de mantenimiento de autocartera están recogidos en el art. 142 TRLSC

Algunos autores están en contra¹⁰¹², sin embargo es la única solución correcta. El hecho de que el límite de las acciones rescatables sea entendido como aplicable a todo el capital social, supondría que, para una sociedad que tuviera una parte del capital social no cotizado muy superior a su capital social cotizado, el límite cuantitativo sería mayor que la cifra de todo el capital social cotizado, lo cual iría en contra de la esencia de la instauración del límite cualitativo en el que las acciones rescatables sólo pueden ser emitidas por sociedades cotizadas.

Respecto al cuarto interrogante, la redacción de la Ley no precisa si el límite máximo de emisión de acciones rescatables debe ser calculado sobre el capital social emitido o sobre el capital social desembolsado. Esta imprecisión tendrá que ser resuelta en un futuro por la legislación. De momento, las empresas emisoras elegirán la interpretación que más les convenga, teniendo en cuenta que en el caso de existir desembolsos pendientes, el importe máximo de acciones rescatables a emitir será mayor si elegimos realizarlo sobre el capital social suscrito que sobre el desembolsado. Evidentemente, estas diferencias sólo serán representativas en incrementos de capital no dinerarios, pues no pueden realizarse incrementos de capital dinerarios cuando existan desembolsos pendientes superiores al 3% del capital social¹⁰¹³.

La doctrina no ha encontrado una respuesta unánime sobre el problema de si el límite se calcula sobre el capital suscrito o desembolsado, aunque la opción por el capital suscrito ha sido defendida mayoritariamente¹⁰¹⁴. Frente a esta interpretación, la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, establece que el límite se cuantifique en función del capital desembolsado¹⁰¹⁵.

Parece más lógica la utilización del valor nominal suscrito, por analogía con la adquisición derivativa de acciones propias¹⁰¹⁶ y porque si el legislador hubiese querido establecer otro medio distinto al nominal, lo hubiese aclarado expresamente, "como realizó con el capital desembolsado para las acciones sin voto de las sociedades anónimas"¹⁰¹⁷ en el art. 98 TRLSC. Es cierto que no tiene mucho sentido que la Ley establezca dos criterios distintos para fijar el límite máximo de financiación: uno para rescatables y otro para las sin voto. Sin embargo, no

para las sociedades no cotizadas y el art. 509 TRLSC para las cotizadas (en el texto pretérito, el límite general se situaba en el art. 75.2 del TRLSA, y el de sociedades cotizadas en la D.A. 1ª.2 TRLSA).

¹⁰¹² Partidarios de que el límite de las acciones rescatables sea entendido aplicable a todo el capital social son FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, 2002, pp. 252-254, y YANES YANES: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2004, p. 125.

¹⁰¹³ Aunque la posibilidad de realizar incrementos de capital social con aportaciones no dinerarias no está expresamente excluida en la Ley, parece una alternativa contradictoria con las motivaciones de la figura en España.

¹⁰¹⁴ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1988 ...*, *op. cit.*, 1999, p. 6, quien entiende que "si las acciones se introducen vía aumento de capital, debe hablarse sin más de capital, pues el art. 154 de la Ley de Sociedades Anónimas exige el total desembolso de las acciones anteriormente emitidas". De igual forma, CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, p. 242, piensa que debe prevalecer la opción del capital suscrito, en detrimento del capital desembolsado, ya que con esta interpretación se evita tener que recalcular el número de acciones rescatables que pueden emitirse, a medida que se produzca el desembolso gradual de los dividendos pasivos". También son partidarios del capital suscrito ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, p. 32. VEIGA COPO, A. B.; MARTÍN MOLINA, P. B.: "La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: las acciones rescatables", *Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 194, mayo, 1999, p. 172. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, p. 242. GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J.: "Acciones rescatables ...", *op. cit.*, 2000, p. 10. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, 2002, p. 253. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2004, p. 123.

¹⁰¹⁵ Vid. MINISTERIO DE JUSTICIA: *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002, art. 383.1.

¹⁰¹⁶ Vid. GALLEGO DÍEZ, E.; GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M.; RÚA ALONSO DE CORRALES, E.: *Contabilidad de Sociedades*, Pirámide, Madrid, 2000, p. 115, quienes abogan por el valor nominal suscrito, "... por analogía con la adquisición derivativa de acciones propias".

¹⁰¹⁷ Vid. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, p. 32. Vid. GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRA MARTÍN, A.: "Las acciones rescatables: Una nueva modalidad de financiación", *Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 40, 137-162, 2003, p. 145. Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables", *op. cit.*, pp. 496-497.

existen argumentos para entender que, donde el art. 500.1 TRLSC, dice «capital social», deba interpretarse «capital social desembolsado». Además, es la interpretación más prudente.

De esta forma, los emisores de acciones privilegiadas tienen un límite cuantitativo acumulable (el límite cuantitativo de las rescatables es aplicable acumulativamente al de las acciones sin voto), pero calculado sobre dos bases diferentes. La sociedad que emita acciones sin voto y, además, acciones rescatables, puede llegar a tener hasta 3/4 partes de su capital en estos recursos financieros: hasta la mitad (del capital desembolsado) con acciones sin voto y hasta la cuarta parte (del capital suscrito) con acciones rescatables. En el supuesto que una compañía emita acciones rescatables sin voto, el límite para ellas es del 25% del capital, pudiendo sin embargo, emitir adicionalmente acciones sin voto no rescatables por un 25% del capital social¹⁰¹⁸.

Al establecer el límite con el importe nominal de las acciones rescatables, hay que incluir el sumatorio de los valores nominales de todas las rescatables emitidas, ya sean antiguas o nuevas (capital suscrito total)¹⁰¹⁹.

La quinta y última indefinición es que no aparece regulado si este límite se refiere al capital social anterior a la emisión de acciones rescatables o al resultante una vez efectuada esta emisión. Lo lógico es optar por la segunda interpretación: el límite se refiere al capital social resultante una vez realizado el aumento de capital con emisión de rescatables. Por un lado, seguir el criterio de emitir rescatables con el techo de la cuarta parte del capital resultante después de la ampliación es la opción más prudente, ya que el límite contrario es mucho más fácil de burlar. Por otro lado, debe ser aplicado porque es el criterio seguido en otras ocasiones por el legislador, por ejemplo, en el art. 303 TRLSC en que, a propósito del límite sobre el capital, se trata de las reservas legales capitalizables y se especifica el capital «ya aumentado»; existe otro ejemplo asimilable pues es el criterio seguido en las acciones sin voto¹⁰²⁰. Además, cuando el Derecho español desea legislar que el límite sea antes de la ampliación, lo especifica expresamente¹⁰²¹. Por último, es concordante con la interpretación recogida en el art. 383.1 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, única reforma prevista que ampliaría y mejoraría la vigente normativa mercantil¹⁰²².

Una vez observado que las dos últimas indefiniciones son las que presentan más dudas, se realiza un análisis comparativo de las diferentes alternativas admitidas en esta normativa, tan poco concreta, para intentar ayudar, por un lado, al legislador a emitir una normativa más precisa, y, por el otro lado, al empresario a realizar sus emisiones mientras llega la necesaria legislación más puntualizada. La posibilidad de emisión de acciones rescatables queda fijada de forma imprecisa, planteándose dos interrogantes principales: por un lado saber si se refiere al capital social antes de la emisión o se refiere al capital social después de la emisión, por el otro

¹⁰¹⁸ Comparten lo afirmado, respecto a los límites en el supuesto que existan acciones rescatables sin voto, FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 292, YANES YANES: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., p. 124, y CHAMORRO DOMÍNGUEZ: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, op. cit., p. 362.

¹⁰¹⁹ Es irrelevante el importe de la prima de emisión en el caso de que hubiere, no debiéndose computar a efectos del límite.

¹⁰²⁰ Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M: “Acciones sin voto ...”, op. cit., pp. 496-497, quien interpreta que el cómputo del 25% se aplique a la cifra de capital resultante tras la emisión de rescatables, basándose en que ese criterio “coincide con el defendido a propósito de los límites cuantitativos de la emisión de las acciones sin voto, en cuya sede se ha razonado que el cómputo deba realizarse de acuerdo con el criterio indicado”. Otros autores argumentan que debe entenderse referido al momento posterior porque es la solución adoptada para las acciones sin voto. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 253. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, p. 242.

¹⁰²¹ De la misma forma, GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRA MARTÍN, A.: “Las acciones rescatables: ...”, op. cit., p. 145, son partidarios de la opción “después de la ampliación”, basándose en lo siguiente: “Debe ser el capital después de la ampliación, pues cuando quiere manifestar lo opuesto (antes de la ampliación), la legislación mercantil lo recoge explícitamente, como ocurre en el art. 152 del TRLSA”.

¹⁰²² Existen otros argumentos a favor de esta alternativa. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, op. cit., 2007, p. 36, argumenta que “debe ser respetado con relación al momento posterior a la emisión, ya que así pueden evitarse emisiones sucesivas”.

conocer si se refiere al capital social suscrito o se refiere al capital social desembolsado. A continuación, se desarrolla un supuesto práctico para observar las diferencias entre las cuatro alternativas.

Una sociedad admitida a cotización presenta el siguiente balance de situación.

Las cuatro alternativas producen cifras muy dispares. Las diferencias más importantes no se generan por la diferencia entre el capital suscrito y desembolsado, sino por la diferencia entre antes y después de la ampliación. Esta idea se refuerza y complementa con el escaso margen de dividendos pasivos del tres por ciento para incrementos de capital dinerarios.

Las grandes diferencias entre la opción de elegir el capital suscrito o desembolsado, y entre definir antes o después de la ampliación, hacen absolutamente necesario que la legislación mercantil española defina los extremos sobre las alternativas que deben aplicarse. Hasta que esto ocurra, cada empresa optará por la alternativa que más le interese. Y, dentro de ellas, es posible identificar que la alternativa que mayor capital permite ampliar es el "capital social suscrito/después de la ampliación", y la que menor capital permite aumentar es la opción "capital social desembolsado/antes de la ampliación".

Para el conjunto de indefiniciones legislativas de la limitación cuantitativa de la emisión, nuestra recomendación es que, ante las grandes diferencias que se derivan de la aceptación de los cinco tipos de alternativas, el Derecho español defina expresamente las opciones que, en criterio de sus legisladores, deben aplicarse. El mantenimiento de las imprecisiones en el texto provocaría incertidumbres, tanto en las empresas que emiten acciones rescatables, como en los sujetos con los que se relaciona la compañía.

3.3.3. Desembolso total

La regla general es que las acciones no rescatables pueden no estar totalmente desembolsadas en el momento de emisión¹⁰²⁵. Para garantizar que las empresas emisoras reciban los recursos, la legislación establece mecanismos rigurosos para hacer efectivo, llegado el momento, el cobro de los dividendos pasivos, entendidos como la parte del valor nominal de las acciones que queda pendiente de desembolsar¹⁰²⁶.

Para el caso concreto de las acciones rescatables, tanto la Directiva¹⁰²⁷ como las legislaciones de Reino Unido¹⁰²⁸, Portugal¹⁰²⁹ y España¹⁰³⁰ establecen que deben estar totalmente desembolsadas. El Derecho británico inspira a toda la II Directiva, que a su vez influye en la regulación de la figura en el Derecho portugués y español. Sin embargo, analizando los cuatro textos legislativos, podemos afirmar que la obligatoriedad de desembolso íntegro¹⁰³¹, ni tiene la misma justificación, ni está establecida en los mismos términos, ni tiene idéntica dimensión temporal.

La razón de la exigencia del desembolso total de las acciones rescatables en el Derecho británico se explica por la incardinación de estas acciones en el marco del régimen jurídico de la adquisición de acciones propias. En el Derecho británico, las rescatables son una excepción a la regla tradicional de prohibición de adquisición de acciones propias. En el Derecho de la Unión Europea, y en el de España, uno de los requisitos básicos para que la adquisición derivativa de las acciones propias sea lícita es que las acciones estén totalmente desembolsadas¹⁰³², sin embargo, la regulación de la figura acciones rescatables, tanto en la UE como en España, está establecida en apartados independientes y separados a los de las acciones propias, incluso en el Derecho español con una fundamentación diferente, junto a las acciones preferentes y sin voto, como instrumentos de financiación de las empresas.

¹⁰²⁵ De forma obligatoria, sólo debe estar íntegramente desembolsada la prima de emisión. Art. 298 TRLSC.

¹⁰²⁶ La Segunda Directiva 77/91/CEE (art. 26) ya contemplaba la posibilidad del desembolso parcial de las acciones emitidas y la existencia de dividendos pasivos.

¹⁰²⁷ Art. 39.b. II Directiva.

¹⁰²⁸ S. 159.3 *Companies Act*.

¹⁰²⁹ Art. 345.3 CSC.

¹⁰³⁰ Art. 500.2 TRLSC.

¹⁰³¹ En nuestra opinión adecuada.

¹⁰³² Cfr. art. 19 y siguientes de la Segunda Directiva 77/91/CEE y arts. 144.c, 144.d y 146.4, del TRLSC.

Una vez observada la diferente justificación de la medida, es necesario centrarse en el momento en que deben estar desembolsadas. El Derecho británico es concreto e inequívoco. En la s. 159 *The Companies Act 1984* aparece claramente que el requisito del íntegro desembolso, opera en el momento del rescate y no en el momento de la emisión. Además, no pueden emitirse acciones rescatables si no existen acciones no rescatables ya emitidas¹⁰³³ y no pueden redimirse las acciones rescatables cuando, en el momento de rescate, no estén totalmente desembolsadas.

La Directiva traslada, de una manera equívoca, el requisito de desembolso íntegro del Derecho británico. La literalidad del art. 39 de la Segunda Directiva 77/91/CEE no concreta adecuadamente el momento en que debe exigirse el íntegro desembolso de las acciones rescatables (si en la emisión o en el rescate). El apartado b de dicho precepto se limita a indicar, ambiguamente, que "estas acciones deberán ser enteramente liberadas". Sin embargo, es posible interpretar que el momento en que se precisa el desembolso íntegro es el de la recuperación porque así resulta del encabezamiento del precepto: "Cuando la legislación de un Estado miembro autorice a las sociedades a emitir acciones recuperables, exigirá para la recuperación de estas acciones al menos el respeto de las siguientes condiciones".

El Derecho portugués, cuando incorpora la institución de las rescatables a su ordenamiento, especifica, al igual que hizo claramente la legislación británica, e implícitamente la comunitaria, la necesidad de que estén desembolsadas en el momento del rescate: "Las acciones (preferentes redimibles) deben estar íntegramente liberadas antes de ser rescatadas"¹⁰³⁴.

Por todo ello, podemos afirmar que las legislaciones británica y portuguesa obligan a que las acciones rescatables estén desembolsadas en el momento del rescate, y no antes. La legislación comunitaria establece el mismo requisito, pero bajo una redacción más confusa.

Nuestro legislador toma un camino diferente, al establecer el desembolso en un momento anterior, mejor dicho en todo momento, ya que deben estar desembolsadas desde que se emiten¹⁰³⁵. La redacción de nuestra legislación está establecida en unos términos muy concretos, sin ofrecer las dudas de la II Directiva: "Las acciones rescatables deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción" (art. 500.2 TRLSC). La concesión de un mayor rigor de desembolso a nuestras rescatables es perfectamente conforme a las exigencias del Derecho comunitario, ya que funciona como derecho de mínimos.

Tras observar que la legislación española establece, de forma clara, la obligatoriedad del desembolso de las acciones rescatables desde el momento de la emisión, advertimos que la mayoría de la doctrina es contraria a la medida¹⁰³⁶. Parece claro que la obligatoriedad de desembolso desde la emisión es la mejor opción que podría haber tomado el legislador. Si

¹⁰³³ *The Companies Act*: s. 159. 2.

¹⁰³⁴ Art. 345.3 CSC.

¹⁰³⁵ El art. 383.2 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, única reforma prevista que ampliaría y mejoraría la vigente normativa mercantil, comparte la idea de que las acciones rescatables deben estar desembolsadas "desde el momento de la suscripción". La única reseña regulatoria elaborada en España, que es discordante con este requisito es el art. 114.6 del texto denominado "Especialidades en materia de emisión por parte de entidades con valores admitidos en negociación", elaborada por la Comisión Especial designada por el Presidente de la CNMV, porque introdujo el matiz de que "Para su rescate las acciones deberán hallarse íntegramente desembolsadas". Este texto se pretendía incorporar, por vía de enmienda en el Senado, al Proyecto LRLMV. Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 28.

¹⁰³⁶ Algunos autores son contrarios basándose en que choca con la voluntad de flexibilización del Derecho de sociedades anónimas y en especial de las cotizadas. Vid. KIRCHNER; SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, op. cit., p. 402. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento de los recursos propios*, op. cit., p. 248. Otros opinan que podría haberse permitido la existencia de dividendos pasivos en la emisión, "estableciendo el íntegro desembolso de la acción antes de proceder al rescate" (al igual que establece la Directiva y el Derecho británico y portugués). Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", op. cit., p. 1699. Con el mismo argumento MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables", op. cit., p. 500. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", op. cit., p. 36, también participa de esta idea afirmando que hubiera sido suficiente "con que esté desembolsada en el momento del rescate".

admitimos que la finalidad declarada por la regulación española sobre acciones rescatables es de tipo financiero (busca fundamentalmente la financiación de las empresas), es posible inferir que el desembolso total desde la emisión es la única opción que tiene sentido, pues si no existe el desembolso total, las compañías no reciben la financiación que necesitan¹⁰³⁷.

El medio más frecuente para realizar la contraprestación de las acciones rescatables, sin duda, serán las aportaciones dinerarias porque una de las características fundamentales de la figura es su alto grado de liquidez. Sin embargo, no se prohíben las aportaciones no dinerarias mientras que estén desembolsadas, por lo que suponemos que son perfectamente utilizables con las mismas condiciones que en las restantes clases de acciones.

3.3.4. Período de carencia

El art. 500.3 TRLSC explicita: «Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión». Esto supone que el legislador ha establecido un límite temporal mínimo para las acciones en las que el emisor tenga un derecho de rescate¹⁰³⁸, sin que haya establecido límite temporal mínimo para otro tipo de acciones rescatables, ni límite temporal máximo alguno para ninguna tipología de acciones rescatables. Esto no es óbice para que, en el acuerdo de emisión, las partes puedan fijar el límite temporal máximo o mínimo, siempre que se respete el periodo de carencia legal.

La motivación fundamental del legislador, al establecer el período de carencia, es proteger al inversor¹⁰³⁹, al garantizar un mínimo de estabilidad de la inversión, para planificar un escenario razonable donde estimar el riesgo y la rentabilidad de la inversión realizada¹⁰⁴⁰.

No existe especificación de un período de carencia, ni en el Derecho comunitario ni en el británico. Tampoco existen limitaciones temporales de ningún tipo para las acciones rescatables a opción del emisor en ninguna legislación de nuestro entorno¹⁰⁴¹.

¹⁰³⁷ Este argumento es apoyado por ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *op. cit.*, p. 32, quien afirma que “si la finalidad perseguida con la emisión de este tipo de acciones es, como ya se dijo, la de proporcionar una financiación coyuntural a la sociedad, no tiene mucho sentido exigir sólo una parte del desembolso y posponer para otro momento la totalidad de la aportación”.

¹⁰³⁸ La misma restricción se contempla en el art. 383.3 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles.

¹⁰³⁹ La observación de que la función principal de la carencia es proteger al inversor es apoyada por la doctrina: “esta limitación temporal se ha establecido con una finalidad claramente tuitiva de los inversores al garantizar una permanencia y estabilidad mínima a su inversión”. *Vid.* VICENT CHULIA, F.; SALINAS ADELANTADO, C.: “Derecho de sociedades y mercado de valores”, *La Ley*, 21 de abril, 1999, p. 5. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 12, Trimestre I, 1999, p. 36. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, p. 157.

¹⁰⁴⁰ *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, p. 256. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Las acciones rescatables”, *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, p. 5. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *op. cit.*, p. 36. Esta medida es “una garantía institucional orientada al mejor funcionamiento del mercado y capaz de prevenir el uso poco serio y meramente especulativo de la cláusula de rescate por los emisores”. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, p. 157.

¹⁰⁴¹ “La única legislación donde han existido limitaciones sobre las acciones rescatables a opción de la compañía emisora es la norteamericana”, pero no han sido temporales sino de eliminación y retenciones en su aplicación. *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *op. cit.*, p. 36. Según FERNÁNDEZ DEL POZO L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, pp. 254-255, en el Derecho estadounidense y en las legislaciones de sus Estados, “existe un cierto rechazo a la redimibilidad a voluntad de la sociedad sobre todo si afecta a acciones ordinarias (*callable common shares*), imponiendo limitaciones a este tipo de rescatables cuando no prohibiéndolas. En la pretérita Model Act, sólo se permitió atribuir la facultad de rescate a la sociedad emisora en el caso de que recayese sobre acciones privilegiadas; algunos estados permiten *callable or redeemable common shares* sólo si existe al menos otra clase de acciones ordinarias que no sea rescatable. La doctrina americana no terminó de entender estas limitaciones que, por lo demás, están ausentes en la regulación actual del Model Business”. Entre la doctrina estadounidense que trata el tema, a la que se refiere el anterior autor, destaca HAMILTON, ROBERT W.: *Corporations including ...*, *op. cit.*, p. 258.

El plazo de carencia es utilizado en otras figuras¹⁰⁴², aunque responde a otro propósito distinto al financiero, que es el explicitado por la legislación mercantil española sobre rescatables. Siguiendo los criterios del Comité de Basilea, la normativa internacional y comunitaria de control de solvencia de ciertas entidades (bancos, entidades de crédito, entidades de seguro, sociedades y agencias de valores), la financiación subordinada sólo es computable dentro de los recursos de capital de peor calidad (*tier two*)¹⁰⁴³ cuando, entre otras cosas, presente una cierta estabilidad. Nuestro Derecho, al igual que el comunitario, fija en cinco años¹⁰⁴⁴ la duración mínima de la financiación subordinada computable¹⁰⁴⁵. Por este motivo en las numerosas emisiones de PPR que suelen realizar las empresas cotizadas españolas a través de filiales domiciliadas en paraísos fiscales, es frecuente que el emisor se reserve la facultad de rescatar a partir del quinto año. En las entidades de crédito sujetas a supervisión especial, por tanto, el plazo de carencia responde a otro propósito, que no es el financiero. Las acciones rescatables no tienen el objetivo de servir de garantía para la cobertura de riesgos, ni para el cálculo de la ratio de solvencia, por el contrario, la finalidad de la legislación española de las acciones rescatables es su utilización como elementos de inversión-financiación. Para los instrumentos con propósitos financieros, la forma de fijar el plazo debe ser otra. Para el caso concreto de las acciones rescatables, el período obligatorio de carencia legal de tres años, protege la posición del inversor, lo que supone una motivación financiera. Si el rescate es a voluntad del emisor, el inversor sufre el riesgo de que, en cualquier momento, la sociedad decida amortizar su participación de manera que le resulta imposible un cálculo financiero anticipado de la rentabilidad. Por esta razón, las emisiones de privilegiadas rescatables pueden contener una cláusula en la que se fije un período de carencia, que permita a los inversores una cierta estimación del riesgo y un aproximado cálculo financiero de la rentabilidad esperada de la inversión¹⁰⁴⁶.

A pesar de lo anterior, existen dudas sobre si la legislación ha acertado al incluir el plazo de carencia¹⁰⁴⁷. No parece razonable que el plazo de carencia sea legal y mínimo, más bien

¹⁰⁴² En el pasado, otras figuras también tuvieron un periodo de carencia. Los *titres participatifs* franceses son valores mobiliarios con remuneración mixta: constan de una parte fija y otra variable en función de los resultados de la emisora. Su duración es indeterminada, no son amortizables y sólo son reembolsables tras todos los acreedores comunes y en el caso de liquidación de la entidad emisora. No obstante, en el contrato de emisión, la sociedad emisora puede reservarse un derecho de rescate anticipado que no podría ser ejercitado antes de siete años desde la emisión. Art. 228-36 Ley de 3 de enero de 1983.

¹⁰⁴³ La mayoría de las empresas que emiten PPR son intermediarios financieros. A estas sociedades les influye tanto la regulación general del mercado financiero, como la específica aplicable a su sector. Dentro de la regulación específica de la actividad bancaria, es fundamental la dedicada a los recursos propios mínimos. La actividad de los intermediarios financieros requiere la diversificación de productos financieros de riesgo de diferente calidad. Esto ha obligado a las diferentes autoridades supervisoras a establecer criterios que permitan calificar los híbridos financieros dentro de los diversos niveles (*Tier*) del capital regulatorio.

¹⁰⁴⁴ Según FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., p. 255, “Si no estuviese estipulada una fecha de vencimiento, la computabilidad como recursos propios requiere un plazo estipulado de preaviso de al menos cinco años”.

¹⁰⁴⁵ Cfr. art. 22 del R.D. 1343/1992, de 6 de noviembre; Norma 8.a de la Circular del Banco de España 5/1993, de 26 de marzo; y art. 4.3 de la Directiva del Consejo de 17 de abril de 1989 relativa a los fondos propios de las entidades de crédito.

¹⁰⁴⁶ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., pp. 255-256, quien apoya el argumento con estas palabras: “Sin perjuicio de que en las entidades sujetas a supervisión especial el plazo de carencia responda a otros propósitos, se supone que el período obligatorio de carencia legal de tres años de las acciones rescatables, protege la posición del inversor, lo que supone una clara motivación financiera. El argumento vendría a ser el siguiente: si el rescate se configura a voluntad de la sociedad, el accionista sufre el potencial riesgo de que en cualquier momento que pueda resultar el coste de capital rescatable excesivo, la sociedad decida amortizar su participación de manera que le resulta imposible un cálculo financiero anticipado de la rentabilidad. El argumento tiene más fuerza si se tiene en consideración que, en el Derecho comparado, las rescatables son privilegiados que atribuyen derecho a un sólo dividendo que suele estar referido al valor nominal y que no es infrecuente la rentabilidad esperada por el accionista rescatable se cifre, sustancialmente, en el dividendo garantizado. Por esta razón, las emisiones de privilegiadas rescatables suelen contener una cláusula en la que se fije un período de carencia, que permita a los inversores una cierta estimación del riesgo y un aproximado cálculo financiero de la rentabilidad esperada de la inversión. Es fácilmente comprensible que sin una garantía temporal de estabilidad, los inversores en capital a plazo, resistan una configuración financiera que les pone en las manos del deudor”.

¹⁰⁴⁷ Esta afirmación es compartida por ZUBIRI DE SALINAS, M.: “Las acciones rescatables... op. cit., p. 124: “No hay ninguna razón objetiva que establezca este plazo”. Otros autores también albergan dudas sobre si es una

debería ser fruto de la oferta y la demanda¹⁰⁴⁸. Si verdaderamente existiese una lógica financiera para imponer un plazo de carencia, debería ser el mercado financiero el que lo estableciera¹⁰⁴⁹.

Por todo ello, el período de carencia de carácter legal debe ser eliminado, de forma que los emisores establezcan el período de carencia que sea aceptable por el mercado financiero en cada momento. Si el emisor establece un período escaso, no tendrá inversores suficientes, por lo que estarán obligados a ir ampliándola (o aumentando la rentabilidad) hasta que encuentren los recursos financieros que necesita el emisor. Además, esta medida no tiene precedente ni en la II Directiva, ni en ninguna adaptación suya establecida en los países de nuestro entorno.

Nuestra recomendación es que el legislador elimine el plazo de carencia para todas las emisiones de acciones rescatables. Si la racionalidad financiera exigiese la fijación de un plazo de carencia en una concreta emisión, deberían ser las partes las que libremente lo establecieran. Si el inversor está dispuesto a aceptar un plazo inferior de carencia e, incluso, su ausencia, a cambio de una mayor rentabilidad en términos de dividendo¹⁰⁵⁰, no se entiende por qué debe prohibirlo el legislador. Si verdaderamente existiese una lógica financiera para imponer un plazo de carencia, debería ser el mercado financiero el que lo estableciera. No se entiende el motivo de excluir posibilidades reales de contratación, en atención a prejuicios injustificados de tutela.

En el supuesto de que se mantuviera el período de carencia, el legislador debería concretar más la redacción, porque con el texto actual existen dos posibles interpretaciones, las cuales conllevan diferentes repercusiones económicas sobre los inversores y emisores. Las posibilidades son que el cómputo se refiera de fecha a fecha o por ejercicios económicos. Las dudas las ha creado la propia legislación, ya que la actual referencia a “tres años a contar desde la emisión” (LRLMV, TRLSA y TRLSA) sustituye a la expresión “tres ejercicios sociales a contar desde la emisión” establecida en el Proyecto de LRLMV en su paso por el Senado (enmiendas 74 y 99). El legislador es el único que puede enmendar este error, con una explicitación de una de las dos interpretaciones, pero es más adecuado atender a tres ejercicios contables en vez de hacerlo de fecha a fecha, ya que se continúa con el criterio establecido por el texto redactado por la Comisión de Expertos y, además, la acción estaría sin rescatar en la fecha de reparto de remuneración (siempre que haya reparto) de tres ejercicios económicos, lo que, salvo que se emitan al comienzo del ejercicio contable, no se produciría con la otra alternativa, pudiendo ocurrir que sólo esté sin rescatar en dos fechas de reparto de dividendos¹⁰⁵¹. Mientras que la indefinición se mantenga y el legislador no establezca cuál es la

buen medida el establecimiento del periodo de carencia. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 256. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., 2007, p. 383.

¹⁰⁴⁸“Si la racionalidad financiera exigiese la fijación de un plazo de carencia en una concreta emisión, deberían ser las partes las que libremente lo establezcan. Si el inversor está dispuesto a permitir un plazo inferior de carencia e, incluso, la ausencia de un período tal, a cambio de una mayor rentabilidad en términos de dividendo, no se entiende muy bien por qué motivo debe prohibirlo el legislador”. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 256. “El requisito particular establecido por el legislador español aporta poco a la flexibilidad de las sociedades y a la seguridad o protección de los inversores. Es obvio que el propio mercado financiero determina el desarrollo de los precios y que plazos de carencia podrán depender, principalmente, de la rentabilidad ofrecida por el emisor, sin que sea necesario –sino más bien entorpecedor- contar con un límite mínimo legal que puede no adecuarse a la situación global del mercado, razones por las cuales resultaría más adecuado prescindir de esta limitación temporal” Vid. CHAMORRO: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., 2007, pp. 383-384.

¹⁰⁴⁹ Al respecto, FERNÁNDEZ DEL POZO, op. ut cit., p. 256, no entiende “el motivo de excluir posibilidades reales de contratación en atención a ciertos prejuicios injustificados de tutela del inversor”.

¹⁰⁵⁰ Los tres componentes de toda inversión son rentabilidad, liquidez y riesgo.

¹⁰⁵¹ La doctrina no tiene una respuesta unánime. Parte de la doctrina es partidaria de interpretar que “el periodo de carencia es por ejercicios económicos”. Vid. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, op. cit., p. 36. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., p. 158. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, op. cit., p. 36, escribe que “parece más adecuado considerar que el cómputo de los tres años no deberá hacerse de fecha a fecha sino por ejercicios sociales como se indicaba en el Texto redactado por la Comisión de Expertos. De esta forma al inversor se le garantizaría que, al menos, podría percibir los dividendos correspondientes a esos tres ejercicios si es que en los mismos existieran beneficios repartibles. De no hacerse así, es posible que aunque transcurrieran tres años, el inversor cobrará, siempre en la hipótesis de que existieran beneficios

interpretación adecuada (fecha a fecha o por ejercicios económicos), se producirá una disputa entre los inversores y la sociedad emisora porque la opción de años naturales es más favorable a los inversores mientras que la alternativa de año en año es más ventajosa para el emisor¹⁰⁵². La sociedad emisora pretenderá que los tres ejercicios se entiendan cumplidos aun cuando desde la emisión no hubieran transcurrido efectivamente tres años naturales, porque podrá efectuar su derecho de rescate en un momento anterior. Por su parte, los inversores preferirán que se prolongue el plazo mínimo más allá de los tres ejercicios sociales y hasta alcanzar los tres años naturales, ya que la protección será mayor.

3.3.5. Iniciativa en el rescate

El art. 500.1 TRLSC deja claro que el rescate, tras el cual desaparece el vínculo entre la sociedad emisora y el titular, se puede realizar a solicitud de la empresa emisora, de los titulares o de ambos. Esta definición está basada en las *callable & puttable redeemable stock* de la práctica financiera anglosajona: *callable equity* cuando la opción del rescate se reserve al emisor, *puttable equity* cuando la atribución se haga a los accionistas y *callable & puttable equity* si corresponde a ambos¹⁰⁵³. Estas tres alternativas son utilizadas en las principales legislaciones mercantiles internacionales de ámbito anglosajón: *section 32-34 Canada Business Corporation Act* canadiense, *section 159.1 Companies Act* británica, *section 64 Companies Act 1963* irlandesa y *section 6,01.c.2. Model Business Corporation Act* estadounidense.

Aunque la legislación española solamente especifica tres supuestos (a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos), la doctrina, la tradición en otros mercados y la analogía con figuras permitidas en nuestra legislación mercantil, hacen suponer que también son posibles otras alternativas (a fecha fijada, cuando acontezca un hecho, cuando se produzca una determinada condición y a iniciativa de un tercero)¹⁰⁵⁴.

La primera alternativa, expresamente recogida en la legislación española, es el establecimiento del rescate a voluntad del emisor¹⁰⁵⁵. Cuando los estatutos conceden la potestad únicamente al emisor, el derecho de rescate se asemeja al derecho de exclusión que posee la empresa. En este supuesto, no podrá ejercitarse el rescate antes de tres años desde la emisión. A la hora del rescate, la sociedad emisora deberá realizar un análisis para cotejar los costes y los beneficios (análisis coste-beneficio) que representa la recuperación de estas acciones, comparándolos con el mismo análisis sobre operaciones similares (por ejemplo adquisición de acciones propias). Estos costes y beneficios no son únicamente monetarios; la empresa deberá tener en cuenta: la necesidad de disminuir los derechos de voto (ni las

repartibles, solamente los dividendos correspondientes a dos ejercicios”. Por el contrario, ZUBIRI DE SALINAS, M.: “Las acciones rescatables... *op. cit.*, p. 122, afirma que “la determinación por fechas exactas es más conveniente ya que produce una mayor certeza jurídica”.

¹⁰⁵² Hasta que el legislador no establezca cual es la interpretación adecuada, existirá una inevitable confrontación entre inversores y emisores: “la una interesada en que los tres ejercicios se entiendan cumplidos aun cuando desde la emisión no hubieran transcurrido efectivamente tres años naturales, y los otros en prolongar el plazo mínimo más allá de los tres ejercicios sociales y hasta alcanzar los tres años naturales”. *Vid.* YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada, op. cit.*, p. 158.

¹⁰⁵³ Para profundizar sobre los términos “call” y “put” puede consultarse MOJUYÉ, J.B.: “Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...)”, en *France et aux États-Unis*, Paris, 2005, pp.81 y ss.

¹⁰⁵⁴ Esta ampliación de contenidos, respecto a la iniciativa de rescate, es concordante con la doctrina británica. La sección 159(1) *The Companies Act 1985* permite el rescate a opción de la sociedad o en fecha predeterminada; por el contrario, no recoge el rescate a voluntad del accionista. Entre los partidarios destaca GOWER’S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law, op. cit.*, 1997, p. 319. Por su parte, la sección 684(1) *The Companies Act 2006* establece que se puede emitir acciones rescatables solamente a opción del emisor y de la compañía. A pesar de ello, la doctrina británica siempre ha pensado que las posibles opciones son mayores en número; estos autores consideran que las acciones rescatables pueden ser emitidas como rescatables a opción del emisor, a opción del inversor, rescatables a una fecha o periodo determinado, rescatables a opción de la compañía y el accionista indistintamente o rescatables cuando acontezca un hecho. *Vid.* FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar’s Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, p. 230.

¹⁰⁵⁵ La “Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles” de 16 de mayo de 2002 reserva la facultad de rescate a la sociedad emisora. Esta redacción restrictiva, de ninguna forma, parece concordante con la diversidad de atribuciones de la figura en el Derecho comparado.

acciones rescatadas, ni la autocartera van a tener derecho de voto en la Junta General de Accionistas, pero retirarlas de la votación permite que el peso relativo de la participación sea mayor), la premura con que se precisa el retorno de la inversión (el rescate necesita un plazo mayor que la adquisición en un mercado secundario), el cumplimiento de las limitaciones legales de adquisición derivativa de las acciones propias, si se realizó un incremento de capital liberado (en estos casos sería más conveniente adquirir acciones propias porque ellas conservan los derechos de asignación gratuita) y, sobre todo, el posible precio de adquisición de las acciones. La cláusula de rescate a solicitud de la sociedad emisora permite a ésta beneficiarse de las variaciones de los tipos de interés dentro de un periodo temporal concreto, ya que podrá rescatar las acciones en el momento en que los tipos de interés bajen, amortizando la emisión y refinanciándose "mediante la colocación de otros nuevos valores que se ajusten a las nuevas condiciones del mercado"¹⁰⁵⁶.

El derecho de rescate a voluntad de los socios concede al accionista la potestad, pero no la obligación, de que sus acciones sean adquiridas por la sociedad emisora con unas condiciones determinadas cuando él mismo lo solicite¹⁰⁵⁷. Una emisión que incluya esta iniciativa de rescate potencia los derechos de los socios, porque les garantiza unos precios de recompra, lo que supone una disminución del riesgo de la inversión¹⁰⁵⁸.

En las emisiones en las que el rescate es un derecho concedido al accionista, aparece una figura análoga al derecho de separación que protege a los pequeños accionistas¹⁰⁵⁹. En estos casos, el derecho de rescate es un derecho de separación pactado, sin sometimiento a causa alguna.

Cuando la elección del momento del rescate se deje a voluntad de los inversores, será la sociedad la que deberá tener prevista esta circunstancia mediante, por ejemplo, la dotación de una reserva con cargo a beneficios que le permita hacer frente, en cualquier momento, al desembolso del precio de rescate.

En el supuesto de potestad de recompra de las acciones, sería muy costoso iniciar el proceso de rescate cada vez que el titular de una acción lo deseara. Para ello, la empresa puede establecer unos períodos de preaviso para que los accionistas puedan acudir al rescate, de forma que todas las acciones que cumplan las condiciones de preaviso sean rescatadas (proceso similar al utilizado en las obligaciones convertibles).

Las motivaciones de los accionistas para pedir el rescate son principalmente que sus intereses de ahorro e inversión así lo requieran, o que no estén de acuerdo con la gestión de los administradores, por ejemplo, en el reparto de dividendos.

¹⁰⁵⁶ Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: "Las acciones rescatables como instrumento de financiación de planes de opciones sobre acciones", *Actualidad jurídica*, nº 27, enero 2009, p. 43.

¹⁰⁵⁷ Tanto las versiones anteriores de la MBCA, como muchas leyes estatales, prohibían la posibilidad de que el rescate fuera a opción del inversor. Vid. HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1996, p. 207. En la actualidad, este tipo de rescate está permitido.

¹⁰⁵⁸ Las acciones rescatables emitidas según la LRLMV en España son masivamente confeccionadas con una opción exclusiva a favor de los titulares. Así ocurre en las emisiones realizadas por Agbar, Indra, Prisa y Sogecable. Todas estas emisiones han sido excluidas de cotización. Las "ACCIONES CAMPOFRIO ALIMENTACION, S.A., RESCATABLES" fueron excluidas de cotización el 15 de abril de 2002. Las "ACCIONES INDRA SISTEMAS, S.A. RESCATABLES, SERIE C y D" fueron excluidas de cotización el 27 de septiembre de 2009, mientras que las "ACCIONES INDRA SISTEMAS, S.A. RESCATABLES, SERIE B" fueron excluidas de cotización el 11 de julio de 2005. Las "ACCIONES SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA, S.A., RESCATABLES, SERIE B" fueron excluidas de cotización el 9 de junio de 2006.

¹⁰⁵⁹ En general, sobre la exclusión y separación de socios. Vid. PERALES VISCASILLAS, M. P.: *La separación de socios y partícipes*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2000, pp. 300-360. PERALES VISCASILLAS, M. P.: *El Derecho de separación del socio en las sociedades de capital (un estudio de las causas legales en los ordenamientos español y estadounidense)*, La Ley, Madrid, 2001, pp. 15-28.

La tercera alternativa recogida de forma explícita en el art. 500.1 TRLSC¹⁰⁶⁰ es la conversión a solicitud "de ambos" (se entiende la sociedad y los socios)¹⁰⁶¹. La literalidad de la norma permite realizar dos interpretaciones¹⁰⁶². La primera es que no basta con la solicitud de conversión de un sujeto sino que se requiere la voluntad de ambos. En esta interpretación no es suficiente con la manifestación de voluntad de un sujeto, sino que es necesaria la ratificación del otro interesado¹⁰⁶³. Por otro lado, si los accionistas deciden solicitar el rescate, no se podría producir la amortización si no media la voluntad de la empresa emisora para realizar tal operación¹⁰⁶⁴. La segunda interpretación es que el rescate sería exigible en virtud de la manifestación de voluntad que hiciera cualquiera de las partes, sin que fuera necesaria ratificación de la otra. Según esta segunda alternativa, que parece la correcta¹⁰⁶⁵, la conversión a solicitud de la sociedad o de los socios es un caso mixto entre los dos anteriores, protegiendo así, en principio, los derechos de ambas figuras.

Una vez analizados los tres supuestos de iniciativa de rescate explícitamente recogidos en el art. 500.1 TRLSC, es necesario detenerse en la posibilidad de ampliar el espectro de posibilidades con otras medidas utilizadas en ordenamientos ajenos al nuestro: cuando concurra un hecho ajeno a las acciones, al emisor o al suscriptor. Nos referimos tanto en los casos en que el rescate se realice a una fecha fija o determinable según lo previsto en el contrato de emisión, como que se produzca la recuperación si ocurre un hecho independiente de la voluntad de los sujetos del contrato, o como recoge el Derecho estadounidense¹⁰⁶⁶, que la voluntad parta de un tercero. Sí son posibles todas estas figuras en España, porque realmente la conversión es a potestad de la sociedad y de los socios, aunque sea en un momento anterior al rescate. Además, es una práctica habitual en los países que han desarrollado la regulación sobre estos instrumentos financieros¹⁰⁶⁷.

Las acciones con fecha de rescate "prevista" o "fijada"¹⁰⁶⁸ está compuesta por las acciones en las que el derecho de rescate está supeditado al transcurso del tiempo o al

¹⁰⁶⁰ Esta tercera alternativa no siempre ha sido incluida en nuestra legislación. El art. 114.6 del texto denominado "Especialidades en materia de emisión por parte de entidades con valores admitidos en negociación", elaborado por la Comisión Especial designada por el Presidente de la CNMV sólo concedía "el derecho a sus titulares o a la sociedad". Este texto se pretendía incorporar, por vía de enmienda en el Senado, al Proyecto LRLMV. Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 28.

¹⁰⁶¹ Esta alternativa no aparece en las secciones 159(1) The Companies Act 1985 y 684(1) The Companies Act 2006, aunque la doctrina del Reino Unido sí reconoce la posibilidad de que sea utilizada. Vid. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, p. 230.

¹⁰⁶² Las dos posibles interpretaciones son recogidas por ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", op. cit., p. 38 y GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno...", op. cit., p. 949.

¹⁰⁶³ De esta forma, si la emisora decide rescatar, no podría llevar a cabo la operación por Junta especial. La Junta especial estará formada por los antiguos titulares de acciones privilegiadas.

¹⁰⁶⁴ Solamente GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno al concepto ...", op. cit., p. 949, plantea las dos posibilidades, sin rechazar de plano esta primera. El resto de la doctrina, o la rechaza, como ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", op. cit., p. 38, o no la considera.

¹⁰⁶⁵ Esta segunda interpretación es la que apoya la práctica totalidad de la doctrina. Vid. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad ...", op. cit., p. 38. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., pp. 261-266. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., pp. 155 y ss. MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto ...", op. cit., p. 511.

¹⁰⁶⁶ La legislación estadounidense permite la utilización de acciones rescatables con las más diversas alternativas: rescatables con opción a favor de la emisora, a opción del tenedor, a opción de ambos, con plazo de duración fijo, rescatables cuando ocurra un evento, e incluso, a voluntad de un tercero (RMBCA, &6.01.c.5).

¹⁰⁶⁷ La posibilidad de admitir estas otras alternativas, no reguladas en España, está apoyada por varios autores. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 265, refiriéndose al tema, opina que "el mero silencio legal no puede entenderse como prohibición". Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno...", op. cit., p. 949, quien afirma que "no parece razonable considerar que tal enumeración" (se refiere a la establecida en el art. 92 bis.1 TRLSA) "presente un carácter cerrado y excluyente". Según MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables", op. cit., p. 509, "tal enumeración no tiene, a nuestro juicio, un carácter cerrado". En realidad, algunos autores son partidarios y otros presentan algunas dudas, pero de momento ningún autor ha defendido la prohibición de emitir acciones rescatables sujetas a plazo o a término.

¹⁰⁶⁸ Nuestra propuesta es denominarlas "acciones con fecha de rescate prevista", aunque anteriormente la doctrina utilizó otras nomenclaturas. Las acciones rescatables que tienen fijado un plazo de duración han sido denominadas "acciones *ad tempus*". La primera vez que aparece el término *ad tempus* en la doctrina española fue en 1990, cuando FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables o redimibles", *La Ley*, tomo IV, 1990, p.

acaecimiento de un suceso futuro e incierto, por lo tanto, esta agrupación de acciones está compuesta por las acciones rescatables a fecha fija o determinable, y por las acciones rescatables cuando se cumpla un hecho. Las acciones con fecha de rescate "prevista" son compatibles con la legislación española¹⁰⁶⁹ porque poseen muchos puntos en común con la liquidación total de la sociedad al cumplir el objeto social establecido en los estatutos. El Derecho español permite constituir sociedades por un plazo determinado, bien hasta una fecha o bien hasta que acontezca un evento. En este caso, todo el capital quedará pendiente de que se produzca el hecho fijado como término del negocio. Transcurrido el plazo determinado en los estatutos, la sociedad se disuelve de pleno derecho sin necesidad de acuerdo de Junta y deberá reducirse a cero el capital, con reembolso a los accionistas de su cuota de liquidación (art. 93.2 TRLSC). El derecho de los acreedores deberá ser satisfecho o garantizado antes del reparto del haber líquido a los accionistas (arts. 391-394 TRLSC).

Dentro de las acciones rescatables a fecha fija o determinable se encuentran las acciones cuya amortización se produce un día cierto o según un calendario o plan de amortización determinado (como es proceder habitual en las obligaciones)¹⁰⁷⁰. La sociedad emisora estará, en estos casos, obligada a cumplir con los términos previstos en el cuadro de amortización¹⁰⁷¹. Puede establecerse que todas las acciones de la clase rescatables emitidas a plazo hayan de ser amortizadas en una misma fecha, pero también puede preverse en las condiciones de emisión que se rescaten fraccionadamente a lo largo de un determinado período. En este supuesto, lo normal sería que la determinación de las acciones que han de amortizarse en cada tramo se haga por sorteo periódico como ocurre en las obligaciones¹⁰⁷².

La validez del rescate cuando se cumpla un determinado hecho objetivo ajeno a la sociedad y accionistas, en el ordenamiento jurídico español, está respaldado por su semejanza con el derecho de separación del socio definido en el TRLSC (art. 346-349), y por su inclusión en la legislación estadounidense¹⁰⁷³. Admitir el rescate cuando la fecha de rescate es determinada, parece implicar admitirlo cuando sea determinable¹⁰⁷⁴. Esta modalidad supone el

1172, las define como las que se "producen en fecha determinada o determinable, independiente de la voluntad de las partes". Más adelante, otra parte de la doctrina introdujo el concepto de "acciones a término" para recoger las acciones "fatalmente caducables en cuanto el factor desencadenante de la redención se independiza de la voluntad de las partes". Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., p. 155-156.

¹⁰⁶⁹ Sin embargo, autores estudiosos de otras legislaciones consideran que es posible establecer en los *articles* una emisión de rescatables a opción del emisor y/o emisor, o después de que sucediese un determinado evento; esta misma doctrina dudaba que fuese válida una previsión en los *articles* en el sentido de que las acciones fuesen rescatables en una fecha o periodo de rescate. Vid. FERRÁN, E.: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, pp. 329 y 330.

¹⁰⁷⁰ Gran parte de la doctrina justifica la utilización en España de emisiones en las que la recuperación esté sujeta al vencimiento de un plazo que se estipule en el acuerdo de emisión de las acciones redimibles. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables", op. cit., p. 949, señala la posibilidad de "sujetar y su exigibilidad al vencimiento de un plazo". YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., p. 155-156, escribe que "Aunque el art. 92 bis LSA no la recoja parece igualmente admisible la modalidad de acciones rescatables a término". ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", op. cit., p. 39, reconoce la posibilidad de que se produzca el rescate "en fecha determinada o determinable ... o por medio de un plan de amortización escalonado". FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 265, también lo justifica, ampliándolo a las "que tienen un plazo de duración y cuya amortización se produce un día cierto o según un calendario o plan de amortización determinado". Anteriormente ya lo había justificado. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables ...", op. cit., p. 1165. Con todo esto podemos afirmar que mayoritariamente la doctrina admite el rescate a vencimiento, aunque para otras posibilidades no es tan unánime.

¹⁰⁷¹ Cfr. por analogía el art. 432.2 TRLSC.

¹⁰⁷² Cfr. arts. 427 y 432.2 TRLSC.

¹⁰⁷³ La RMBCA admite cuatro posibilidades de rescate: a opción de la sociedad, del accionista, de un tercero o cuando acontezca un hecho determinado (RMBCA &6.01.c.2). Además, en algunas legislaciones mercantiles de los Estados que forman los Estados Unidos, como *Delaware*, existe la posibilidad de que el rescate esté condicionado al acaecimiento de un específico evento (s. 151.b *Delaware Corporation Law*).

¹⁰⁷⁴ Parte de la doctrina avala la posibilidad de incluir la cláusula de que el rescate se haga depender de un vínculo ajeno a la voluntad de las partes. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables ...", op. cit., p. 1165. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., pp. 265-267. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., p. 156-157.

sometimiento del derecho de rescate al acaecimiento de un suceso futuro e incierto (art. 1113 Código Civil) que depende de circunstancias objetivas ajenas a la sociedad y accionistas. Entre los ejemplos de sucesos inciertos podemos citar: que acontezca un aumento en los tipos de interés del mercado, medido mediante algún "índice de general aceptación"¹⁰⁷⁵, que la rentabilidad supere en un porcentaje el interés legal del dinero, que el inversor no mantenga la participación accionarial en el nivel mínimo acordado, que el inversor "sobrepase un determinado umbral de participación"¹⁰⁷⁶, o que varíe el nivel de cotización de las acciones por encima o debajo de unos determinados umbrales preestablecidos.

También es posible el rescate a solicitud de un tercero¹⁰⁷⁷. Nada indica la legislación española sobre la posibilidad de que sea un tercero, distinto de la sociedad o del accionista, quien decida sobre el ejercicio del derecho de rescate, aunque sí existen ejemplos en otros textos. La posibilidad está contemplada expresamente en el vigente Derecho estadounidense de sociedades¹⁰⁷⁸ y en el Derecho de New York¹⁰⁷⁹, aunque en un momento pretérito estuvo prohibido¹⁰⁸⁰. Además, el rescate a voluntad de otra empresa es habitual en el caso de las PPR emitidas por sociedades filiales domiciliadas en paraísos fiscales dependientes de entidades cotizadas españolas. En ellas, el rescate es a voluntad de la dominante cuando las PPR son emitidas por sociedades filiales y suscritas por inversores individuales.

También es teóricamente posible que el rescate se haga depender de un hecho futuro e incierto, lo que se podría denominar rescate sujeto a condición¹⁰⁸¹, esto es, el acaecimiento de un hecho diferente al transcurso de tiempo y al ejercicio del derecho de rescate por un sujeto, como por ejemplo la muerte del socio. Aunque no estén contempladas específicamente en el TRLSC, debería ser posible emitir acciones rescatables bajo condición, en las que el efecto del rescate se subordina a la verificación de ciertos eventos objetivos establecidos en el acuerdo de emisión¹⁰⁸². Estas cláusulas son semejantes a las opciones condicionadas de compra (*call*) o de venta (*put*). Esta alternativa está sustentada por el Código Civil español (art. 1.113), ya que se trata del sometimiento del derecho de rescate al acaecimiento de "un suceso futuro e incierto".

En definitiva, existen dudas sobre si la legislación española permite el rescate cuando concurra un hecho ajeno a las acciones, al emisor y al suscriptor. Nos referimos tanto a los casos en que el rescate se realice a una fecha fija o determinable según lo previsto en los estatutos, como que se produzca la conversión si ocurre un hecho independiente de la voluntad de los sujetos del contrato o que la voluntad parta de un tercero. Todas estas alternativas son práctica habitual en los países que han desarrollado la figura. El rescate sí se debería poder realizar a solicitud de la empresa emisora, de los titulares, de ambos o hacerlo depender de un hecho ajeno a la voluntad de las partes, a fecha fijada, cuando se produzca una determinada

¹⁰⁷⁵ Vid. MORENO ROJAS, J.: "Algunas consideraciones acerca del carácter contable de las acciones rescatables", *Técnica Contable*, diciembre, 939-942, 2000, p. 942.

¹⁰⁷⁶ Vid. CALVOSA, L.: *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, pp. 235-241.

¹⁰⁷⁷ La doctrina no se pone de acuerdo sobre esta materia. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma ...", *op. cit.*, p. 39, explicita que "no cabría en nuestro Derecho, dado el tenor de la norma, ... que la facultad de rescatar quede al arbitrio de un tercero". Por el contrario, YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, p. 155, sí considera posible "añadirse una complementaria que le atribuyera a un tercero".

¹⁰⁷⁸ La RMBCA admite cuatro posibilidades de rescate: a opción de la sociedad, del accionista, de un tercero o cuando acontezca un hecho determinado (RMBCA &6.01.c.2).

¹⁰⁷⁹ "512. Redeemable shares. (a) Subject to the restrictions contained in section 513 (Purchase, redemption and certain other transactions by a corporation with respect to its own shares) and paragraph (b) of this section, a corporation may provide in its certificate of incorporation for one or more classes or series of shares which are redeemable, in whole or in part, at the option of the corporation, the holder or another person or upon the happening of a specified event". Vid. art.512.a *New York Business Corporation Law* (NYBCL).

¹⁰⁸⁰ Tanto las versiones anteriores de la MBCA, como muchas leyes estatales, prohibían la posibilidad de que el rescate fuera a opción de un tercero. Vid. HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation...*, *op. cit.*, p. 207.

¹⁰⁸¹ El carácter claudicante de la posición de socio se determina por la cláusula de rescate (transcurso de tiempo, ejercicio del derecho de rescate, acaecimiento de un hecho diferente como es la muerte del socio, etc.) y "demás condiciones para el ejercicio del derecho de rescate" (art. 500.1 TRLSC) como son, entre otros, el procedimiento y el precio de rescate.

¹⁰⁸² MARTÍN GARCÍA, J.M: "Acciones sin voto ...", *op. cit.*, p. 512, establece que pese al silencio de la Ley, debe admitirse también la modalidad de acciones rescatables a término o bajo condición, "situaciones en las cuales el factor desencadenante de la redención se independiza de la voluntad de las partes".

condición y a iniciativa de un tercero. Pero esto es sólo una opinión. Para evitar las dudas e interpretaciones, el legislador español debería establecer, de forma concreta, si son válidas todas estas alternativas de iniciativa de rescate no reguladas explícitamente. Sólo así podremos consensuar los métodos que son admitidos y, por lo tanto, utilizables por los emisores que pretenden financiarse con estos instrumentos, y cuáles no son admitidos. Incluso, el legislador debería especificar mejor los métodos expresamente establecidos. En la conversión a solicitud "de ambos", la literalidad de la norma permite realizar dos interpretaciones: que el rescate requiera la voluntad de ambos, o que sea exigible por cualquiera de las partes sin que fuera necesario la ratificación por la otra. Esta segunda interpretación parece ser la correcta, sin embargo, el legislador debería haberlo definido de forma más concreta para eliminar la incertidumbre.

3.3.6. Establecimiento de las condiciones de rescate en la emisión

El art. 500.1 TRLSC, al igual que el 92 bis.1 TRLSA y el 47.2 del Anteproyecto de Ley de 1987, establece que en el momento de la emisión es necesario fijar las condiciones para el ejercicio del rescate¹⁰⁸³. Este mandato es impreciso al no establecer, con detalle, cuales son las condiciones que deben quedar establecidas en el momento de la emisión¹⁰⁸⁴. Las condiciones para el ejercicio de rescate son seis: el precio de rescate o el procedimiento de calcularlo, la cuantía de la prima de reembolso si existe, el plazo de rescate, el sujeto que tiene derecho a exigirlo, las posibilidades de delegación del rescate y la contraprestación¹⁰⁸⁵.

La única restricción a la hora de establecer todas estas condiciones para el ejercicio del derecho de rescate es que no podrán ir en contra de lo establecido en la Ley. Esta flexibilidad

¹⁰⁸³ La idea de que las condiciones de rescate estén fijadas con anterioridad a la emisión es compartida por el art. 133.2 *The Companies Act 1985* y art. 685.3.a *The Companies Act 2006* del Reino Unido, art. 6.01.a RMBCA de Estados Unidos y art. 345 CSC de Portugal.

¹⁰⁸⁴ Existen unos elementos que deben estar establecidos en el momento de la emisión, por lo que no son válidas la consideración de un título como rescatable pero sin fijar los detalles del rescate. Esta última situación ha sido denominada doctrinalmente cláusula simple de rescate, frente a la cláusula completa de rescate que es el detalle de todos los pormenores del rescate en el momento de la emisión. La doctrina que distingue estos dos conceptos considera ambos válidos, aunque con un tratamiento distinto: con una cláusula simple de rescate es necesario que posteriormente la Junta de socios acuerde las condiciones del rescate, mientras que con una cláusula completa de rescate, el rescate podrá ser ejecutado por los administradores directamente. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, pp. 258-261. Realmente no es válida la emisión de acciones rescatables sin la especificación de todos los elementos que detallan el rescate por cuatro razones. La primera es que la amortización de acciones supone una reducción de capital social, y el art. 318.2 TRLSC señala un contenido mínimo que debe ser fijado por la Junta General de Accionistas para todas las reducciones de capital. La segunda se deriva de que es necesario para los suscriptores conocer de antemano las condiciones en que las acciones serán rescatadas, ya que es la única forma de saber si es un producto financiero interesante. La tercera es que la redacción del art. 500.1 TRLSC, aunque imprecisa ("en el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate"), parece denotar que deben fijarse unos criterios desde la emisión, sin que valga simplemente con establecer que las acciones son rescatables. Y la cuarta es que al firmar el contrato, las partes dan consentimiento a una operación, y si está todo especificado a priori, no es necesario dar un nuevo consentimiento.

¹⁰⁸⁵ El establecimiento de estos seis elementos se basa en su relevancia para la emisión y el rescate, y por analogía con el art. 318.2 TRLSC, donde se establece que para reducir capital social es necesario que la Junta establezca como mínimo la cifra de reducción de capital, la finalidad de la reducción, el procedimiento mediante el cual va a ser llevado a cabo, el plazo de ejecución y la cuantía a abonarse a accionistas. El derecho comparado regula con una profundidad variable todos estos componentes. El art. 133.2 *The Companies Act 1985* británica establece que para poder emitir acciones rescatables es necesario establecer la fecha o fechas en las que las acciones pueden ser rescatadas, el valor de rescate y todas las demás condiciones por las que las acciones serán rescatadas. Con relación a la fecha de rescate se especifica que podrá venir determinada o podrá ser fijada por los administradores (siempre que los estatutos así lo autorizaran). El art. 682.3 *The Companies Act 2006* británica establece que el caso general es que el contravalor del rescate se abone en el momento del rescate, pero el art. 682.2 *The Companies Act 2006* permite que si existe acuerdo entre el emisor y los suscriptores, el pago se realice en un momento posterior al rescate. El art. 6.01.a RMBCA de Estados Unidos, el art. 151.b *Delaware General Corporation Law* y el art. 512.c *New York Business Corporation Law*, obligan a que esté establecido desde el inicio el momento o momentos de rescate, precio o precios de rescate y plazo o plazos de rescate. El art. 345 CSC de Portugal obliga a que esté definido el evento que provoca el rescate, el precio de rescate, la prima, las sanciones en el caso del incumplimiento del rescate en la fecha establecida y el resto de condiciones necesarias para el rescate.

permite un amplio margen, dentro del cual situar la emisión en condiciones que sean atractivas para el mercado financiero.

El primero de estos aspectos es el precio de rescate¹⁰⁸⁶ o el procedimiento para calcularlo¹⁰⁸⁷, según si en el momento de emisión¹⁰⁸⁸ aparece la cifra exacta o únicamente el medio o fórmula para calcularlo¹⁰⁸⁹ llegado el momento del rescate¹⁰⁹⁰.

La sociedad emisora de este producto financiero está obligada a cumplir con dos obligaciones patrimoniales: abonar periódicamente, a través de los dividendos, los rendimientos de capital recibido; y reintegrar, finalizado el plazo, el precio de rescate, que puede ser la misma cantidad o una inferior o superior a la cifra inicialmente aportada por el inversor. En el momento de rescate, el emisor puede tener que pagar tres conceptos: el dividendo del último periodo, el dividendo acumulado de acciones privilegiadas acumulativas¹⁰⁹¹ (sólo si tiene derecho a la acumulación) y, en todos los casos, el precio de rescate.

El precio de rescate será el que pacten las partes en el contrato de emisión, siempre que no contradiga la legislación vigente. La legislación española recoge dos restricciones a la hora de fijar el precio de rescate: una en el Código Civil y otra en el TRLSC. El art. 1.256 del Código Civil establece que "La validez y el cumplimiento de los contratos no pueden dejarse al arbitrio de uno de los contratantes", aunque para el caso concreto del precio de un contrato pactado por las dos partes, el art. 1.447 del Código Civil especifica que "para que el precio se tenga por cierto bastará que lo sea con referencia a otra cosa cierta, o que se deje su señalamiento al arbitrio de persona determinada"¹⁰⁹². Derivado del art. 338 TRLSC, que establece los requisitos de la reducción de capital, parece necesario determinar el precio de rescate en el momento de la emisión, bien sea de manera fija o predeterminada. De esta forma, el precio de rescate debe establecerse en el acuerdo de emisión, ya sea en forma de precio establecido de antemano, o como precio de fijación en el futuro con arreglo a criterios objetivos¹⁰⁹³ (por ejemplo, según el valor teórico de mercado o el precio de un mercado de referencia).

¹⁰⁸⁶ Lo usual es que los *articles of incorporation* estadounidenses establezcan el precio de rescate. Vid. HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1996, p. 207.

¹⁰⁸⁷ La sección 6.01.(c)(2) RMBCA establece que las acciones rescatables podrán ser rescatables a precios y en cantidades especificadas, o determinadas de acuerdo con una fórmula.

¹⁰⁸⁸ Puede establecerse el precio de rescate o el procedimiento para calcularlo. Ambas alternativas son válidas, pero deben estar establecidas antes de proceder a la amortización de las acciones rescatables, dado que debe figurar en el acuerdo de reducción de capital social. Lo normal y lógico es que sea en el momento de la constitución, aunque algunos autores opinan que "puede fijarse posteriormente en la junta general de accionistas". Vid. ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital ...*, op. cit., 2004, pp. 302-303. No podrá delegarse la facultad de fijar el precio de rescate al órgano de administración, dado que la determinación de la suma que haya de abonarse a los accionistas integra el contenido mínimo del acuerdo de reducción que debe adoptar la junta general (art. 318.2 TRLSC). Participan de la imposibilidad de delegación FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización ...*, op. cit., 2002, pp. 267-271, y ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital ...*, op. cit., 2004, pp. 302-303.

¹⁰⁸⁹ Los hechos extrínsecos al emisor a los que puede someterse la fijación del precio de rescate son: el precio de compra de otras acciones, la tasa de interés de referencia, la tasa de interés a la que la entidad puede obtener financiación a corto, medio o largo plazo y el índice de precios al consumo. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones...*, op. cit., 2008, pp. 360 y 361.

¹⁰⁹⁰ La doctrina estadounidense califica la determinación previa del precio de rescate como elemento identificador de las acciones rescatables. Vid. BUXBAUM, R.M.: "Preferred Stock-Law and Draftsmanship", op. cit., pp. 264 y ss. CLARK, ROBERT C.: *Corporate Law*, Little Brown and Company, Boston, 1986, p. 636. HENN, H. G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, op. cit., p. 406. BALOTTI, F.R.; FINKELSTEIN, J.: *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, 3ª ed., Dover, 1998, pp. 5-16.

¹⁰⁹¹ Las acciones privilegiadas acumulativas son las clases de acciones que conceden el derecho a sus titulares de no perder la posibilidad de recibir beneficios en los periodos que tengan pérdidas, pues los dividendos se acumulan hasta el ejercicio económico en que el emisor consiga beneficios. En el momento del rescate deben entregarse los dividendos acumulados de las acciones privilegiadas acumulativas, ya que, en caso contrario, los accionistas resultarían gravemente perjudicados en sus intereses económicos.

¹⁰⁹² Vid. ALBALADEJO, M.; DÍAZ, D.: *Comentarios al Código civil y compilaciones forales*. Tomo XIX, Arts. 1445 a 1541 del Código civil, EDESA, Madrid, 1991. Vid. Sentencia número 7/2008, Juzgado de lo Mercantil número 7 Madrid, procedimiento ordinario 426/2006, Madrid, 14 de julio de 2008.

¹⁰⁹³ Esta alternativa es frecuente en Canadá. Cfr. art. 36 *Canada Business Corporations Act*.

El precio de rescate podrá ser el nominal, el nominal con una prima de rescate¹⁰⁹⁴ o cualquier otro fijado en el momento de la suscripción.

La legislación mercantil española no define el concepto de "prima de rescate"¹⁰⁹⁵, ni especifica la posibilidad de incluirla en las emisiones que regula¹⁰⁹⁶. En otras legislaciones¹⁰⁹⁷, la prima de rescate se define como el sobrevalor que representa el precio de rescate respecto del valor nominal¹⁰⁹⁸. En el caso que una emisión de acciones rescatables tenga establecida una prima de rescate, ya sea fija o variable, en la fecha de rescate se devolverá el valor nominal más la prima¹⁰⁹⁹.

La emisión de acciones rescatables con prima de rescate es razonable desde el punto de vista financiero, porque supone la generación de intereses implícitos, es ajustada a derecho, porque no contradice ningún principio general del Derecho ni Ley establecida, y además, es coherente con las legislaciones que poseen más experiencia y tradición en la figura¹¹⁰⁰.

El precio de rescate debería ser el importe entregado más los beneficios no distribuidos reflejados en cuentas de reservas, pues con esta cantidad se ligaría la participación de los accionistas con la marcha de la empresa. Sin embargo, normalmente, el objetivo no será éste, sino utilizar la emisión de acciones rescatables con intenciones especulativas. En estos casos, la intención de unir la retribución de las acciones rescatables con la gestión empresarial se deja a un lado, y el precio será fijado por otros medios.

Si la sociedad emisora cotiza en bolsa, lo usual, en otros ordenamientos, es que se fije un precio de rescate en relación con el precio de cotización. En el Derecho británico ésta es la regla general¹¹⁰¹. Se utiliza una fórmula de fijación del precio de rescate, denominada *spens formula*, en función de la cotización media de un período anterior de referencia, de manera que

¹⁰⁹⁴ Lo más frecuente es que el rescate sea realizado por un precio ligeramente superior a la cantidad entregada en la suscripción. Vid. OLAVO CUNHA, P.: *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as accoes privilegiadas*, Coimbra, 1993, p. 112.

¹⁰⁹⁵ Siguiendo la legislación británica, es posible afirmar que la prima de rescate es un premio de redención (*redemption premium*) que supone la entrega de un montante mayor que el *par value* de las acciones y que se da siempre que los términos financieros de las acciones rescatables incluyan tal previsión. El *redemption premium* significa que los titulares de acciones rescatables amortizadas no sólo conseguirán el valor nominal de las acciones, sino también una suma adicional cuyo montante podrá ser establecido en los *articles of association* o en los *terms of issue*. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones ...*, *op. cit.*, p. 153.

¹⁰⁹⁶ La ausencia legislativa conlleva una discrepancia doctrinal. Vid. VEGA JIMÉNEZ, J. J. DE LA; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: "Acciones rescatables: ...", *op. cit.*, 1999, p. 57, quienes no creen viable una emisión de acciones rescatables con prima, "ya que restaría interés a los inversores". Por el contrario, para FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables ...", *op. cit.*, p. 1170, y VEIGA COPO; MARTÍN MOLINA: "La reforma de la Ley ...", *op. cit.*, p. 184, sí "es posible el establecimiento de una prima de rescate".

¹⁰⁹⁷ Aclaremos que el término prima es traducido al idioma inglés como *premium*. La doctrina y legislación anglosajona identifican dos tipos: prima de emisión y prima de rescate. Para la primera no existe diferenciación según la zona, de forma que tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido se denomina *premium reserve*. Por el contrario, sí existe distinción en el término prima de rescate, ya que en Estados Unidos se utiliza *call premium* mientras que en el Reino Unido *redemption premium*.

¹⁰⁹⁸ Cfr. s. 160.2 *The Companies Act 2006* y art. 39.g II Directiva.

¹⁰⁹⁹ Desde esta investigación se observa como posible el rescate de las acciones por un valor inferior al nominal en el conjunto de países analizados. El único aspecto a tener en cuenta es que en el caso de rescate por medio de una ampliación de capital en ordenamientos continentales europeos existe, para la nueva emisión, la prohibición *unter pari*. Esta restricción, que tiene como objetivo la salvaguarda de las garantías de los acreedores, está materializada en España en el art. 59.2 TRLSC, que establece que "No podrán crearse participaciones o emitirse acciones por una cifra inferior a la de su valor nominal". La doctrina asevera que "no puede ser que el valor de rescate se realice por un valor inferior al nominal, pues la acción tiene garantizada su valor de recompra por el valor nominal". Vid. VEGA JIMÉNEZ, DE LA; MONGE LOZANO; DOMÍNGUEZ CASADO: "Acciones rescatables ...", *op. cit.*, p. 58.

¹¹⁰⁰ Tradicionalmente, en Estados Unidos han existido acciones rescatables "con prima de rescate del 5% del nominal". Vid. MILLER, H. E.; FINNEY, H. A.: *Curso de Contabilidad I*, *op. cit.*, p. 207. También es frecuente encontrar en ese mercado acciones rescatables con "el nominal más el importe del dividendo de un año". Vid. KESTER, R.B.: *Contabilidad teórica y práctica. Contabilidad superior*, *op. cit.*, p. 447.

¹¹⁰¹ Vid. GOWER'S: *Principles of Modern Company Law*, *op. cit.*, p. 319.

se rescata sobre la par o con prima si la acción ha cotizado, en el período anterior al de rescate, por un precio establecido superior al valor nominal de la acción¹¹⁰².

Atendiendo a las experiencias internacionales, las emisiones realizadas en España podrían establecer el valor de rescate por el valor nominal o por el valor nominal más una prima (fija o variable)¹¹⁰³. En el caso que las acciones cotizasen, el precio de rescate (valor nominal más la prima) podría ser definido por el valor de cotización o por una *spens formula* (recomendamos que el precio de rescate se vincule con la media del valor de cotización de las acciones en los meses precedentes al rescate). En el caso que las acciones no cotizasen, el precio de rescate podría vincularse a su valor teórico.

La noción de valor razonable¹¹⁰⁴ debería ser el elemento fundamental para determinar el precio de rescate de cualquier instrumento financiero¹¹⁰⁵. Extrapolándolo al campo de las

¹¹⁰² Vid. FERRÁN, E.: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, p. 324. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones...*, op. cit., 2008, p. 153. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern ...*, op. cit., pp. 319 y 320.

¹¹⁰³ El Derecho portugués garantiza un reembolso equivalente al valor nominal de la acción rescatada, además, establece la posibilidad de que en el acuerdo de emisión se pacte expresamente una prima (art. 345.4 CSC).

¹¹⁰⁴ El valor razonable es la traducción del término *fair value* del IASB (*International Accounting Standard Board*), del FASB (*Financial Accounting Standard Board*) y del AASB (*Australian Accounting Standards Board*) y del término *current value* del ASB (*Accounting Standards Board*). En un primer momento, los organismos contables internacionales aceptaron aplicar el valor de mercado a los instrumentos financieros que lo tuvieran disponible, ya que es una valoración accesible y cumple ciertos requisitos de seguridad de valoración. De esta forma, los instrumentos financieros se corrigen, al cierre, por su valor de mercado sin aplicar la asimetría del principio de prudencia, es decir, reconociendo las diferencias como beneficios o como pérdidas. Posteriormente los organismos contables consideraron insuficiente restringir el reconocimiento de beneficios y pérdidas a los instrumentos financieros con valor de mercado, ampliando su aplicación al resto de activos financieros de la empresa. Este hecho inicia una evolución, cuya primera consecuencia es la modificación de nomenclatura, pues se sustituye el "valor de mercado" (*market value*) por el "valor razonable" (*fair value*). Esta variación es fundamental porque no restringe el reconocimiento de los beneficios o las pérdidas a los activos con un valor de cotización establecido en un mercado secundario, sino también a los que no lo tienen.

El IASB introduce el criterio del valor razonable en varios documentos: IAS nº 16 "Propiedades, plantas y equipos", IAS nº 32 y 39 "Instrumentos financieros", IAS nº 38 "Activos intangibles", IAS nº 40 "propiedades de inversión" e IAS nº 41 "Agricultura". La definición del valor razonable en las IFRS es la siguiente: "la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo entre un comprador y un vendedor debidamente informados, o puede ser cancelada una obligación entre un deudor y un acreedor con suficiente información, que realizan una transacción libre" (NIC 39, pár. 8). El fair value es introducido como criterio de valoración en el PGC 2007 y PGC-PYMES: "Es el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo, entre partes interesadas y debidamente informadas, que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua. El valor razonable se determinará sin deducir los costes de transacción en los que pudiera incurrirse en su enajenación. No tendrá en ningún caso el carácter de valor razonable el que sea resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una situación de liquidación involuntaria" (PGC 2007; parte primera, marco conceptual).

La forma de aplicar el valor razonable a los activos es valorar los recursos al precio histórico, corrigiendo tanto los aumentos de valor como las disminuciones, sin necesidad de realización, lo que conlleva no aplicar el principio de precio de adquisición, ni la asimetría del principio de prudencia valorativa, ni la necesidad de estar realizado para ser reconocido un resultado ni la pretensión de obtener una valoración totalmente objetiva.

La adaptación del valor razonable del IASB al ordenamiento de la Unión Europea se realiza en dos documentos emitidos en el año 1998: "Auditoría legal en la Unión Europea: el camino a seguir, Comunicación de la Comisión (98/C 143/03), BOICAC nº 34, julio, 209-216" y "Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación, Comunicación de la Comisión, COM (1998) 625, diciembre, Bruselas". La Comisión de la Unión Europea define el valor razonable como "el importe por el que se intercambiaría un activo, o se liquidaría un pasivo, en una operación realizada en condiciones de mercado entre partes informadas y que actúen de forma voluntaria". Vid. Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación, 42.bis. La conceptualización del valor razonable de la UE presenta diferencias respecto a la normativa del IASB. La primera y fundamental es que limita su aplicabilidad, ya que solamente puede utilizarse en los instrumentos financieros. Respecto a los elementos a aplicar el citado texto muestra una redacción confusa, pues se refiere a "todas las partidas del balance, incluidos los instrumentos financieros derivados", pero del desarrollo del texto se puede inferir que su aplicación se refiere tan sólo a los instrumentos financieros. La segunda es que la normalización comunitaria permite que cada estado pueda regular los elementos a aplicar y el tratamiento de los resultados no realizados, pueda limitar la aplicación del sistema del valor razonable a las cuentas consolidadas, pueda dejar fuera del ámbito de aplicación a las empresas de seguros, banca y demás entidades financieras y, además, la UE no obliga, sino que permite, la introducción del valor razonable. La concesión de este margen de acción a los estados miembros para la incorporación de la Propuesta a su propia regulación concede unas ventajas, como la flexibilización en la incorporación, pero, por el contrario, impide la consecución de la homogeneización contable si los estados miembros hacen un uso dispar de todas las excepciones, limitaciones y diferencias de tratamiento que permite la Propuesta europea.

rescatables, un precio de rescate inferior al valor razonable lesionaría el derecho del titular de rescatables a recibir una cantidad que refleje de forma adecuada el valor actual de su participación en la compañía. Desde la perspectiva contraria, un reembolso superior al valor razonable, podría "afectar negativamente a la posición del resto de socios"¹¹⁰⁶. Sin embargo, la legislación española no ha tenido en cuenta al valor razonable como medida del precio de rescate de las acciones recuperables.

La regulación española debería haber establecido el procedimiento a utilizar en el supuesto de que exista prima de rescate. Para que un procedimiento fuese válido, tanto para el regulador a la hora de legislar, como por las empresas al emitir, debería proteger los intereses de los acreedores adecuada y suficientemente¹¹⁰⁷. Para mantener las garantías de los acreedores sería conveniente financiar la prima con recursos disponibles, sean los que posee la empresa en ese momento o una nueva prima de emisión si el rescate se financia con otra emisión de acciones¹¹⁰⁸.

No sólo se debe fijar en la emisión el precio de rescate, también se deben establecer el resto de aspectos, entre ellos el plazo de rescate¹¹⁰⁹. El plazo de rescate (fecha o fechas de rescate) deberá estar fijado con anterioridad a la emisión¹¹¹⁰.

El contravalor del rescate será pagado en el momento de rescate, salvo que exista un acuerdo entre emisor y suscriptor de acciones rescatables¹¹¹¹.

¹¹⁰⁵ "El valor razonable es la medida adecuada para la determinación de la cuota de separación exigible de las acciones del socio que se separa". Vid. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.: "El cambio de objeto social. En particular, el derecho de separación del socio, en ALONSO UREBA: *Derecho de sociedades anónimas*, III, 1, Madrid, 1994, p. 181. La cuota de separación está regulada en el art. 353 TRLSC.

¹¹⁰⁶ Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 160.

¹¹⁰⁷ Las medidas establecidas en las Propuestas legislativas al respecto no parecen satisfactorias. El art. 385.3 de la "Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles" establece que "cuando las acciones rescatables atribuyeran a sus titulares el derecho a percibir una prima en caso de rescate, el pago de esa prima sólo podrá ser satisfecho si el valor del patrimonio neto contable no es, o a consecuencia del pago, no resulta ser inferior a la suma del capital social y al de las reservas legal y estatutaria. Si no fuera posible abonar la prima, la sociedad no podrá rescatar las acciones, salvo que las condiciones de emisión fijadas en los estatutos dispongan otra cosa". Vid. MINISTERIO DE JUSTICIA: *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002, art. 383.1. No parece adecuado impedir el rescate cuando los acreedores, a los que el texto quiere proteger, tienen otros medios, como el derecho de oposición, para hacer valer sus garantías. Creemos que es necesario proteger a los acreedores, pero facilitando, en la medida de lo posible, el legítimo derecho de rescate de los poseedores de las acciones.

¹¹⁰⁸ En el supuesto de haber elegido que el rescate se realice con prima, VEIGA COPO, A.B.; MARTÍN MOLINA, P.B.: "La reforma de la Ley...", op. cit., p. 184, establecen que la prima de rescate debe ser financiada con reservas disponibles. Esta idea ya fue establecida anteriormente por KESTER, R.B.: *Contabilidad teórica ...*, op. cit., p. 463, quien consideró que la alternativa conveniente es "financiar la prima con reservas y, en especial, con la prima de emisión, para preservar la integridad del capital". Este método es adecuado, pero también podría ser válido cualquier otro procedimiento que proteja los intereses de los acreedores.

¹¹⁰⁹ En gran parte del derecho comparado se comparte la idea de que el plazo de rescate debe estar establecido en los estatutos, aunque también podría estar fijado por los administradores, siempre que los estatutos así lo autoricen. Art. 133.2 *The Companies Act 1985* y art. 685.3.a *The Companies Act 2006 del Reino Unido*, art. 6.01.a RMBCA de Estados Unidos, art. 151.b *Delaware General Corporation Law*, art. 512.c *New York Business Corporation Law*, art. 36 *Canada Business Corporations Act* y art. 345 *Código das Sociedades Comerciais de Portugal*.

¹¹¹⁰ Ciertos autores señalaban que no era esencial especificar en los *articles of association* una fecha o periodo de rescate. Vid. FERRÁN, E.: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, p. 329. Por su parte, la misma doctrina dudaba sobre la posibilidad de que los *articles of association* pudiesen simplemente dejar a los administradores que determinase el precio de rescate, defendiendo, por el contrario, que los *articles* podían especificar un precio o una fórmula para determinarlo. *Ibidem*, pp. 329 y 330. Sin embargo, la doctrina estadounidense califica la determinación previa del plazo de rescate como elemento identificador de las acciones rescatables. Vid. BUXBAUM, R.M.: "Preferred Stock-Law and Draftsmanship", op. cit., pp. 264 y ss. CLARK, ROBERT C.: *Corporate Law*, Little Brown and Company, Boston, 1986, p. 636. HENN, H. G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, op. cit., p. 406. BALOTTI, F.R.; FINKELSTEIN, J.: *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, 3ª ed., Dover, 1998, pp. 5-16.

¹¹¹¹ Esta idea es concordante con la evolución de la legislación del Reino Unido. En el art. 160.3 *The Companies Act 1985* aparece que el contravalor del rescate se pagará siempre en el momento del rescate. En el art.

El plazo de rescate será normalmente una fecha de rescate. Además del establecimiento de una simple fecha de rescate, también podría establecerse un plan de amortización escalonado. Por la similitud de esta figura con un empréstito, el rescate podría realizarse por medio de un plan de amortización preestablecido o un sorteo de amortización según un calendario. Cuando se alcance el momento de rescate, calculado por alguna de estas posibilidades, el rescate deja de ser un derecho pasando a ser una obligación.

El Derecho portugués admite únicamente la realización del rescate en una fecha fija concreta o en un plazo entre dos fechas (una mínima y otra máxima) dentro de la cual debe tener lugar el rescate¹¹¹². Tanto el Derecho italiano¹¹¹³, como el francés¹¹¹⁴, permiten cualquier fórmula establecida previamente en los estatutos: una fecha concreta, dentro de un plazo o, incluso, en cualquier momento.

El legislador español no impide el establecimiento del plazo de rescate que deseen las partes, incluido el establecimiento de un límite máximo y mínimo para permitir la conversión. La única restricción es que en los casos de rescate a opción de la sociedad emisora, no puede establecerse que el ejercicio de rescate se ejercite antes de tres años a contar desde la emisión.

El rescate parcial es posible¹¹¹⁵, siempre que se cumplan dos requisitos: que estuviera previsto en el acuerdo de emisión, y que se garantice la paridad de trato entre los titulares de las acciones rescatables¹¹¹⁶. El art. 338.2 TRLSC establece que cuando la reducción de capital por amortización de acciones produzca un reembolso a los accionistas, y la medida no afecte por igual a todas las acciones, será preciso el acuerdo de la mayoría de los accionistas interesados.

Existen dos modos posibles de llevar a cabo un rescate fraccionado: un grupo entre las acciones rescatables emitidas, o una parte del nominal de todas las acciones rescatables emitidas. No pueden existir reparos a la primera alternativa: emisión de distintas clases de acciones de rescatables con diferente momento de rescate, ya sea con un cuadro de amortización de carácter escalonado o con sucesivos rescates. Sí podrían existir reparos a la segunda alternativa¹¹¹⁷, el rescate de una parte del nominal de todas las acciones rescatables emitidas. En este caso, lo que se está permitiendo es la división del importe del rescate de todas las acciones rescatables emitidas a lo largo del tiempo, de tal manera que todas ellas fueran parcialmente rescatadas en su nominal, y tras posteriores redenciones parciales, se llegara a su completo rescate. Dentro de la segunda alternativa diferenciamos el caso en que esté previsto en el contrato de emisión del que no esté previsto en el contrato. La prevista no está recogida ni en la Ley ni en el Anteproyecto, pero es válida porque es una cláusula contractual que no contraviene la Ley. La no prevista estaba contemplada, de forma expresa, en el Anteproyecto de Ley de Reforma y Adaptación de 1987¹¹¹⁸, sin embargo, esta previsión

686.3 *The Companies Act 2006* se establece que, si media acuerdo entre sociedad y el titular de la acción rescatable, será posible acordar un momento de pago posterior al momento en que el rescate se haya llevado a cabo.

¹¹¹² Art. 345.1 CSC. La doctrina tiene en cuenta la posibilidad de que la junta de socios decida que las acciones sean rescatadas en una fecha establecida en los estatutos. Vid. VENTURA RODRÍGUEZ, R. J.: *Estudios Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Livraria Almedina, Coimbra, 2003, pp. 461-462.

¹¹¹³ Art. 2437 Codice Civile.

¹¹¹⁴ Art. L. 228.20 Code de Commerce. Art. L. 228.12 Code de Commerce.

¹¹¹⁵ Vid. VARGAS VARGAS, M.: *La sociedad anónima en el derecho anglonorteamericano*, Santiago de Chile, 1964, p. 159. Cfr. Sentencia *La Salle Hotel Realty Co. v. Taft* (1936).

¹¹¹⁶ Esto supone que debe realizarse de forma escalonada según un método, por ejemplo sorteo o prorratea, siendo imprescindible que el método elegido no produzca discriminaciones entre los accionistas.

¹¹¹⁷ La doctrina sí encuentra reparos a la segunda alternativa, el rescate de una parte del nominal de todas las acciones rescatables emitidas, porque viola el principio de indivisibilidad de las acciones. Vid. GARCÍA CRUCES J.A.: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, 1999, pp. 1947-1962. GARCÍA CRUCES J.A.: "Notas en torno ...", *op. cit.*, 2002, pp. 956-957.

¹¹¹⁸ "En el caso de que los beneficios y las reservas libres no fueran suficiente para abonar el importe previsto en los estatutos para la adquisición por la sociedad de las acciones rescatables, se distribuirá entre éstas la cantidad disponible, reduciendo su valor nominal en la proporción correspondiente". Vid. Anteproyecto de Ley de Reforma y Adaptación de enero de 1987, Art. 47.e).

fue rechazada en la LRLMV¹¹¹⁹. También es válida porque lo más importante, en un proceso de rescate al que está obligado el emisor, es cumplir con esa obligación; lo óptimo es que el rescate sea total, pero si no fuese posible, debe ser, al menos, parcial. Por tanto, están permitidos todos los supuestos de rescate fraccionado e, incluso, es recomendable cuando no puede realizarse el rescate obligatorio total. Ambas alternativas deberían ser validadas por el legislador, debiendo ser incluidas en el TRLSC, porque no crearía fricciones con la paridad de trato, siempre que la segunda alternativa afecte por igual a todas las acciones rescatables. Incluso sería la solución adecuada cuando resulta inviable una ampliación de capital, y no existiera patrimonio suficiente para hacer frente al rescate de todas las acciones de una misma emisión, pues se encontrarían en las mismas circunstancias¹¹²⁰.

Además de lo anterior, el acuerdo de emisión de acciones rescatables deberá expresar los sujetos que están legitimados para solicitar o llevar a cabo el rescate. Si el rescate se deja en función del cumplimiento de una condición o de alcanzar una fecha o fechas establecidas, la condición o fechas tendrán que venir perfectamente detalladas en el acuerdo de emisión.

La Junta podrá establecer en el acuerdo de emisión una posible delegación en el órgano de administración para que realice la emisión y el rescate. En el supuesto que se delegue el rescate, el contrato de emisión deberá tener establecida la duración y condiciones para esa delegación. Con esta delegación, se concede un margen de actuación a los administradores para que elijan el momento más adecuado para llevar a cabo el rescate dentro del intervalo temporal establecido por la Junta.

Por último, en el momento de emisión se debería especificar el procedimiento de rescate¹¹²¹. Aunque las partes puedan pactar cual es el procedimiento más interesante para ellos, debe tenerse en cuenta que el legislador ha establecido tres procedimientos, pero uno de ellos, el rescate por medio de una reducción de capital, es subsidiario a los demás¹¹²², ya que sólo se podrá acudir a ellos cuando no existan reservas disponibles en cuantía suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación. Las partes, por tanto, podrían exponer desde la emisión una preferencia entre la amortización de capital y el rescate por una nueva emisión o establecer que el rescate se hará por uno de los tres medios marcados por la legislación española.

Todos los elementos señalados son las condiciones mínimas para el ejercicio de rescate, que según el art. 500.1 TRLSC deberán estar establecidos en el acuerdo de emisión. Si alguno de ellos faltará¹¹²³, el acuerdo de emisión sería nulo según el art. 204.2 TRLSC¹¹²⁴.

¹¹¹⁹ La principal razón para que esta previsión fuera rechazada por la LRLMV fue que se entendía que contravenía aspectos del Derecho Mercantil, como el principio de indivisibilidad de la acción, aunque la indivisibilidad de la acción no creemos esté afectada porque el rescate sea aplicado por tres métodos. Sobre el principio de indivisibilidad de la acción escribieron PANTALEÓN PRIETO: "Copropiedad usufructo y embargo", en *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, URÍA, MENÉNDEZ, OLIVENCIA (Dir.), t. IV, vol. 3, Madrid, 1992, pp. 16 y ss. TOMILLO URBINA: "La División de las acciones", *Revista de Derecho Patrimonial*, nº 1, 1998, pp. 63 y ss.

¹¹²⁰ Esta idea es compartida por ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía nº 23, *Revista de Derecho de Sociedades*, 2004, pp. 304-305.

¹¹²¹ Entre otros aspectos, el procedimiento de rescate debería estar establecido en el momento de emisión porque, como analizaremos posteriormente, los efectos económicos de cada uno de ellos son diferentes.

¹¹²² La opinión de que la reducción de capital es un método subsidiario a los otros dos es compartida por otros autores. *Vid.* CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, p. 351.

¹¹²³ Todos los acuerdos de emisión de la emisión de acciones rescatables realizadas en España desde la entrada en vigor de la LRLMV, incluyen todos los elementos esenciales para realizar el rescate.

¹¹²⁴ Esta investigación no considera que el acuerdo de la junta general relativo a la reducción de capital sea una de las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate que deben fijarse en el acuerdo de emisión a los que se refiere el art. 500 TRLSC. Sin embargo, algunos autores sí han considerado que, en virtud del art. 500 TRLSC, en el acuerdo de emisión debe acordarse también el acuerdo de reducción de capital. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables ...", *op. cit.*, 1990, p. 1171. FERNÁNDEZ ARMESTO; DE CARLOS BERTRÁN: *El Derecho del mercado ...*, *op. cit.*, 1992, p. 464. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, 1999, p. 6. GARCÍA CRUCES J.A.: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, 1999. VICENT CHULIA, F.; SALINAS ADELANTADO, C.: "Derecho de sociedades y mercado de valores", *La Ley*, 21 de abril, 1999, pp. 1957-1965.

3.4. SEMEJANZAS CON OTRAS FIGURAS

Frente a las múltiples críticas recibidas por la doctrina desde el 1987, la inclusión de las acciones rescatables en España puede estar justificada por su semejanza con diferentes figuras admitidas en la legislación española.

Antes de la inclusión de la regulación española sobre las acciones rescatables, la legislación mercantil permitía: la operación acordeón, la amortización de acciones propias, la amortización de capital, la amortización de parte de las acciones de una empresa, el derecho de separación, la exclusión del accionista, los pactos de recompra y, por último, la emisión y rescate ordenado de otros valores negociables.

En el rescate con los recursos obtenidos por una nueva ampliación de capital, los fondos suministrados se emplean para el rescate, de tal forma que los accionistas antiguos dejan paso a otros nuevos. Este tipo de rescate es similar a una «operación acordeón» (*technique du coup d'accordéon*), porque en ninguna de las dos operaciones se necesita garantizar el derecho de acreedores por resultar inalterada la cifra de capital, ya que se compensa la reducción por reembolso con la ampliación por nuevas aportaciones.

La reducción de capital necesita la concesión del acuerdo de la junta general de accionistas y garantizar el derecho de oposición de acreedores reconocido en el art. 334 TRLSC exclusivamente para las sociedades anónimas. En el art. 335 TRLSC se instrumenta un supuesto de exclusión del derecho de oposición: la reducción con cargo a reservas libres (o beneficios) o por vía de amortización de acciones adquiridas a título gratuito. En la legislación sobre amortización de acciones propias se establece que el procedimiento de amortización de acciones con cargo a reservas disponibles implica necesariamente amortización de capital, es decir, para mantener las garantías a los acreedores se requiere la creación de una reserva indisponible por el importe del capital nominal amortizado¹¹²⁵.

La amortización de capital es una figura independiente del aumento de capital y de la reducción de capital, con unos efectos diferentes sobre los derechos de los socios y acreedores. Consiste en la adquisición, por parte de la sociedad, de sus propias acciones con los beneficios obtenidos en su gestión o por medio de las reservas disponibles. Desde el punto de vista del accionista es el reembolso de las aportaciones de los socios a la sociedad por cualquiera de estos dos medios¹¹²⁶. La normativa española regula la amortización de capital (art. 335.3

URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. Y GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “La sociedad anónima: la acción en general” en *Curso de Derecho Mercantil*, I, Civitas, 1999, 815-837. MANZANO ARENAS, R.: *Aumento y reducción de capital en sociedades anónimas*, CISS, Valencia, 1999, p. 274. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad ...”, *op. cit.*, 1999, pp. 34, 35 y 41. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2004, pp. 198 y 199. ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía nº 23, Revista de Derecho de Sociedades, 2004, p. 298-299. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, p. 348.

¹¹²⁵ La normativa española sobre el régimen del capital de la empresa está directamente encaminada a servir de instrumento de garantía para compensar a los acreedores de la exoneración de responsabilidad de la que gozan los patrimonios personales de cada uno de los socios. El principal instrumento de garantía establecido en la legislación española es el carácter indisponible del capital social de la empresa. Para los acreedores, la verdadera garantía no se deriva de la estabilidad del capital social sino de su indisponibilidad. La estabilidad del capital es un requisito necesario, pero no suficiente, para que la empresa mantenga las garantías a los acreedores, ya que a los mismos no les protege que la empresa tenga un cierto nivel de capital, sino que los recursos que representan esta cifra no puedan disponerse libremente por la dirección.

¹¹²⁶ Así ha sido entendido anteriormente. Vid. NATTINI, A.: «Il negozio autorizzativo», *Riv. Dir. Comm. I*, 1912, p. 364. DEFOSSE, G.: *La place du consommateur dans l'économie dirigée*, Presses Universitaires de France, Paris, 1949. DEFOSSE, G.: «*La gestion Financière des Entreprises*», Tome Premier, *Théorie Générale du financement des entreprises*, Presses Universitaires de France, Paris, 1956. DEFOSSE, G.: *Les valeurs mobilières*, Presses Universitaires de France, Paris, 1971, p. 14. DEPALLENS, G.: *Financiación de empresas: principios*, Deusto, Bilbao, 1967, p. 365. GAY DE MONTELLÁ: La vida económica y financiera de las sociedades anónimas, Barcelona, 1948, p. 185. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: “Cuestiones en torno a la denominada amortización de capital”, en *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, Tomo III, Editorial Tecnos, Madrid, 1971, p. 41.

TRLSC), sin utilizar esa denominación, recogiendo dos acepciones del término: la reducción de capital con cargo a beneficios o reservas libres y la amortización de acciones adquiridas por la sociedad sin desembolso. En los dos supuestos de amortización de capital, el importe de la disminución del valor nominal de las acciones o el del valor nominal de las acciones amortizadas deberá destinarse a una reserva, de la que sólo será posible disponer con los mismos requisitos que los exigidos para la reducción del capital social. El cumplimiento de este requisito permite excluir el derecho de oposición de acreedores. Financieramente es necesario distinguir entre amortización de capital y reducción de capital, pues en ambas se minorará la cifra de capital social. La reducción de capital claramente disminuye la indisponibilidad de recursos, provocando una disminución de las garantías de los acreedores; por esta razón, la legislación mercantil proporciona derecho de oposición a los acreedores en esta operación. Por el contrario, la amortización de capital aparentemente¹¹²⁷ no disminuye los recursos indisponibles y, por tanto, la empresa no tiene obligación de conceder el derecho de oposición a los acreedores.

La condición de «rescatable» la tienen todas las acciones en potencia, en la medida que es posible acordar la amortización de una clase especial de acciones o de una parte de las acciones pertenecientes a una misma clase¹¹²⁸; en el caso que el rescate sea forzoso, los accionistas serán compensados con un bono de disfrute. La legislación española permite el rescate de acciones, al margen de la emisión de acciones rescatables, en dos situaciones: rescate a voluntad del socio por ejercicio del derecho de separación, y rescate a voluntad de la sociedad por incumplimiento de obligaciones sociales y exclusión del socio.

El derecho de separación se fundamenta en la existencia de unos supuestos legales que autorizan al accionista a la rescisión parcial del contrato societario. Estos supuestos son tres: sustitución del objeto social, traslado del domicilio social al extranjero y transformación social¹¹²⁹. En estos supuestos, una causa legal o estatutaria (acuerdo social de sustitución de objeto, acuerdo de traslado de domicilio o acuerdo de transformación) hace nacer un derecho de resolver unilateralmente el vínculo, es decir, convierte en rescatable el capital representado por los accionistas que no hayan votado a favor o no se adhieran al acuerdo. El ejercicio del derecho de separación conlleva reducir el capital por el valor nominal de las acciones que concurren al reembolso y la entrega a los separados de un valor de rescate o cuota de liquidación. No es necesario nuevo acuerdo de Junta que resuelva sobre la reducción, siendo la ejecución competencia de los administradores, aunque sí debe respetarse el derecho de oposición de los acreedores (art. 161.2 del RRM).

La exclusión del accionista es el supuesto contrario al de separación, pues el emisor tiene la facultad de rescindir el contrato. La exclusión puede estar fundada en causas legales o estatutarias y se justifica por un incumplimiento de algunos deberes y obligaciones del excluido con la sociedad¹¹³⁰. En el caso de estos incumplimientos, la exclusión pone en marcha un mecanismo de amortización similar al que resulta del ejercicio del derecho de separación.

La figura acciones rescatables podría ser entendida como una mezcla de derecho de separación y exclusión del socio, al poder ser amortizadas a petición del socio o de la sociedad.

La emisión de acciones rescatables posee rasgos semejantes a los pactos de recompra entre accionistas, ya que pueden ser consideradas como posiciones temporales de los socios en los que, tras un cierto tiempo, se recupera la inversión a un precio igual, superior o inferior al inicial.

PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, Zaragoza, 1973, p. 292. Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 28 de julio de 1986.

¹¹²⁷ Puntualizamos aparentemente porque, más adelante, en esta investigación observaremos que no es enteramente así, y que realmente se produce una disminución de las garantías.

¹¹²⁸ Arts. 285-290 y 293 TRLSC. Anteriormente arts. 144 y 148 TRLSA en relación con art. 164.3 TRLSA.

¹¹²⁹ Arts. 225 Código de Comercio; 3, 147, 149.2 y 225.3 TRLSA; 160, 161, 187 y ss. RRM; 346 TRSC.

¹¹³⁰ *Vid.* Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 8 de enero de 1984.

La amortización de acciones rescatables, con la necesaria modificación de los estatutos resultado del rescate, es un problema análogo al que presenta la emisión de obligaciones convertibles. Ambas figuras necesitan una variación de capital para atender la conversión, aunque el fenómeno sea contrario, uno desea entrar a formar parte de la sociedad y el otro quiere abandonarla. En las acciones rescatables, la Junta debe acordar reducir el capital (en las obligaciones necesita aumentarlo) en la cuantía necesaria para atender el rescate, como requisito previo a la emisión.

Por último, la cualidad de rescatabilidad no es atributo exclusivo de las acciones. La posibilidad de rescate con la misma estructura que la prevista para las acciones (rescate a solicitud de la emisora, del titular o de ambos) puede incorporar a otros valores emitidos por la sociedad distintos de las acciones, por ejemplo las obligaciones.

3.5. DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS

Los titulares de acciones rescatables son accionistas. En virtud de la libertad que establece para ello la Ley, las acciones rescatables podrán ser configuradas exclusivamente con ese derecho especial de rescate, o con ese derecho especial más algún o algunos otros. En el primer caso, los titulares presentan los derechos que poseen todas las acciones más el especial derecho de rescate, por tanto, formarán siempre clases de acciones en cuanto son emisiones con derechos diferentes. A estas figuras se las ha denominado (incorrectamente) acciones rescatables ordinarias¹¹³¹. En el segundo caso, además del especial derecho de rescate, los titulares presentan algún derecho especial, ya sea entre los derechos económicos o políticos. A estas emisiones, que evidentemente formarán una clase de acciones, se las denomina (también incorrectamente) acciones rescatables preferentes o privilegiadas. Pues bien, ambas alternativas están admitidas en la legislación mercantil española.

Analizando el derecho comparado podemos realizar una división en dos agrupaciones. Por un lado, las legislaciones que permiten la existencia de emisiones de acciones rescatables exclusivamente si presentan algún otro derecho especial, normalmente privilegios en derechos económicos: Canadá¹¹³², Francia¹¹³³ y Portugal¹¹³⁴. Por el otro, las que permiten la emisión de acciones rescatables que presentan algún derecho especial, pero también las que sólo presentan el especial derecho de rescate: Estados Unidos¹¹³⁵, Irlanda¹¹³⁶ y Reino Unido¹¹³⁷.

El ordenamiento español, al igual que la normativa comunitaria, no expresa nada al respecto, por lo que se entiende que permiten la emisión de las que presenten algún derecho especial más, pero también aquéllas cuyo único derecho especial sea el de rescate¹¹³⁸.

El concepto de clases de acciones permite que se incorporen varios privilegios o se combinen aumentos de unos derechos con disminuciones en el ejercicio de otros. Las acciones rescatables deben ser consideradas siempre como una clase de acciones, definidas por un conjunto de derechos, uno de los cuales es el derecho de rescate¹¹³⁹. Esto no significa que el derecho de rescate sea el único privilegio que poseen, también pueden tener otros, como, por ejemplo, privilegios sobre los beneficios o sobre la cuota de liquidación.

¹¹³¹ Las legislaciones británica y estadounidense reconocen acciones rescatables ordinarias y privilegiadas. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de sociedades británico y estadounidense*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), p. 437. También autores españoles diferencian las acciones rescatables ordinarias o acciones rescatables comunes, de las acciones rescatables privilegiadas. Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., 2007, p. 306. Sin embargo, todas las acciones rescatables ofrecen un derecho adicional, por lo que en el Derecho español deben ser considerados siempre como una clase de acciones diferente.

¹¹³² Art. 36 *Canada Business Corporation Law*.

¹¹³³ Art. L. 228-11 C. de comm.

¹¹³⁴ Art. 345.1 CSC.

¹¹³⁵ El Art. 6.01 RMBCA permite la emisión de acciones rescatables con o sin algún otro privilegio siempre que existan acciones que no sean rescatables y que tengan derecho de voto.

¹¹³⁶ En la actualidad el art. 107 *The Companies Act 1990* permite la emisión de acciones rescatables, tanto si presentan algún derecho especial o no, siempre que así esté dispuesto en estatutos, pero hasta *The Companies Act 1963* (art. 64) sólo podían emitirse acciones rescatables que tenían algún privilegio económico.

¹¹³⁷ En la actualidad el art. 159 *The Companies Act 1985* permite la emisión de acciones rescatables, tanto si presentan algún derecho especial o no, pero hasta *The Companies Act 1948* sólo podían emitirse acciones rescatables que tenían algún privilegio económico.

¹¹³⁸ La admisión de ambas figuras en la legislación española es compartida por FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., pp. 212 y ss.; ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma ...”, op. cit., 1999, pp. 28 y 29; y GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Las acciones rescatables”, *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, p. 2.

¹¹³⁹ Las acciones rescatables forman una clase porque “el derecho de rescate puede configurarse como un privilegio que tipifica una clase de acciones”. Así lo han entendido GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Las acciones rescatables”, op. cit., p. 1. VEGA JIMÉNEZ, J. J. DE LA; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: “Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables”, op. cit., pp. 51-59. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: “Notas en torno...”, op. cit., p. 925.

La regulación española sobre la emisión de acciones rescatables permite una amplia flexibilidad, ya que solamente trata algunos aspectos concretos del derecho de rescate (no todos), permitiendo que la sociedad emisora conceda, a los inversores, la combinación de derechos necesaria para conseguir que el título sea atractivo y tenga éxito su introducción en el mercado. Esta flexibilidad en la regulación es consecuente con la evolución sufrida por las acciones sin voto. Después de observar los malos resultados obtenidos en un primer momento en el mercado, la rígida regulación inicial de las acciones sin voto pasó a flexibilizarse para intentar encontrarlas un lugar en el mercado.

La flexibilidad a la hora de definir los derechos de los titulares de las acciones rescatables permite adaptarse mejor a las necesidades del mercado financiero y a las de sus inversores potenciales, pero desnaturaliza el concepto clásico de acción: título-valor de renta variable, que forma parte de los fondos propios de la sociedad emisora de forma alícuota. Esta flexibilidad provoca que pueda existir confusión entre las acciones rescatables y otras formas de inversión como obligaciones o préstamos participativos¹¹⁴⁰. El único modo de identificar la naturaleza jurídica de las acciones emitidas es observar si su titular posee naturaleza jurídica de socio-proprietario¹¹⁴¹. Así, mientras que las acciones rescatables tienen la calificación jurídica de acciones, los préstamos participativos y las obligaciones no conceden tal consideración a su titular, por lo que nunca tendrán naturaleza jurídica de acción.

Las acciones rescatables pueden ser emitidas reconociendo las condiciones propias de las acciones sin voto o preferentes. Las acciones rescatables tienen derecho al beneficio, y sobre este derecho puede tener cualquier privilegio; en este caso, aparte de las peculiaridades del derecho de rescate, tendrán un privilegio en el dividendo adicional (aunque no tengan voto) o un derecho preferente sobre el beneficio. De igual forma, las acciones rescatables pueden tener derecho a voto o no, aunque nunca los derechos pueden consistir en la concesión de un voto plural (art. 96.2 TRLSC)¹¹⁴².

Sin incluir contractualmente un derecho adicional, los titulares de acciones rescatables poseen los mismos derechos que el resto de acciones. En cuanto a los derechos políticos o administrativos, las acciones rescatables tendrán todos los derechos que establezcan la Ley y los estatutos. Los titulares de las acciones rescatables tienen derecho a solicitar la convocatoria de las Juntas, asistir a las mismas¹¹⁴³ y hacerse representar en ellas¹¹⁴⁴. Además tienen derecho de impugnación de los acuerdos sociales y de voto¹¹⁴⁵. Las acciones rescatables poseen el

¹¹⁴⁰ Sobre los préstamos participativos como instrumentos de financiación, vease BUSTOS CONTELL, E.: *Préstamo participativo: instrumentos de financiación de las pymes*, AECA, Madrid, 2002, cap. 3; GARCÍA MANDALONIZ, M. *La financiación de las PYMES*, op. cit., pp. 155-178; BUSTOS CONTELL, E.: *Préstamo participativo en la financiación del plan estratégico de las pymes*, AECA, Madrid, 2006, cap. 6.

¹¹⁴¹ El modelo “accionista-proprietario” está en crisis. Los accionistas no son mucho más propietarios de la sociedad que los acreedores o los empleados. Vid. EASTERBROOK, FRANK H.; FISCHER, DANIEL, R.: “Voting in Corporate Law”, *Journal of Law & Economics*, 395, (26), 1983, p. 395. Esto se fundamenta en que muchos instrumentos financieros atribuyen derecho de voto a su titular sin ser socios, y en que existen obligaciones a largo plazo subordinadas configuradas de forma que el grado de prelación se asimila funcionalmente a la posición de accionista.

¹¹⁴² Sobre el voto plural y las limitaciones al derecho de voto, Vid. TOBIO RIVAS, A. M.: *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista (art. 105 LSA)*, Civitas, Madrid, 1995, pp. 101-198.

¹¹⁴³ No parece que tenga mucho sentido que pueda convocar una Junta en la que no puede tomar ninguna decisión, aunque sí es fundamental el derecho de asistencia a las juntas por estar incluido en el derecho de información del accionista.

¹¹⁴⁴ Arts. 183 y 184 TRLSC.

¹¹⁴⁵ Las acciones rescatables siempre tendrán derecho a voto, salvo que el título se haya diseñado como acciones rescatables sin voto. Aunque estas acciones se caracterizan por la privación del derecho de voto, esta no es absoluta ni definitiva; los accionistas rescatables sin voto podrán ejercitar este derecho cuando concurran tres situaciones. Primeramente, toda modificación estatutaria que lesione directa o indirectamente los derechos de las acciones sin voto requiere el acuerdo de la mayoría de las acciones afectadas (art. 103 TRLSC); este artículo, además de concederles el derecho de voto en este supuesto, refuerza la idea de que las acciones sin voto son una clase, al igualar este tratamiento con el art. 293 TRLSC. En segundo lugar, los accionistas rescatables sin voto recuperan el derecho de voto, independientemente del tipo de sociedades que las haya emitido (cotizadas o no), durante el período máximo de dos años en el cual la sociedad debe restablecer la proporción entre acciones ordinarias y sin voto, en caso de amortización de todas las acciones con voto por reducción de capital obligatoria (art. 100 TRLSC). El tercer

derecho de separación en el supuesto de transformación de sociedad anónima en sociedad colectiva y comanditaria y el derecho de impugnación de acuerdos anulables. Por último, los accionistas rescatables tienen el derecho de información en los mismos casos y la misma extensión que las demás acciones¹¹⁴⁶.

Por su parte, las acciones rescatables tendrán los derechos económicos y patrimoniales que presentan todas las acciones, teniendo en cuenta los privilegios permitidos en nuestra legislación para cada uno de los derechos (sobre el beneficio o sobre la cuota de liquidación). En el supuesto que las acciones rescatables sean emitidas como acciones sin voto o con una preferencia sobre el derecho del beneficio, constituirán acciones privilegiadas, por lo que se les aplicará el art. 96 TRLSC. El privilegio en la cuota de liquidación consiste en un derecho preferente para obtener, en caso de liquidación de la sociedad, el reembolso del valor desembolsado de las acciones rescatables antes de que se distribuya cantidad alguna a las restantes acciones.

Respecto a los derechos de doble contenido, las acciones rescatables presentan un derecho preferente de suscripción en los aumentos de capital de nuevas acciones (ordinarias, privilegiadas, preferentes, rescatables, sin voto...), así como en el caso de obligaciones convertibles en acciones, salvo que estatutariamente se imposibilite, exactamente igual que el resto de los accionistas. En caso de emisión de nuevas acciones rescatables, si los titulares de acciones no rescatables gozaran del derecho preferente de suscripción, se exigirá el acuerdo de la mayoría de las acciones rescatables ya existentes, puesto que la nueva emisión afecta a los derechos inherentes a las mismas. Asimismo, en los aumentos de capital con cargo a reservas disponibles, los titulares de acciones rescatables tendrán un derecho de asignación gratuita de nuevas acciones.

Por último destacar que, tras el ejercicio de rescate, a los derechos de los accionistas se añade automáticamente "un derecho contractual a recibir el precio de rescate"¹¹⁴⁷.

3.6. FINALIDAD DE LAS EMISIONES

La emisión de acciones rescatables puede servir a una gran variedad de propósitos. El legislador español, aparentemente, sólo ha considerado una de las finalidades posibles, la financiera, si bien no es la única posible.

Aunque las acciones rescatables son reguladas en España para ser utilizadas como un instrumento de financiación de las sociedades cotizadas, la emisión de esta figura puede ser empleada para otros fines. Es posible agrupar, las posibles finalidades para emitir las acciones rescatables, en siete grandes grupos: necesidades financieras, sociedades con necesidades decrecientes de capital, desinversión de capital-riesgo, cobertura financiera de los planes de opciones, táctica defensiva frente a las OPAS, control por parte de las mayorías accionariales y reestructuración financiera.

supuesto concurre cuando, en algunas emisiones de acciones rescatables sin voto, no se satisfaga la parte no pagada del dividendo mínimo (art. 99 TRLSC). Las acciones rescatables sin voto de sociedades cotizadas (como son en España todas las rescatables) atenderán a lo dispuesto en los estatutos, que por supuesto, pueden establecer que se recupere el derecho de voto (D.A. 34 de la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos Generales del Estado).

¹¹⁴⁶ Los derechos de información de los accionistas abarcan desde un derecho general de información hasta concretas regulaciones de especiales derechos de información tales como el derecho a la presentación de informes provisionales de Estados Financieros. Entre los eventos que suponen un específico cumplimiento de información se encuentran la modificación de estatutos, variaciones de capital, emisión de empréstitos, operaciones de fusión, escisión, transformación, disolución y liquidación. *Cfr.* art. 93.d TRLSC.

¹¹⁴⁷ *Vid.* HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1996, p. 207. Indirectamente también podemos encontrar una vinculación con esta afirmación en la legislación de Estados Unidos. La s. 7.21 MBCA recoge que las acciones rescatables carecerán del derecho de voto tras recibir los titulares por correo la notificación del rescate y siempre que una suma suficiente para rescatar las acciones haya sido depositada en un banco bajo la obligación de pagar a los tenedores el precio de rescate.

3.6.1. Necesidades financieras

La regulación en España de las acciones rescatables posee carácter financiero. La Exposición de Motivos de la LRMV de 1998 las describió como "un género intermedio entre la renta variable y la renta fija". Con la inclusión de este híbrido financiero¹¹⁴⁸ se intenta satisfacer simultáneamente las necesidades de inversión de los accionistas y las necesidades de financiación de las sociedades emisoras.

El mercado financiero ha producido un conjunto de productos con características mixtas entre la inversión en renta fija y en renta variable. Este proceso es debido a la búsqueda, por parte del tejido empresarial, de recursos, no sólo en intermediarios financieros, sino también en ahorradores individuales. Para poder conseguir esta financiación, el mercado financiero debe generar productos de características distintas que permitan diversificar su oferta y llegar a un número mayor de inversores individuales. El proceso de segmentación de la oferta financiera ofrece como resultado emisiones con las más variadas características, entre ellas, valores de renta fija indexados, valores de renta variable garantizados, fondos de inversión, obligaciones convertibles y *warrants*. Las acciones rescatables nacen para ampliar aun más el abanico de oferta financiera del mercado, concediendo, a las empresas emisoras, una nueva forma de financiación transitoria y, al accionista, una forma de invertir a plazo determinado.

Una de las razones por las que las acciones rescatables tienen sentido en el mercado financiero internacional actual es porque la financiación con acciones ordinarias tiene problemas para el emisor. Las ordinarias son, para la empresa emisora, instrumentos que conceden muchos derechos a los titulares, lo que puede ser nefasto en tiempos de dificultad. Ante esta situación, es razonable configurar parte del capital con vida temporal y facultades transitorias.

Las acciones rescatables son productos de la ingeniería financiera. Las acciones, como todos los productos que se pretenden colocar en el mercado por las empresas, son susceptibles de diversificación al objeto de alcanzar mercados con necesidades específicas de políticas de oferta discriminatorias o de segmentación del mercado. Como las preferencias de los inversores no son idénticas, es posible que la segmentación de los mercados permita penetrar de manera más eficiente en aquellos "nichos de mercado" caracterizados por ciertos rasgos diferenciales en cuanto a preferencia o aversión respecto del riesgo, de la liquidez y de la rentabilidad. Una sociedad cosechará un mayor éxito si configura su producto en el mercado de manera atractiva a cierto sector del público-objetivo inversor.

El derecho de rescate dota al instrumento financiero de la versatilidad de las opciones financieras. Cuando el rescate es un derecho del emisor, las rescatables tienen una estructura análoga a las *call options*: su emisión permite a la sociedad un margen de flexibilidad en la reestructuración financiera de sus recursos propios. En caso de una fuerte caída de los tipos de interés o de una mejora del "rating de solvencia" del emisor (que suponen un abaratamiento de las condiciones de financiación), la sociedad puede utilizar el rescate para refinanciarse con la amortización de las rescatables. Cuando el rescate es a voluntad del accionista, las acciones funcionan de manera análoga a una «*put option*» lo que incrementa la liquidez del instrumento. Con un determinado precio de rescate establecido, el accionista podrá cobrar un precio superior al de cotización.

Las acciones rescatables nacen como instrumento de financiación, pero su emisión no dependerá únicamente de la estructura de la sociedad emisora, sino también de las motivaciones de inversión de los accionistas y de las necesidades de financiación del emisor.

Desde el punto de vista de la empresa emisora, la gerencia debe tener en cuenta si la empresa se encuentra en una época de expansión o recesión. En tiempos de recesión es

¹¹⁴⁸ Las acciones rescatables son el más representativo ejemplo de «híbrido de deuda», en sentido contrario, la financiación subordinada representa el modelo de «híbrido de capital».

preferible usar un mayor porcentaje de neto, mientras que en momentos de expansión se puede emplear sin peligro, y con mayor provecho, una mayor proporción de pasivo exigible.

Respecto a los incentivos que posee el emisor para emitir las acciones rescatables destacan los siguientes:

- ❑ Poseen costes inferiores a otras fuentes de financiación temporales, como la emisión de empréstitos.
- ❑ Su emisión puede ser un medio de financiación para empresas de pequeño y medio tamaño (PYMES) sin acceso real a los mercados bursátiles. Las acciones rescatables únicamente pueden ser emitidas por empresas que coticen en un mercado secundario, pero es lógico pensar que el emisor no desea la cotización de estas acciones tan peculiares, para así poder diversificar aun más su oferta y diferenciarse de los productos existentes en el mercado. La emisión de acciones rescatables en el mercado secundario, aunque pueda ser utilizada de forma puntual, no tiene sentido como práctica general, pues el derecho de las acciones rescatables de conceder un mayor grado de liquidez, pierde su sustancia si existe un mercado de referencia en el que pueden enajenarse al valor de cotización de una forma rápida y barata. Del funcionamiento del mercado secundario se benefician tanto las grandes empresas como las pequeñas, pero en el caso de las PYMES los requisitos exigidos para el acceso al mercado secundario provocan que ofrezcan rendimientos muy bajos a los accionistas. La emisión de acciones rescatables puede ser una buena oportunidad para las PYMES, porque analizando el comportamiento de un gran número de inversores queda claro que buscan instrumentos de ahorro que posean una rápida, sencilla y barata desinversión aunque sacrifiquen por ello una parte de los beneficios¹¹⁴⁹.
- ❑ El emisor obtiene liquidez inmediata resultado del desembolso total que deben realizar los accionistas rescatables, además, esta medida evita el riesgo que conlleva el tratamiento de los accionistas morosos.
- ❑ Al tener naturaleza jurídica de acciones, pueden ser un buen medio para entidades de crédito, sociedades y agencias de valores y entidades de seguros para cubrir sus obligatorios niveles de recursos propios (R.D. 1343/1992, de 6 de noviembre).
- ❑ Son un buen medio de financiación para empresas que deseen autonomía de los poderes fácticos ya establecidos: acreedores y accionistas ordinarios.
- ❑ Concede una mayor flexibilidad frente a otras fuentes financieras, como por ejemplo las deudas bancarias y las acciones ordinarias. Con la emisión de rescatables se amplían las posibilidades de financiar la empresa con acciones. Esto concede dos ventajas. Por un lado, proporciona una mayor autonomía del control que pueden ejercer en la empresa los acreedores, fruto de un excesivo endeudamiento. Por el otro, el aumento de financiación en acciones reduciría (y, por tanto, mejoraría) la ratio de endeudamiento¹¹⁵⁰ de la empresa, mejorando los indicadores de solvencia, lo que permite la captación posterior de nueva financiación ajena a menor coste.
- ❑ Permiten introducir un alto grado de flexibilidad, siendo útiles para hacer frente a las necesidades coyunturales. La creación de unas acciones con un precio de rescate por encima del precio de emisión proporciona flexibilidad a la compañía, ya que sin el establecimiento de la cláusula de rescate la corporación únicamente podría retirar la emisión mediante un método más caro: comprar las acciones en el mercado abierto.

Estas ventajas deben hacer frente a las desventajas que poseen las acciones rescatables para los emisores en países de fiscalidad asimétrica¹¹⁵¹ (como España), en que la remuneración de todas las acciones privilegiadas no es fiscalmente deducible, al contrario que las deudas. La hibridación financiera busca conseguir una solución financiero-fiscal óptima. En sistemas fiscales asimétricos son especialmente interesantes los instrumentos financieros cuyos rendimientos tienen la calificación de intereses a los efectos de ser considerados, desde la perspectiva del

¹¹⁴⁹ Para observar este hecho podemos analizar el éxito de los FIM y de los FIAMM.

¹¹⁵⁰ La ratio de endeudamiento equivale al cociente entre los recursos ajenos y los recursos propios.

¹¹⁵¹ Los sistemas fiscales asimétricos son todos aquellos que conceden un trato fiscal desfavorable a la inversión en acciones en relación a la inversión en deuda.

emisor, como un gasto deducible¹¹⁵². En cambio, las rescatables no son interesantes desde el punto de vista fiscal, es más, su consideración como recurso propio provoca que tenga una calificación fiscal netamente desfavorable. Por ello, su emisión no tendría mucho atractivo para el emisor desde el punto de vista financiero¹¹⁵³. Para que la emisión de las acciones rescatables tenga éxito, es necesario que posea una mayor rentabilidad financiero-fiscal que la representada por una inversión en renta fija, como por ejemplo las obligaciones o bonos.

La principal ventaja de la emisión de rescatables para el accionista es que, sin renunciar a la calificación de acciones, consigue limitar su horizonte temporal de inversión. Son especialmente atractivos para inversores con aversión al riesgo, ya que frecuentemente tienen garantizado al menos el valor nominal de las inversiones¹¹⁵⁴.

Además de los incentivos y desincentivos generales para el emisor e inversor, es necesario realizar un análisis sobre el sujeto que tiene la opción de ejercer el derecho de rescate. Si el derecho de rescate pertenece a los inversores, éstos poseen una ventaja ya que les permite elegir el horizonte de inversión más adecuado; por el contrario, si el derecho de rescate pertenece al emisor, el inversor tendrá una indeterminación en la duración de su inversión.

La principal ventaja para el inversor, si posee el derecho de rescate, es que adquiere un título que compensa la carencia de un mercado secundario, protestándole para desinvertir de forma ágil y sencilla. El socio, adquiriendo estos valores, consigue limitar su horizonte temporal de inversión sin renunciar a los derechos políticos y económicos de todas las acciones, obteniendo una inversión con una rentabilidad financiero-fiscal superior a la ofrecida por la renta fija; por lo tanto, son una fuente de financiación idónea para aquellos inversores que buscan una rentabilidad menos volátil y más segura que la ofrecida por las acciones ordinarias.

La principal ventaja, para el emisor, de las rescatables a opción del emisor¹¹⁵⁵ frente a las ordinarias es que, al tener la posibilidad de rescate, permite al emisor modificar su política financiera en cualquier momento, atendiendo para ello a la evolución que observe en el mercado en cuanto a los costes financieros de la deuda. Además, la posesión de acciones rescatables a opción del emisor permite una refinanciación más barata a través del ejercicio de rescate y de una nueva emisión de acciones.

El principal inconveniente, para el emisor, de las rescatables a opción del inversor es que los accionistas pueden exigir el rescate en el momento que deseen, lo que puede perjudicar los intereses del emisor. El rescate puede darse cuando los tipos de interés de otras inversiones tiendan a ser mayores, lo que conlleva la pérdida de esa financiación y la obligación de autofinanciarse o buscar financiación a tipos más altos. Ante este hecho, la empresa está obligada a reducir capital, lo que aumentaría (y, por tanto, empeoraría), la ratio de

¹¹⁵² A ser posible, esa beneficiosa calificación fiscal debería ser compatible con la calificación del producto financiero dentro de los recursos propios al objeto de la cobertura de los coeficientes de solvencia en el caso de que el emisor sea de los que están sujetos a supervisión prudencial por pertenecer al sector crediticio, de seguros o del mercado de valores. Esa calificación como recurso propio podrá incluso tener eficacia jurídico-sustantiva como ocurre con los préstamos participativos y similares a que se refiere el art. 20.d del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, en la redacción corregida por la Ley 10/1996, de 18 de diciembre, en su D.A. segunda y en relación con lo dispuesto sobre el cómputo del patrimonio neto a los efectos de reducción forzosa y disolución por pérdidas en la Resolución del ICAC de 20 de diciembre de 1996, posteriormente modificada por el art. 36.1.c) del Código de Comercio y por la D.A. tercera de la Ley 16/2007, denominada de la letra d) del art. 20 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.

¹¹⁵³ Esto es aun menos recomendable para intermediarios financieros y empresas de seguros por su calificación el objeto de cobertura de los coeficientes de solvencia.

¹¹⁵⁴ Debido a que únicamente las empresas cotizadas pueden emitir acciones rescatables, ofrece un mayor respaldo legal de solvencia, al ser empresas de enorme garantía de cara a los inversores. Las empresas cotizadas han debido cumplir unos determinados requisitos aprobados por la CNMV: regulación jurídica del emisor y de las acciones, situación financiera y económica de la entidad emisora, circunstancias de difusión y transmisibilidad del valor.

¹¹⁵⁵ Estas afirmaciones también se puede ampliar a las emisiones que tengan derecho de rescate a opción conjunta del emisor e inversor.

endeudamiento (recursos ajenos/recursos propios) de la empresa, empeorando los indicadores de solvencia; esta situación obliga a la captación posterior de nueva financiación ajena a menor coste, o si no se quiere captar más recursos provoca un inevitable desprestigio de la empresa frente a acreedores. Tras lo anterior podemos afirmar que las rescatables a opción del inversor son válidas para ser utilizadas en empresas poco endeudadas, mientras que no es aconsejable en empresas excesivamente endeudadas¹¹⁵⁶.

El principal inconveniente para el inversor de rescatables a opción del emisor es que sus expectativas, en cuanto a la posible obtención de beneficios futuros, están limitadas en el tiempo, pues una vez transcurridos tres años desde la emisión, la emisora puede ejercitar el rescate. Al no quedar claro que ocurrirá con los beneficios no distribuidos durante el periodo en que los accionistas sean socios, estos accionistas no podrán aprovechar toda la potencialidad económica que su inversión haya podido producir en la empresa, lo que beneficiaría al resto de accionistas.

Teniendo en cuenta que para que se produzca una emisión debe interesar a las empresas emisoras y a los futuros inversores, las emisiones más probables son las acciones rescatables que a su vez sean privilegiadas en el derecho al beneficio y sin voto; privilegiadas en el derecho al beneficio para que la rentabilidad de estas acciones sea percibida como un aliciente para los futuros inversores; sin voto para que la gestión de la empresa no se vea influenciada por la participación en la junta general de los nuevos accionistas temporales.

3.6.2. Empresas con necesidades decrecientes de financiación

La regulación de acciones rescatables en España establece como principal función la financiera, sin embargo, antes de su inclusión en nuestro ordenamiento, diversos autores¹¹⁵⁷ observaban la utilidad de esta figura en las empresas con necesidades decrecientes de financiación.

La mayoría de la doctrina anterior a su incorporación a nuestra legislación, suponía que su principal función era atender a las peculiaridades de las empresas que requerían menos recursos en plazos predecibles, ya sean denominándolas "sociedades con patrimonio perecedero"¹¹⁵⁸ o "sociedades con necesidad decreciente de capital"¹¹⁵⁹.

En estas compañías, su propio objeto social hace necesaria una restitución paulatina de la inversión, realizada mediante el reembolso de las acciones emitidas. Las empresas de esta naturaleza tienen unas características específicas, pues deben poseer una concreta y cierta necesidad decreciente de recursos, y poder determinar los plazos y las cuantías que permitan establecer un plan de amortización prefijado¹¹⁶⁰.

¹¹⁵⁶ Las acciones rescatables a opción del inversor "son válidas para utilizarlas en empresas poco endeudadas", mientras que "no parece aconsejable en las empresas excesivamente endeudadas". Vid. COTTON, J.: "Australia: share buy-backs", *Company Lawyer*, nº 9, 287-288, 1995, p. 287.

¹¹⁵⁷ Vid. COSACK, K.: *Traité de droit commercial*, traduit sur la 6^e éd., Paris, 1904, p. 175. GAY DE MONTELLÁ: *La vida económica ...*, op. cit., 1948, p. 192. GARRIGUES, J.: *Curso de Derecho Mercantil*, Silvio Aguirre Torre, Tomo I, Madrid, 1974, p. 310. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Aumento y reducción de capital", op. cit. 1987, p. 370. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables o redimibles", *La Ley*, tomo IV, 1164-1177, 1990, p. 1165. GARCÍA FRONTI, I. Y NAVAZO RUIZ, J.: "Acciones rescatables ...", op. cit., 2000, p. 8.

¹¹⁵⁸ Sentencia del Tribunal Supremo del 21 de marzo de 1986.

¹¹⁵⁹ Vid. COSACK, K.: *Traité de droit commercial*, op. cit., 1904, p. 175. GAY DE MONTELLÁ: *La vida económica ...*, op. cit., 1948, p. 192. GARRIGUES, J.: *Curso de Derecho Mercantil*, Silvio Aguirre Torre, Tomo I, Madrid, 1974, p. 310. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Aumento y reducción de capital", op. cit., 1987, p. 370. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones ...", op. cit., 1990, p. 1165. GARCÍA FRONTI, I. Y NAVAZO RUIZ, J.: "Acciones rescatables...", op. cit., 2000, p. 8.

¹¹⁶⁰ Uno de los primeros autores que desarrolla el interés de la emisión de rescatables en aquellos casos en que sea relativamente posible prever necesidades decrecientes de capital, es GARRIGUES. Vid. GARRIGUES, J.; URÍA, R.: Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas, T I, 1^a edición, Madrid, 1952. Posteriormente, el autor define a estas empresas como "una cierta especie de sociedades en las que sería posible predecir de antemano la restitución

Las sociedades con necesidades decrecientes de capital son las que cumplen tres requisitos. Primero, en el momento inicial de su actividad necesitan una fuerte inversión y captación de recursos. Segundo, tales necesidades decrecen con el paso del tiempo. Y tercero, es posible determinar, de antemano, las anteriores dos situaciones.

La noción de sociedades con necesidades de capital decreciente es un concepto amplio que engloba empresas con diversas naturalezas:

- ❑ Empresas cuya explotación total o parcial está limitada temporalmente, como las constructoras de determinadas obras públicas, aeropuertos, carreteras, ferrocarriles, pantanos y puertos¹¹⁶¹.
- ❑ Sociedades que explotan proyectos de inversión que se suceden en el tiempo y que no quieren o no pueden crecer¹¹⁶².
- ❑ Empresas de explotación de objetivos agotables después de cierto tiempo, como la explotación de minas, yacimientos o bosques¹¹⁶³.
- ❑ Compañías concesionarias cuyas instalaciones deben revertir al Estado al finalizar la concesión de servicios públicos¹¹⁶⁴.
- ❑ Inmobiliarias cuyo objetivo se limita a la promoción y venta de varias fincas, sin que con el beneficio se adquieran nuevos bienes o se persiga la reinversión, sino que se destine al reembolso por la vía de amortización de capital¹¹⁶⁵.
- ❑ Entidades que explotan eventos culturales y deportivos puntuales, como Exposiciones Universales, Juegos del Mediterráneo u Olimpiadas.

En realidad, la existencia de sociedades con “necesidades decrecientes de capital” es bastante inusual en la práctica. Es difícil encontrar empresas que puedan definir *ex ante* sus necesidades de capital, pero mucho más aun, encontrarlas entre las sociedades anónimas cotizadas sobre las que se limita la emisión de acciones rescatables en España.

Esta idea es respaldada al observarse que sólo una emisión de acciones rescatables de todas las realizadas hasta el momento en España, presenta la finalidad de satisfacer las necesidades decrecientes de capital. Además esta emisión, realizada por la Sociedad de

paulatina de la inversión en recursos propios realizada”. Vid. GARRIGUES, J.: *Curso de Derecho Mercantil*, Silvio Aguirre Torre, Tomo I, Madrid, 1974, p. 310.

¹¹⁶¹ Vid. GAY DE MONTELLÁ: *La vida económica ...*, op. cit., 1948, p. 192. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2007, p. 155.

¹¹⁶² Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Las acciones rescatables o redimibles”, op. cit., p. 1165. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento ...*, op. cit., 1992, p. 251. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, op. cit., 1999, p. 29. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: “Notas en torno ...”, op. cit., 2002, p. 919. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: “Las acciones rescatables”, op. cit., 1999, p. 1949.

¹¹⁶³ Vid. GAY DE MONTELLÁ: *La vida económica ...*, op. cit., 1948, p. 192. GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J.: “Acciones rescatables ...”, op. cit., 2000, p. 8. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., 2007, p. 155. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, op. cit., 1999, p. 29. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ: “Notas en torno ...”, op. cit., 2002, p. 919. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ: “Las acciones rescatables”, op. cit., 1999, p. 1949.

¹¹⁶⁴ Vid. GAY DE MONTELLÁ: *La vida económica ...*, op. cit., 1948, p. 192. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Aumento y reducción de capital”, op. cit., 1987, p. 370. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: “Cuestiones en torno a la denominada amortización de capital”, op. cit., 1971, p. 46. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., 2007, p. 155. Las sociedades concesionarias de obras o servicios públicos en España han estado históricamente dedicada al sector minero y sobre todo ferroviario. Los principales ejemplos de empresas concesionarias españolas se encuentran en las compañías privadas ferroviarias que todas funcionaron con el sistema de concesión hasta su nacionalización y creación de RENFE. Entre ellas Compañía de los Caminos de Hierro del Norte de España (NORTE), Compañía de los Ferrocarriles de Madrid a Zaragoza y Alicante (MZA), Compañía de Ferrocarriles de Tarragona a Barcelona y Francia, Compañía de los Ferrocarriles Andaluces, Compañía de los Ferrocarriles de Madrid a Cáceres y Portugal, Compañía Nacional de los Ferrocarriles del Oeste de España, Compañía de los Caminos de Hierro del Sur de España, Compañía de los Caminos de Hierro de Granada (Baza-Guadix), *The Great Southern of Spain Railway Company* (Compañía de los Ferrocarriles de Lorca a Baza y Águilas), Compañía del Ferrocarril Santander-Mediterráneo y Red Nacional de los Ferrocarriles Españoles.

¹¹⁶⁵ Vid. COSACK, K.: *Traité de droit commercial*, traduit sur la 6e éd. Allemande par Léon Mis Giard et E. Brière, Paris, 1904, p. 175. COSACK, K.: *Tratado de derecho mercantil*; traducción de la 12ª ed. Alemana por Antonio Polo, *Revista de Derecho Privado*, Madrid, 1935, p. 172.

Aparcamientos de Tarrasa¹¹⁶⁶, fue realizada antes de su incorporación en nuestra legislación en 1998.

Para el caso concreto de compañías concesionarias cuyas instalaciones deben revertir al Estado al finalizar la concesión de servicios públicos, sí es posible encontrar ejemplos de empresas concesionarias con necesidades decrecientes de capital, aunque no tienen por qué necesariamente tener todas las concesionarias la citada condición. En las sociedades concesionarias de obras o servicios públicos¹¹⁶⁷, los socios deben recuperar el valor de las acciones antes de que los elementos patrimoniales reviertan y los activos no corrientes pasen a la entidad concedente. Sin embargo, no es cierto que la pura existencia de un título concesional con duración limitada obligue a amortizar las acciones de la sociedad cuyo objeto es la explotación de la concesión. La duración temporal de la concesión suele traducirse en la reversión de los activos afectos, en buen estado de explotación, y generalmente a un precio nulo o simbólico¹¹⁶⁸, pero ese rescate del capital privado no viene exigido por la reversión de los activos, sino por el estatuto de las sociedades públicas de economía mixta¹¹⁶⁹.

3.6.3. Capital-Riesgo

Además de las anteriores, existen otras empresas cuya naturaleza hace recomendable la inversión en recursos propios por un tiempo limitado: las sociedades y fondos de capital riesgo. Por su propia naturaleza, este tipo de entidades invierten sus recursos financieros en capitales de riesgo (incluidos préstamos participativos) y por un determinado período, terminado el cual deben liquidar su inversión. El mecanismo de las rescatables puede ser utilizado para estos fines. La doctrina¹¹⁷⁰ así lo ha reconocido, aunque no ha existido en España ninguna emisión que tenga esta finalidad. De todas formas, la cláusula de rescate podría ser utilizada siempre que el inversor, por razones de lo establecido en su estatuto o por razones derivadas de las diferentes legislaciones, deba tener limitada en el tiempo la inversión en recursos propios.

El capital riesgo (*venture capital*) es una actividad financiera que trata de proporcionar recursos a empresas "de riesgo"¹¹⁷¹, a medio y largo plazo y sin vocación de permanencia ilimitada. Los inversores, que pueden ser tanto públicos como privados, toman participaciones en las empresas a cambio de facilitar financiación y ofrecer apoyo gerencial y asesoramiento empresarial. Sus objetivos son obtener plusvalías, si se trata de inversores privados, y favorecer

¹¹⁶⁶ La Sociedad de Aparcamientos de Tarrasa era una empresa mixta de capital (parte capital público, parte capital privado), cuyo objeto social era la construcción y explotación de un aparcamiento para vehículos en la Plaza del Doctor Robert de la ciudad de Tarrasa. La duración de la sociedad era de cincuenta años a contar desde la fecha de inscripción en el Registro Mercantil. El capital social era de 131 millones (1.000 pesetas de valor nominal) dividido en dos clases: A (suscritas por el ayuntamiento) y B (suscritas por accionistas privados). De conformidad con lo establecido en el art. 248.4 de la Ley municipal y de Régimen Local de Cataluña y en el art. 111.3 del Reglamento de Servicios de las Corporaciones Locales, las acciones de la clase B serían amortizadas a lo largo de toda la vida de la sociedad, para lo cual se preveía la dotación de una reserva de amortización. En caso de que, por no existir beneficio, no hubiera podido formarse la reserva indicada o sólo pudiera haberse formado en parte, el rescate de las acciones se realizaría o bien con cargo a nuevas aportaciones o mediante la reducción de capital cumpliendo con los requisitos establecidos en la Ley. La reserva se materializaría en valores con alta seguridad, principalmente valores públicos de renta fija, cuyo rendimiento sería ingresado en el fondo de reserva.

¹¹⁶⁷ La concesión, como técnica de gestión indirecta del servicio público, se caracteriza por ser temporal. El título concesional debe fijar un plazo definido que no podrá exceder de 99 años, según el art. 64 de la Ley de Contratos del Estado y el art. 22 de la Ley General de Ferrocarriles de 23 de noviembre de 1987, o de 50 años, según el Reglamento de Servicios de las Corporaciones Locales de 1955.

¹¹⁶⁸ El estatuto concesional incluye una cláusula de rescate de las acciones como solía ser frecuente en las empresas públicas municipales de economía mixta y respecto del capital privado. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento de los recursos propios*, Marcial Pons, Zaragoza, 1992, p. 248.

¹¹⁶⁹ El ejemplo típico del rescate de capital privado es el art. 111 del Reglamento de Servicios de las Corporaciones Locales de 1955 y el art. 289 del Reglamento de obras, actividades y servicios de los entes locales de Cataluña aprobado por Decreto 1791/1995, de 13 de junio.

¹¹⁷⁰ *Vid.* YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 61.

¹¹⁷¹ Se consideran empresas "de riesgo" las que presentan dificultades para obtener otro tipo de financiación.

al tejido empresarial, si son públicos. En España, las entidades de capital riesgo pueden adoptar dos formas jurídicas: Sociedades de Capital Riesgo (SCR) o Fondos de Capital Riesgo (FCR)¹¹⁷².

La institución del capital-riesgo está regulada en España por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras, que sustituye a la Ley 1/1999, de 5 de enero¹¹⁷³. El art. 2.1 de la Ley 25/2005 establece que "Las entidades de capital-riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)". La Ley considera inversiones propias del objeto de la actividad de capital-riesgo la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50% por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85% del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica. No obstante lo anterior, las entidades de capital-riesgo podrán igualmente extender su objeto principal a la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE, siempre y cuando tales empresas sean excluidas de cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación. Asimismo, podrán invertir a su vez en otras entidades de capital-riesgo conforme a lo previsto en esta Ley.

Pues bien, la rescatabilidad podría contribuir a cumplir una función dentro del ámbito de la inversión ocasional y no periódica del capital-riesgo. Como el capital-riesgo es una actividad financiera sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación, la participación en ellas nunca será permanente. Las tomas de participación por las entidades de capital-riesgo han de tener necesariamente vigencia temporal, aspecto bajo el cual cobran especial interés las cuestiones relacionadas con los procedimientos adecuados para articular la desinversión de estas entidades y realizar la plusvalía que retribuya el riesgo recuperando la liquidez necesaria para acometer nuevas tomas de participación en otras empresas. Entre estos procedimientos se encuentran (aparte de los pactos de recompra de las participaciones minoritarias de las entidades por parte de los socios mayoritarios y estables de las participadas) las acciones rescatables¹¹⁷⁴.

3.6.4. Cobertura financiera de planes de opciones

Uno de los usos principales de las acciones rescatables, en la actualidad, es la cobertura financiera de planes de opciones a favor de empleados y directivos. Las acciones rescatables se utilizan en compañías que dispongan de un plan de opciones sobre compra de acciones, como

¹¹⁷² Las Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo (SGECR) son sociedades anónimas responsables de administrar y gestionar los activos de las SCR así como los FCR. El organismo encargado de autorizar estas instituciones es la CNMV. Como requisito, deben incluir las denominaciones SCR, FCR o SGECR en su razón social.

¹¹⁷³ Los antecedentes legislativos del capital-riesgo en España datan de 1976, año en que se aprueba el Decreto-ley 18/1976, de 8 de octubre, de ordenación económica y medidas económicas, que fue el promotor de las sociedades de desarrollo industrial, como precedentes de las sociedades de capital-riesgo. El régimen jurídico del capital-riesgo actual tiene sus orígenes en los arts. 12 a 16 del Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, cuyas disposiciones fueron posteriormente modificadas en diversas ocasiones. Este régimen fue profundamente modificado por la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

¹¹⁷⁴ Las acciones rescatables son calificadas por la doctrina como "una vía societaria capaz de salvar las dificultades que entraña el recurso al art. 47 del TRLSA y apta para facilitar las operaciones de desinversión". Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 61.

forma de remuneración a sus directivos y trabajadores, actuando la emisión de acciones rescatables como cobertura¹¹⁷⁵.

Las sociedades que tengan la intención de poner en marcha un plan de opciones como mecanismo adicional de retribución para sus empleados o los de sociedades de su grupo, podrán financiarlo a través de una ampliación de capital de acciones rescatables. Así se ha utilizado en las emisiones realizadas por Agbar¹¹⁷⁶, Indra¹¹⁷⁷, Prisa¹¹⁷⁸ y Sogecable¹¹⁷⁹.

¹¹⁷⁵ Ante la masiva utilización de esta finalidad por parte de las empresas, la doctrina la ha desarrollado ampliamente. Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 72-75. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: "Las acciones rescatables como instrumento de financiación de planes de opciones sobre acciones", *Actualidad jurídica*, nº 27, enero 2009, p. 165-170.

¹¹⁷⁶ La Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. (AGBAR), domiciliada en Barcelona, tiene sus acciones admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Barcelona, Madrid y Bilbao, así como en el Sistema de Interconexión Bursátil Español. La junta general de accionistas de AGBAR, celebrada el 25 de mayo de 2001, aprobó la emisión de acciones rescatables, de un euro de valor nominal, totalmente suscritas y desembolsadas, representadas mediante anotaciones en cuenta y pertenecientes todas ellas a una misma Clase B, en contraposición a las acciones ordinarias, que pasaron a constituir la Clase A. El número de acciones rescatables a emitir asciende a dos millones doscientas sesenta mil acciones. Las nuevas acciones rescatables se emiten al tipo de 13,30 euros, de los que 1 euro corresponde a valor nominal y 12,30 euros a prima de emisión.

Las acciones se emiten con la única finalidad de servir de cobertura financiera al "Plan de Opciones Mayo 2001", aprobado en la propia junta general de accionistas de 25 de mayo de 2001. A dicho respecto, y siendo los empleados de las sociedades españolas del Grupo AGBAR en plantilla a 25 de mayo de 2001 los destinatarios finales de dichas acciones, dicha Junta acordó la supresión total del derecho de suscripción preferente de los accionistas al amparo de lo establecido en el art. 159 del TRLSA, siendo los valores emitidos suscritos inicialmente por *Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona* ("*la Caixa*"), quien irá transmitiendo al emisor las acciones correspondientes a medida que los beneficiarios del Plan vayan ejercitando sus opciones.

La emisión permanecerá en poder de "*la Caixa*" hasta que los beneficiarios del Plan de Opciones Mayo 2001 ejerzan sus opciones. En ese momento, las acciones se entregarán a los beneficiarios que hayan ejercido sus opciones.

El importe global del aumento de capital fue de treinta millones cincuenta y ocho mil euros, de los cuales dos millones doscientos sesenta mil euros corresponden propiamente a capital social y los restantes veintisiete millones setecientos noventa y ocho mil euros a prima de emisión.

El tipo de emisión de las acciones (13,30 euros) se corresponde con el tipo medio de cotización de las acciones de la sociedad durante las 20 sesiones bursátiles comprendidas entre el 4 de julio al 31 de julio de 2000, aplicando un descuento del 5%. Dicho tipo de emisión es inferior al valor de cotización de las acciones ordinarias existentes en el momento de la emisión.

Todas las acciones rescatables confieren a sus titulares plenos derechos políticos y económicos. Salvo en los supuestos de exclusión total o parcial recogidos en el TRLSA, gozan del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, así como en la emisión de obligaciones convertibles en acciones. Confieren igualmente a sus titulares el derecho de asignación gratuita en aumentos de capital con cargo a reservas. Del mismo modo, tendrán derecho a asistir y votar en las Juntas Generales de Accionistas de AGBAR y a impugnar los acuerdos sociales en las mismas condiciones que los restantes accionistas, de acuerdo con lo previsto en sus estatutos sociales. Conferirán el derecho de información en los mismos términos que el resto de las acciones que representan el capital social de AGBAR.

El derecho de rescate corresponde, exclusivamente, al titular de las acciones rescatables emitidas, quien pudo ejercerlo (siempre sobre un número entero de acciones) hasta el 30 de junio de 2006, si bien las solicitudes de rescate deberán realizarse durante los meses de febrero de los años 2002, 2003, 2004, 2005 y 2006, así como durante el mes de junio de 2006.

La sociedad tiene un derecho de opción de compra de todas las acciones objeto de la emisión que serán suscritas por "*la Caixa*", inclusive respecto a aquellas que pudieran resultar sobrantes, bien por no acontecer ejercicio de la opción por parte de los beneficiarios, bien por pérdida del derecho (como por ejemplo consecuencia de bajas en la plantilla) la sociedad ejercerá el derecho de opción de compra (si las condiciones de mercado existentes en el momento no la hacen gravosa para la sociedad) para proceder a la amortización de dichas acciones y a la consiguiente reducción de capital. Si las condiciones de mercado no hicieran razonable el ejercicio de la opción por la sociedad al finalizar el plazo de la opción, "*la Caixa*" podrá ejercer su derecho de rescate.

El precio de rescate de las acciones respecto de las cuales se hubiera ejercido tal derecho será igual al tipo de emisión de las mismas (13,30 euros por acción). Realizadas las solicitudes de rescate, y rescatadas las acciones, la sociedad procederá a la amortización de las mismas, reduciendo su capital social en la cuantía correspondiente.

Sin perjuicio de lo anterior, la "*Caixa*" solicitará la conversión de sus acciones en acciones ordinarias integrantes de la Clase A, previo requerimiento de la empresa emisora realizado mediante el ejercicio de la opción de compra a medida que las necesidades del Plan de Opciones Mayo 2001 así lo exijan.

La operación resultó más compleja en cuanto fue necesario que AGBAR suscribiera simultáneamente un acuerdo instrumental con la "*Caixa*", por virtud del cual la entidad de crédito inicialmente suscribiría y desembolsaría las nuevas acciones rescatables hasta que los beneficiarios del Plan de Opciones Mayo 2001 ejercieran sus opciones, en cuyo momento se procedería a entregar acciones ordinarias a los beneficiarios que hubieran ejercitado sus

opciones de compra, previa conversión en ordinarias de las rescatables recompradas por AGBAR al suscriptor. De esta manera, la "Caixa" se obligó a mantener en su cartera las acciones rescatables objeto de la emisión hasta que las opciones fueran ejercitadas por sus titulares y, por consiguiente, a no transmitir las, ni darlas en usufructo, cederlas en préstamo o constituir sobre ellas ningún tipo de gravamen. Dada la finalidad con que se realiza la suscripción, la "Caixa" se compromete a no ejercer los derechos políticos correspondientes a las acciones rescatables, absteniéndose de asistir a la junta general de accionistas. Asimismo, la "Caixa" cederá los derechos económicos a AGBAR.

La "Caixa" concede a AGBAR una opción de compra sobre las acciones rescatables suscritas para posibilitar el cumplimiento por el emisor de los compromisos asumidos frente a los beneficiarios en el marco del Plan de Opciones Mayo 2001. Dicha opción de compra podía ser ejercitada por AGBAR, en una o varias veces, a medida que los beneficiarios ejercitaran, en su caso, las opciones concedidas. A tal fin, la "Caixa", una vez recibida la oportuna comunicación de ejercicio de la opción de compra por AGBAR, se comprometía a solicitar a ésta (como alternativa al rescate expresamente contemplada en el acuerdo de emisión) la conversión de acciones rescatables en acciones ordinarias, para su posterior transmisión por AGBAR a los beneficiarios correspondientes (o, en su caso, para su venta en el mercado en el supuesto de que el beneficiario optara por la liquidación por diferencias). Acto seguido, la sociedad emisora procedería a adoptar los acuerdos necesarios y a llevar a cabo las actuaciones precisas para convertir en acciones ordinarias las acciones rescatables respecto de las que se hubiese solicitado la conversión.

El seis de julio de dos mil cuatro, la compañía AGBAR acordó la reducción de capital social en 300.000 euros, mediante la amortización de 300.000 acciones rescatables de clase B, adquiridas por la Sociedad como sobrantes para la cobertura del Plan de Opciones Mayo 2001. El capital social de la Sociedad quedó fijado en 145.566.147 euros. Está integrado por 144.066.279 acciones ordinarias, de un euro de valor nominal cada una, que integran la clase A, y 1.499.868 acciones rescatables, de un euro de valor nominal cada una, que integran la clase B. *Vid. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV): Reducción de capital de Agbar, Hechos Relevantes, CNMV, Madrid, 2010.* Tras el acuerdo de la Junta General de Accionista, AGBAR reduce su capital social en 300.000 euros. Tras las variaciones de capital social realizadas en el año 2004 y 2005, el total de acciones suscritas a uno de febrero de 2006 es de 145.572.817, de las cuales 145.539.940 acciones son de la Clase A y 1.488.539 de la Clase B.

Las acciones rescatables emitidas por AGBAR tienen como finalidad servir de cobertura de planes de opciones, ya que utiliza las acciones rescatables como mecanismo de cobertura financiera de los planes de opciones del emisor. La rescatabilidad funciona como garantía del contrato de suscripción de acciones entre Agbar y la "Caixa", y está llamada a desaparecer cuando se ejecute definitivamente el Plan, los empleados interesados ejerciten las opciones sobre las acciones (ordinarias), AGBAR recompre el remanente, ejercite la "Caixa" el derecho de rescate sobre aquéllas, o quede automáticamente convertidas en ordinarias las rescatables supervivientes en la fecha de finalización del Plan de Opciones Mayo 2001.

¹¹⁷⁷ Las acciones ordinarias que integran el capital social de Indra Sistemas están admitidas a negociación oficial en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia a través del sistema de interconexión bursátil (SIBE) y cotizan en el segmento especial de negociación denominado Nuevo Mercado.

La empresa "Indra Sistemas, SA" acordó, el 12 de junio de 2000, aumentar el capital con emisión de acciones rescatables a opción exclusiva del tenedor, de 0,20 euros de valor nominal cada una, agrupadas todas en una misma clase (la clase B), diferenciándose a estos efectos de las ordinarias ya emitidas y en circulación, que pasaron a conformar la clase A. La emisión fue acordada con exclusión del derecho de suscripción preferente para posibilitar que fuera suscrita y desembolsada íntegramente por la sucursal española de la entidad financiera "BNP-Paribas" (BNP), quien suscribió con el emisor un acuerdo instrumental a fin de proporcionar a Indra la cobertura financiera necesaria para afrontar las obligaciones frente a los empleados acogidos al "Plan de Opciones 2000", en el que la oferta de acciones a los beneficiarios del emisor recae sobre acciones ordinarias de la compañía y no directamente sobre las nuevas rescatables.

El importe global de la emisión de acciones rescatables fue de 49.407.000 euros. De dicho importe global, 860.000 euros corresponden a incremento del capital social y los restantes 48.547.000 euros a prima de emisión.

La ampliación de capital se realiza mediante la emisión de 4.300.000 acciones rescatables nuevas, lo que supone el 2,90 % del capital de Indra Sistemas antes de la emisión. Las acciones rescatables se emitieron a 11,49 euros cada una, de los que 0,20 euros constituyen su valor nominal y 11,29 euros la prima de emisión.

Todas las acciones rescatables gozan de plenos derechos políticos y económicos. Las acciones rescatables confieren a sus titulares el derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación en las mismas condiciones que las restantes en circulación y, al igual que ellas, no dan derecho a percibir un dividendo mínimo. Las acciones rescatables de Indra Sistemas confieren a sus titulares el derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones, ordinarias o privilegiadas, así como en la emisión de obligaciones convertibles en acciones. Igualmente, confieren a sus titulares el derecho de asignación gratuita para el supuesto de realización de ampliaciones de capital con cargo a reservas. Los titulares de las acciones rescatables tendrán el derecho a asistir y votar en las Juntas Generales de Accionistas y a impugnar los acuerdos sociales en las mismas condiciones que las demás acciones ordinarias que componen el capital social de Indra Sistemas. Las acciones rescatables también confieren a sus titulares el derecho de información.

El derecho de rescate solamente corresponde a los tenedores de las acciones, quienes podrán ejercerlo mediante notificación a BNP (Banco Agente) a contar desde cada uno de los cuatro primeros aniversarios (fechas de rescate), de la fecha en que se otorgue la escritura de ampliación de capital. El ejercicio del derecho deberá efectuarse por un número entero de acciones. El rescate de las acciones tendrá lugar mediante amortización de las mismas.

El precio de rescate de las acciones respecto de las que se hubiera ejercido tal derecho será igual al tipo de emisión de las acciones, es decir, 11,49 euros por acción. Este precio quedó determinado, de conformidad al acuerdo

adoptado por la junta general de accionistas celebrada el 12 de junio de 2000, como la media aritmética de los precios medios de la acción de INDRA durante las sesiones de Bolsa que tuvieron lugar durante los 30 días naturales siguientes a la fecha de celebración de dicha Junta, con una reducción del 5% sobre dicha media aritmética.

Finalizado el último plazo de rescate (correspondiente al cuarto aniversario desde la fecha de emisión), las acciones de las que no se hubiera ejercido el derecho de rescate pasarán a ser acciones ordinarias, con la consiguiente desaparición de la clase B de acciones.

Con una antelación, no inferior a 15 días al inicio de cada uno de los plazos de rescate, la sociedad hace público mediante anuncios en el BORME, en los boletines de cotización de todas las Bolsas españolas y en tres periódicos de Madrid, la fecha de comienzo y la de finalización del plazo de rescate, el precio de rescate y el banco agente al que deberá comunicarse el ejercicio del derecho.

En el plazo máximo de 60 días a contar desde que hubiera expirado el plazo de rescate de que se trate, la sociedad adopta los acuerdos precisos para llevar a cabo la amortización de las acciones y el pago del precio de rescate a los tenedores, que hubieran ejercido el derecho de rescate.

El aumento de capital de acciones rescatables tiene como finalidad exclusiva servir de cobertura financiera al Plan de Opciones 2000 de Indra Sistemas, dirigido con carácter general al conjunto de empleados y profesionales el Grupo Indra Sistemas que no fueron beneficiarios del Plan de Opciones 1999.

El número de opciones que conforma el Plan de Opciones 2000 asciende a 3.922.932 opciones, correspondientes a 3.922.932 acciones ordinarias de 0,20 euros de valor nominal cada una. Las opciones se han asignado individualmente, considerando varios niveles dentro de cada grupo profesional (directores, gerentes, expertos y resto de personal) en función de sus actitudes y potencial.

Las relaciones entre "Indra" y "BNP" se formalizan en un contrato de suscripción que regula los derechos y obligaciones de las partes, y particularmente la titularidad por parte de "BNP" de las acciones rescatables del Plan de Opciones 2000. La "BNP" se compromete a no ejercer los derechos políticos correspondientes a las acciones rescatables, absteniéndose de asistir a las juntas generales, cediendo los económicos a Indra. Indra se obliga a depositar el importe íntegro satisfecho por "BNP" en la suscripción de la emisión en una cuenta abierta en dicha entidad, en garantía del pago del precio de rescate de las acciones para el supuesto en que el derecho se ejerza.

Las acciones rescatables permanecen en poder de la entidad financiera suscriptora hasta que los empleados beneficiarios del Plan de Opciones 2000 ejerzan las opciones. En ese momento, la entidad suscriptora renunciará al derecho de rescate de las acciones para que el emisor pueda convertirlas en acciones ordinarias y entregarlas posteriormente a los empleados que se acojan a la oferta de acciones ordinarias. A tal fin, "BNP" se obligó a mantener en su cartera las acciones rescatables objeto de la emisión hasta que las opciones fueran ejercidas por los empleados y, por consiguiente, asumía el compromiso de no transmitir las acciones, darlas en usufructo, cederlas en préstamo, ni constituir ningún tipo de gravamen sobre ellas. Finalizada la vigencia del Plan de Opciones 2000, las acciones en las que no se hubiera ejercido el derecho de rescate pasarían a ser acciones ordinarias, con la consiguiente desaparición de la clase B. La rescatabilidad de los valores de nueva emisión funciona como garantía de las relaciones emisor/suscriptor, e igualmente está llamada a desaparecer con el Plan de Opciones 2000.

La materialización práctica de este mecanismo se sustancia en la renuncia de "BNP" al derecho de rescate de las acciones rescatables siguiendo instrucciones de "Indra", en función del número de opciones ejercidas por los empleados de la compañía en cada una de las fechas de ejercicio contempladas en el Plan de Opciones 2000. A tal fin, "Indra" comunicará a "BNP" el número de acciones rescatables respecto de las que deberá renunciar al derecho de rescate, procediéndose a continuación por Indra a adoptar los acuerdos necesarios y a llevar a cabo las actuaciones precisas para convertir en acciones ordinarias las acciones rescatables respecto de las que se hubiese renunciado al derecho de rescate. Asimismo, "Indra" procederá al otorgamiento de la correspondiente escritura pública de modificación del capital social, con la consiguiente modificación del art. 5º de los estatutos sociales, inscripción en el Registro Mercantil y publicación en el BORME, así como a la realización de cuantos trámites sean necesarios ante la Sociedad Rectora de Bolsas y la CNMV para la admisión a negociación de las acciones que pasen a convertirse en acciones ordinarias de la clase A. Una vez la BNP sea titular de las acciones ordinarias convertidas, transmitirá, por cuenta de Indra, dichas acciones a los beneficiarios del Plan de Opciones 2000 que hubiesen ejercitado sus opciones.

Por todo lo anterior, es posible afirmar que la emisión de Indra tiene como finalidad la utilización de las acciones rescatables como mecanismo de cobertura financiera de los planes de opciones del emisor.

Posteriormente, el 26 de noviembre de 2002, Indra emitió 1,5 millones de acciones rescatables, dentro del plan aprobado por las accionistas de la compañía en junio.

En la Junta General de Accionistas ordinaria del ejercicio 2007 se acordó la reducción del capital social mediante amortización de las 80.910 acciones rescatables de la clase C y las 42.648 acciones rescatables de la clase D, por ejercicio del derecho de rescate por su titular en los términos estatutariamente previstos.

¹¹⁷⁸ En abril 2007, PRISA modificó su capital social con la emisión de 1.543.000 acciones rescatables, de valor nominal 0,1 euros. En marzo de 2008, todas las acciones rescatables estaban amortizadas. La finalidad de esta emisión era dar cobertura a su plan de opciones sobre acciones del año 2004. *Vid. PRISA: Informe Anual 2009*, Prisa, Madrid, 2010.

¹¹⁷⁹ La emisión de Sogecable tiene una motivación muy específica: servir de cobertura financiera a un plan financiero de empleados. El Consejo de Administración de SOGECABLE, celebrado en el 22 de febrero de 2005, adoptó el siguiente acuerdo: "Ampliación de capital, en la cuantía de 3.141.188 euros, mediante la emisión de 1.570.594 acciones rescatables, de la clase B y de las series B2005, B2006, B2007 y B2008, de 2 euros de valor nominal y 0,50 euros de prima de emisión cada una; exclusión total del derecho de suscripción preferente, en razón de destinarse las nuevas acciones a la cobertura de opciones sobre acciones aprobadas por las Juntas Generales de

El esquema que siguen las sociedades que optan por esta posibilidad consiste en colocar entre el emisor y los destinatarios finales del plan de opciones sobre acciones, una entidad financiera interpuesta que suscriba la totalidad de los valores, a la vez que administra y gestiona la integración diferida en el tiempo de los que ejercitan las *stock options*. La rescatabilidad de las acciones funciona en todos los casos como garantía de las relaciones entre la entidad emisora y la suscriptora, configurándose su desaparición cuando se ejecute definitivamente el plan de opciones sobre acciones a través del ejercicio de las opciones por los beneficiarios. A su vez, en aquellos casos en los que la cobertura del plan de opciones sobre acciones por medio de acciones rescatables deje de ser necesaria o existan acciones tras la finalización del plan de opciones sobre acciones, la previsión del rescate se configura como una posibilidad ejercitable por la entidad suscriptora de las acciones, que "le permite a ésta recuperar la inversión realizada a través de la percepción del contravalor del rescate"¹¹⁸⁰.

La entidad financiera, tenedora de las acciones, tiene concedido, en exclusiva, el derecho de ejercer el rescate. En el supuesto que los empleados beneficiarios del plan de opciones ejerzan las mismas, la entidad financiera suscriptora se compromete a no ejercitar el rescate de las acciones que les correspondiesen y, por el contrario, a instar de la entidad emisora la conversión de las acciones rescatables en acciones ordinarias, para su posterior entrega a los beneficiarios del plan que hubiesen ejercitado sus opciones. Una vez que la entidad financiera sea titular de las acciones ordinarias convertidas, transmitirá por cuenta de la sociedad emisora dichas acciones al personal de la sociedad beneficiaria del plan de opciones que hubiese ejercitado las mismas. Éstas se liquidarán mediante la entrega de las acciones a los trabajadores, contra el pago por éstos del precio de ejercicio de las opciones, las cuales se conceden a los beneficiarios con carácter gratuito y sin que su aceptación suponga coste o desembolso alguno. Por el contrario, en el caso en el que durante la vida del plan de opciones, la cobertura del mismo a través de las acciones rescatables dejase de ser total o parcialmente necesaria, la entidad suscriptora de la emisión procederá a ejercer el rescate sobre las acciones de las que sea titular y que supongan un exceso de cobertura, por el precio de rescate acordado en la emisión. De este modo, la entidad financiera interpuesta podrá recobrar el desembolso que realizó para efectuar la suscripción de las acciones. Las acciones rescatadas serán, entonces, amortizadas previo pago del precio de rescate acordado en la emisión. Alternativamente, al vencimiento del plan de opciones, las acciones rescatables pueden ser convertidas en acciones ordinarias, "si esto resulta más conveniente a los intereses de la sociedad"¹¹⁸¹.

3.6.5. Táctica defensiva frente a las OPAS

Aunque en España ninguna compañía la haya utilizado, la rescatabilidad podría utilizarse como "táctica defensiva frente a las OPAS"¹¹⁸². La oferta pública de adquisición de acciones (OPA) tiene lugar obligatoriamente cuando un accionista (*bidder*) desea poseer más del 25% de las acciones de una empresa (*targer*) que cotiza en un mercado de valores. La OPA se presenta ante la CNMV, especificando el número máximo y mínimo de acciones que se desea alcanzar y el precio que se ofrece pagar por ellas. Si el equipo directivo de la empresa está a favor de la OPA, y recomienda a los accionistas que vendan sus acciones al oferente, se llama amistosa; si no está a favor, recibe la denominación de hostil.

Accionistas de 16 de mayo de 2000 y 13 de mayo de 2003; previsión de suscripción incompleta; fijación de las condiciones de rescate; delegación de facultades a favor del Consejo de Administración para la ejecución de la ampliación, incluyendo para la modificación del art. 5 de los estatutos sociales". Vid. SOGECABLE: *Junta General de Sogecable S.A. celebrada el 27 de abril de 2005*, Sogecable, Madrid, 2005.

¹¹⁸⁰ Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: "Las acciones rescatables, *op. cit.*, 2009, p. 43.

¹¹⁸¹ *Ibidem*, pp. 43-44.

¹¹⁸² Vid. CALVOSA, L.: *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, p. 21. ESTEVAN DE QUESADA, C.: *Tomas de control y medidas defensivas. La compra de acciones propias como defensa*, Pamplona, 2002, p. 138. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno ...", *op. cit.*, 2002, p. 921. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2004, pp. 62-64. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, pp. 158-165.

La rescatabilidad puede funcionar como mecanismo adecuado para fortalecer la posición del grupo de control ante la formulación de OPAS hostiles de dos formas: (i) porque la amortización de acciones subsiguiente del rescate modifica a favor de aquel grupo las proporciones de participación en el capital, incrementando su peso relativo en el accionariado o, (ii) porque la amortización permite retirar del mercado acciones, que en otro caso, podrían ser adquiridas por el oferente hostil¹¹⁸³.

Para que funcione la protección es necesario definir una determinada *poison pill*¹¹⁸⁴, que disuada al *bidder* de la toma de control prevista, por el costo excesivo que entrañaría. Por ejemplo: (i) emisión de acciones rescatables con previsión de amortización automática y prima de rescate ventajosa en caso de amenaza de OPA o sustitución efectiva en el control corporativo a consecuencia de su éxito; (ii) emisión de rescatables con cláusula de conversión automática en ordinarias en los mismos casos o; (iii) contemporánea o inmediata ejecución de un aumento de capital con emisión de rescatables, que no sólo diluyera el porcentaje de participación que pretenda o haya tomado el *bidder*, sino que aumentará también el coste de su adquisición¹¹⁸⁵.

Esta finalidad ha sido utilizada en Estados Unidos. En este país las rescatables han estado relacionadas con *Mergers and Acquisition* (fusiones y adquisiciones por medio de OPAs) de dos formas. En primer lugar, es usual que "el factor desencadenante del rescate sea la preparación de una OPA hostil"¹¹⁸⁶. En segundo lugar, la conversión de la rescatable en ordinaria puede usarse como *poison pill*, de tal forma que su rescate disminuyera también los recursos que el adquirente hostil va a encontrar en la sociedad y "puede hacer antieconómico el precio pagado por ella"¹¹⁸⁷.

¹¹⁸³ "El rescate podría entonces funcionar como medida defensiva que frenara o anulara completamente el ataque del bidder frente a la sociedad target". Vid. GARRIDO GARCÍA, J. M.: "Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 42, 355-348, 1991, p. 367. Esto es ampliado por GARCÍA-CRUCES, "el carácter rescatable de las acciones puede ser utilizado como una idónea medida anti-OPA. Así bastaría con que el rescate -y, en su caso, el devengo de la redemption premium o prima- se sujetaran a la condición de la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones de carácter hostil o, si se prefiriera disimular tal condición, a la voluntad del tenedor de las propias acciones rescatables". Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno ...", *op. cit.*, 2002, p. 921.

¹¹⁸⁴ La técnica conocida como *poison pill* ha estado muy relacionada en la práctica estadounidense con las *blank shares*. El procedimiento habitual es que los *articles of incorporation* establecen la creación de una *class of shares* sin fijar paralelamente ninguna estipulación sustantiva respecto a las mismas, o estableciendo sólo algunas disposiciones muy generales. Estos *articles* autorizan al *board of directors* a la creación de varias series integrantes de aquella clase no definida, estableciendo ya su contenido jurídico particularizado, las cuales podrán ser puestas en el mercado en fechas diversas, dependiendo de las necesidades del mismo. Estas *blank shares*, denominadas así por no estar previstas en los *articles of incorporation*, resultan muy interesantes, al permitir establecer al *board of directors* sus términos teniendo en cuenta las necesidades económicas de cada momento en concreto, "evitando los engorrosos procedimientos de modificación de los *articles*". Vid. VARGAS VARGAS, M.: *La sociedad anónima en el derecho angloamericano*, Santiago de Chile, 1964, p. 160. CARY, WILLIAM L.; EISENBERG, MELVIN A.: *Cases and Materials on Corporations*, 7ª ed., Westbury, New York, 1995, p. 1988. "La técnica *poison pill* consiste en la creación por el *board of directors*, sobre la base de la autorización establecida en los *articles of incorporation*, de una o más series de acciones privilegiadas cuya operatividad depende de hechos externos, tales como la adquisición de un elevado porcentaje de las acciones con voto de la corporation por parte de un tercero agresor". Vid. HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St Paul, Minnesota, 1996, pp. 209 y 210. Ante tal evento, "la *poison pill* es puesta en marcha, con lo que un montante importante de nuevas acciones van a parar a los accionistas antiguos, y no al agresor, para hacer así inoperativa la OPA". Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones...*, *op. cit.*, 2008, p. 315 y 316.

¹¹⁸⁵ Sería suficiente la mera recompra de todas las rescatables emitidas con objeto no sólo de modificar la composición del accionariado (hasta una cuarta parte del capital social) y la correlación de fuerzas en la Junta General, sino de reducir el volumen de acciones flotantes en el mercado y restringir las posibilidades de que el oferente se haga con un alto porcentaje de participación corporativa, sobre todo si el grupo que ostenta la titularidad de aquéllas se encuentra tan escasamente fidelizado al núcleo estable de accionistas que sus acciones serían presa fácil en el plan de toma de control (*weak hands* o pequeños ahorradores).

¹¹⁸⁶ Vid. HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation*, *op. cit.*, 1996, p. 521.

¹¹⁸⁷ Vid. CARY, W. L.; EISENBERG, M. A.: *Corporations. Cases and materials*, The Foundation Press Inc., Westbury, New York, 1988, p. 521.

3.6.6. Control por parte de las mayorías accionariales

La rescatabilidad tiene utilidad en las operaciones de exclusión de la minoría accionarial, conocidas como *minority freezeouts*¹¹⁸⁸. En concreto, a la atribución a los administradores o a la mayoría del capital social de un poder corporativo de control del accionariado permitiría la eliminación de la minoría accionarial o la reducción, a una medida insignificante, de su capacidad de influencia corporativa. Los *freezeouts*, *squeezeouts* o *takeouts*¹¹⁸⁹ son las herramientas utilizadas en reestructuraciones corporativas, por vías fundamentalmente de fusión y escisión, que (i) unas veces consiguen la eliminación de la minoría y (ii) otras domesticar al grupo disidente.

En los primeros casos, que son los que interesan a esta investigación, los *freezeouts* sirven a las reestructuraciones de capital con reducción de la base accionarial por eliminación inconsentida de la minoría. Esta eliminación permitiría al adquirente del paquete de control apropiarse de una parte sustancial de las ganancias derivadas de la adquisición misma, pero además, posibilitaría eliminar los problemas ligados a los conflictos de intereses entre sociedad controlada y sociedad de control, los costes de agencia cuando la reducción de la base accionarial va acompañada de la exclusión de la cotización de las acciones de la minoría, y en general, los costes atribuibles a la propiedad difusa de la empresa.

Las acciones rescatables se han utilizado como una medida eficaz en el control corporativo en Estados Unidos¹¹⁹⁰ y Holanda¹¹⁹¹, aunque todavía en España no se ha realizado ninguna emisión con esta finalidad¹¹⁹².

3.6.7. Reestructuración financiera

Dentro de este apartado, se incluye el conjunto de posibles finalidades por las que pueden ser utilizadas las emisiones de acciones rescatables para la reestructuración financiera de su capital. La legislación contable española refleja la posibilidad de emitir "pasivos financieros entregados a cambio de los elementos patrimoniales adquiridos" (entre ellos acciones rescatables) para llevar a cabo una combinación de negocios (PGC 2007, p. 81024).

La reestructuración financiera del capital puede utilizarse para sanear una compañía o para reorganizar su capital permanente por razones estratégicas. Las estrategias financieras pueden tener dos orientaciones divergentes: la conversión de capitales propios en capitales ajenos para aprovechar el efecto apalancamiento o la transformación de los acreedores en accionistas.

Las acciones rescatables pueden utilizarse como mecanismo para instrumentar una participación financiera temporal del socio que se asocia en el capital de una *joint venture* o como solución alternativa a los préstamos participativos en los procesos de reorganización y saneamiento financiero (los acreedores devienen socios por un tiempo, el necesario para implementar el plan de saneamiento, etc.).

El efecto palanca o apalancamiento (*l'effet de levier*) explica cómo, en períodos de inflación, la rentabilidad de las compañías podría mejorar (o al menos no empeorar) si las

¹¹⁸⁸ "La rescatabilidad podría presentar utilidad en las operaciones de exclusión (o de mero sometimiento) de la minoría accionarial, conocidas como *minority freezeouts*". Vid. PAZ ARES, C.: "Aproximación al estudio de los *squeeze-outs* en el derecho español", *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, núm. 3, págs. 49-67, 2002, p. 54.

¹¹⁸⁹ La operación de *squeezeouts* es una institución típicamente estadounidense, que significa una claudicación del Derecho de sociedades por acciones al Derecho del mercado de capitales, al suponer la posibilidad de que parte de los socios puedan ser excluidos de la entidad por acciones sin causa justificada, aunque sea enmarcado dentro de un procedimiento estrictamente regulado.

¹¹⁹⁰ Esta función es resuelta por las denominadas acciones rescatables utilizadas para casos de fusión (*Redeemable-preferred Mergers*). Vid. PAZ ARES, C.: "Aproximación al estudio ...", *op. cit.*, 2002, p. 54.

¹¹⁹¹ Vid. SCHUIT, S. R.: *Corporate Law and Practice of the Netherlands*, The Hague, 1998, p. 47.

¹¹⁹² La doctrina española ha atisbado esta finalidad y por eso la desarrolla con detalle en sus monografías. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, 2004, pp. 64-68.

inversiones "se financian recurriendo a capitales ajenos más que a capitales propios, y viceversa"¹¹⁹³. Al servicio de esta transición entre períodos inflacionarios y no inflacionarios, entre tasas de interés altas y bajas, podrían situarse aquellas fórmulas de capitalización reversible, configuradas *ad tempus* o con carácter no permanente¹¹⁹⁴.

Aunque sí tenemos ejemplos de dos compañías españolas que han realizado emisiones con motivaciones de saneamiento y reorganización financiera, no existen emisiones relacionadas con los casos específicos de *joint venture* ni de préstamos participativos. Dentro de la reorganización financiera, una sociedad transformó los acreedores en accionistas, mientras que no han aparecido ejemplos en sentido contrario (la conversión de capitales propios en capitales ajenos para aprovechar el efecto apalancamiento).

Tras la entrada en vigor de la LRLMV, Campofrío¹¹⁹⁵ realizó una emisión de rescatables como mecanismo de reorganización financiera. Con la emisión, Campofrío Alimentación trataba

¹¹⁹³ Vid. COZIAN, M; VIANDER, A.: *Droit des sociétés*, Francis Lefebvre Levallois, 1992, p. 109.

¹¹⁹⁴ Según SÁNCHEZ ANDRÉS lo pretendido por el legislador español al introducir los rescatables no ha sido otra cosa que "permitir a la sociedad refinanciarse a menor coste cuando descienden los tipos de interés, sin los inconvenientes de recurrir a sucesivas emisiones de deuda, mediante procesos permanentes de ida y vuelta". Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: Sociedad anónima modelo 1988 ..., *op. cit.*, 1999, p. 49.

¹¹⁹⁵ La Junta General de "Campofrío Alimentación, SA" ("Campofrío") celebrada el 30 de junio de 2000, acordó la ampliación del capital de la sociedad mediante la emisión y puesta en circulación de un total de 6.253.247 acciones rescatables, de un euro de valor cada una de ellas, y cuyo contravalor consistió en la aportación no dineraria de las acciones representativas del 50,42% del capital social de "Grupo Navidul SA" ("Navidul"). La emisión se llevó a cabo en ejecución de un protocolo de Integración, suscrito entre Campofrío y los accionistas de "Navidul" (las sociedades "Inmo-3, SA" y "HST Holding B. V."), en cuya virtud las partes acordaron la integración de los negocios y actividades de ambas sociedades, conviniendo que la misma se llevará a cabo (i) mediante la transmisión a "Campofrío", por título de compraventa, de las acciones representativas del 49,58% del capital social de "Navidul", y (ii) mediante la aportación a "Campofrío", en concepto de aportación no dineraria y como contravalor del aumento de capital del que provienen los rescatables, de las acciones de "Navidul" representativas del restante 50,42% del capital social de esta última.

El derecho de rescate se vinculó a la evolución de la cotización de las acciones ordinarias de "Campofrío", previéndose su ejercicio en el supuesto de que la cotización de dichas acciones por referencia al 31 de diciembre de 2001 fuera inferior al "precio base" fijado en 15,05 euros por acción. El "precio de referencia" utilizado es la media ponderada de cotización correspondiente a las treinta sesiones bursátiles anteriores a 31 de diciembre de 2001, o al 30 de junio de 2002 en los supuestos de interrupción de mercado previstos en las condiciones de emisión. El precio base a efectos del derecho de rescate se fija en 15,05 euros por acción (en 15,48 euros por acción en caso de interrupción de mercado, menos los dividendos percibidos hasta la fecha de rescate).

El derecho de rescate atribuía a los accionistas rescatables, nuevos socios de "Campofrío", la posibilidad de percibir en metálico la diferencia que resultara entre la cotización de las acciones de "Campofrío" y el precio base. Los nuevos accionistas, aportantes de acciones de "Navidul", se comprometían a inmovilizar y no disponer de las nuevas acciones rescatables de Campofrío en tanto éstas mantuvieran el derecho de rescate, al que se añade el de no ejercitar el referido derecho de rescate más que por uno de los dos procedimientos alternativos previstos en las condiciones de emisión. El derecho de rescate sólo corresponde a los tenedores de las acciones, que podrían ejercerlo mediante notificación a la sociedad en el "plazo de rescate", siempre que el "precio de referencia" en la "fecha de referencia" fuera inferior al "precio base", que se establece en la cantidad que resulte de minorar del importe de 15,05% por acción los dividendos percibido hasta la "fecha de referencia". En el supuesto de que el "precio de referencia" resulte ser igual o superior al "precio base", el derecho de rescate se extinguirá de pleno derecho. En este caso, las acciones objeto de la emisión se transformarían en acciones ordinarias, con los mismos derechos y obligaciones que las restantes acciones en circulación. Lo mismo sería de aplicación respecto a las acciones que no ejercitaran tal derecho dentro del "plazo de rescate".

Según el "Folleto de emisión", el rescate de las acciones tendría lugar únicamente a opción de los tenedores. El rescate se realizará por alguno de los dos procedimientos: (i) contra entrega de una cantidad en metálico por acción por importe igual al "precio de referencia"; (ii) contra (a) una nueva emisión de acciones ordinarias de un euro de valor nominal cada una, cuyo precio de emisión sea igual al "precio de referencia", que serían entregadas por la sociedad a los tenedores de las acciones rescatadas a razón de una nueva acción emitida por cada acción rescatada; más (b) una cantidad en metálico equivalente a la diferencia entre el "precio base" menos el "precio de referencia" correspondiente a cada acción rescatada, sin que en ningún caso dicha cantidad pudiera superar los 4,50 euros por acción (cuando la "fecha de referencia" sea el 31 de diciembre de 2001) o los 4,48 euros por acción (cuando la "fecha de referencia" sea el 30 de junio de 2002).

El 31 de enero de 2002 el Consejo de Administración de Campofrío convocó la junta general de accionistas para aprobar la ejecución del derecho de rescate y la consecuente amortización de la totalidad de las acciones rescatables. El ejercicio de rescate se llevó a efecto mediante su canje por 6.235.247 acciones ordinarias de nueva emisión y mediante el pago a los accionistas rescatables de la cantidad de 3,04 euros por acción rescatada.

de financiar la compleja operación de adquisición de las acciones del Grupo Navidul, en posesión de los accionistas de esta última sociedad. A tal fin se entregaron a los accionistas del Grupo Navidul, y en pago parcial de las acciones transferidas a Campofrío, acciones de nueva emisión de la adquirente con la naturaleza de rescatables. La rescatabilidad buscaba garantizar a los accionistas de Navidul un incremento patrimonial mínimo de la compañía adquirente y de la inversión en ella tras la adquisición. El contenido del derecho de rescate consistía en la atribución a los titulares de las acciones rescatables y viejos accionistas de la compañía comprada, Grupo Navidul, de la posibilidad de percibir en metálico la diferencia entre el precio de cotización en bolsa de las acciones de Campofrío en determinada fecha y la cantidad de 15,05 euros por acción que se establecía como precio base de rescate. La finalidad del mecanismo de rescate a opción exclusiva de los tenedores es que representara una garantía de los nuevos socios de "Campofrío" frente a una posible caída de la cotización bursátil de las acciones ordinarias por debajo de un precio base asignado a la acción rescatable en el momento de su emisión, y que era el resultado de la valoración de las acciones de "Campofrío" tras la integración de negocios y actividades con "Navidul". La compleja operación realizada en Campofrío pudo haberse llevado a cabo sin haber utilizado la figura de las acciones rescatables, en concreto por medio de la emisión de acciones ordinarias con un pacto de recompra.

Antes de la incorporación de las acciones rescatables a la legislación española en 1998, la finalidad de la emisión de Compañía General de Ferrocarriles fue atender a la reestructuración financiera de la compañía convirtiendo en accionistas a parte de los acreedores¹¹⁹⁶.

3.7. NATURALEZA DE LAS ACCIONES RESCATABLES

La doctrina contable y mercantil se debate sobre el modo de considerar jurídicamente las acciones rescatables, barajando tres posibilidades: considerarlos como *equity* (neto), como *debt* (pasivo exigible) o como una *additional balance sheet category* (una partida intermedia entre ambas)¹¹⁹⁷.

Las primeras dudas sobre la figura fueron sembradas por la legislación mercantil británica. La sección 15ª de *The Companies Act 1985* estableció que las acciones rescatables no son recursos de la misma calidad que el capital social de las acciones ordinarias (*common*

¹¹⁹⁶ La Compañía General de Ferrocarriles, S.A. (hoja número 12.859 del Registro Mercantil de Barcelona) que poseía en el pasivo del Balance emisiones de obligaciones hipotecarias realizadas en 1919, 1920, 1922 y 1924, alcanzó un acuerdo con sus acreedores (Decreto aprobatorio del Convenio de saneamiento financiero número 2968 de 15 de noviembre de 1962, publicado en el BOE el 24 de noviembre de 1962) para resolver su crisis financiera. El saneamiento consistía en involucrar a los obligacionistas en la marcha de la sociedad mediante su conversión en accionistas y mediante su representación en el Consejo de Administración. Para ello se procedió a la supresión de los privilegios de que gozaban las acciones ya existentes que se convirtieron en acciones ordinarias, y a una fortísima ampliación de capital (Expediente de revalorización y reversión de líneas resuelto por el Ministerio de Obras Públicas por Orden de 28 de septiembre de 1960).

En virtud de la ampliación, las nuevas acciones de la Compañía General de Ferrocarriles, S.A. se entregaron a los antiguos obligacionistas en la relación siguiente: por cada dos obligaciones poseídas se entregaron dos nuevas acciones preferentes, serie A y una nueva acción preferente serie B, todas ellas a entregar enteramente liberadas. Los obligacionistas privilegiados pasaron a convertirse en accionistas privilegiados (titulares de acciones de la serie A con derecho al cobro de un dividendo de hasta el 5% no acumulativo sobre el producto líquido de cada ejercicio y de la serie B con un segundo privilegio de hasta el 4% no acumulativo una vez retribuidas las de la serie A prioritaria). Al objeto de asimilar la posición de obligacionistas a la nueva situación en cuanto a la duración del derecho, se les entregaron acciones serie B rescatables: una vez satisfecha la doble atención retributiva privilegiada, debería destinarse el cincuenta por ciento del remanente como mínimo a la amortización de las acciones preferentes serie B por sorteo y a la par, efectuándose dicha amortización por múltiplos de quinientas mil pesetas y destinándose las fracciones inferiores a esta cifra a un fondo para engrosar la amortización del año o años siguientes.

¹¹⁹⁷ El debate sobre esta inconclusa discusión aparece desarrollado por KIMMEL y WARFIELD. *Vid.* KIMMEL, PAUL, D.; WARFIELD, TERRY D.: "Variation in attributes of redeemable preferred stock: Implications for accounting standards", *Accounting Horizons*, (7) June, 1993, pp. 30-40. Más adelante el IASB, en la IAS 32, establece una cuarta alternativa: diferenciar cada componente de neto y pasivo a la hora de contabilizarla.

shares). Esta idea es apoyada por la doctrina británica¹¹⁹⁸, que incluso la ha considerado como financiación "entrepiso" o "entreplanta" ("mezzanine")¹¹⁹⁹.

Con la adaptación de la figura a nuestra legislación, se han trasladado también las dudas sobre su calificación. Al igual que en el caso británico, la indefinición vuelve a partir de la legislación mercantil para trasladarse posteriormente a la discusión doctrinal.

La primera aproximación a la naturaleza de las acciones rescatables, viene establecida en la Exposición de motivos de la LRLMV que califica este tipo de acciones como unos valores que representan un género intermedio entre la renta variable y la renta fija. Sin embargo, la misma Exposición de motivos de la LRLMV añade que las acciones rescatables "tienen especial interés como activos que, a la vez que reportan una financiación eficiente, redundan también en un mayor reforzamiento de los recursos propios de la entidad emisora"; en este punto se observa como el legislador ha optado por considerar que las acciones rescatables, a pesar de su carácter mixto, forman parte de los recursos propios de la sociedad¹²⁰⁰.

Algunos autores inciden más en que las rescatables son un género intermedio entre renta fija y variable¹²⁰¹. En concordancia con los anteriores, otros autores afirman que las acciones rescatables son híbridos financieros¹²⁰².

Otros autores van más allá y consideran que las acciones rescatables no son recursos de la misma calidad que el capital social de las acciones ordinarias, en concreto afirman que representan un "quasi-capital" o "recursos propios de peor calidad"¹²⁰³. Para estos autores, cuando la acción se emite como rescatable, la parte de capital representada por ella adquiere una "calidad financiera" menos permanente (tanto más cuando la redención se predetermine a fecha fija, o cuando la opción del rescate se atribuya también al accionista), mientras que cuando el bono se crea con carácter perpetuo y amortizable, su colocación servirá a una financiación con tanta vocación de perdurabilidad como la que procuran las acciones ordinarias¹²⁰⁴.

Todas las opiniones anteriores pueden ser ciertas, pero lo que es seguro es que el Derecho español dispone, a favor de los titulares de acciones rescatables, todas las ventajas anudadas a su consideración de auténticas acciones; esto supone que sus titulares gozarán de la protección que les dispensa, tanto la LMV en su calidad de inversores, como la protección derivada del TRLSC en razón de su condición de accionistas. Por lo tanto, a pesar de las dudas

¹¹⁹⁸ Vid. STURGES, BRIAN; LEEN, CATHERINE: *Mezzanine Finance*, I.F.R. Publishing, London, 1991. GOWER S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, p. 364.

¹¹⁹⁹ Vid. STURGES, BRIAN; LEEN, CATHERINE: *Mezzanine Finance*, op. cit., 1991, p. 96.

¹²⁰⁰ Como la LRLMV es una legislación mercantil, en esta investigación se afirma que las acciones rescatables son recursos propios desde el punto de vista mercantil. Diferente es la consideración de la figura desde el punto de vista contable o fiscal.

¹²⁰¹ Vid. MORENO ROJAS, J.: "Algunas consideraciones a cerca del carácter contable de las acciones rescatables", *Técnica Contable*, diciembre, 939-942, 2000, p. 939. GUTIERREZ VIGUERA, M.: "Contabilidad de los recursos propios", *Técnica Contable*, nº 642, junio, 503-524, 2002, p. 516.

¹²⁰² Las acciones rescatables son híbridos financieros porque "poseen las características propias del capital social y otras que se acercan a los pasivos". Vid. GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRA MARTÍN, A.: "Las acciones rescatables: Una nueva modalidad de financiación", *Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 40, 2003, 137-162, p. 137. Otros señalan el carácter híbrido de las rescatables, catalogándolas "como títulos a medio camino entre las acciones y las obligaciones, los recursos propios y ajenos, la participación y el crédito". Vid. VEIGA COPO, A.B.; MARTÍN MOLINA, P.B.: "La reforma de la Ley ...", op. cit., 1999, p. 164. En términos similares EL PAÍS: *Negocios*, 4 de octubre de 1998, 1998, p. 24.

¹²⁰³ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1988* ..., op. cit., 1999, p. 53. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 52.

¹²⁰⁴ "Se trata de las caras opuestas de dos figuras que, no obstante, coinciden en el plano de su funcionalidad económica. Ambas miran hacia los dominios contrarios de los instrumentos de deuda y de los instrumentos de capital, y en esas direcciones contrarias se oponen; pero también se encuentran en aquella franja fronteriza donde detienen su avance para cumplir la función económica que no era alcanzable desde los respectivos núcleos de sus ámbitos propios". Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 55.

sobre la calificación jurídica del accionista rescatable, parece consensuado que no puede ser considerado tercero-acreedor¹²⁰⁵.

Ante tantas diferentes interpretaciones (la mayoría correctas), y partiendo de un único hecho, que los accionistas rescatables no son jurídicamente acreedores, es evidente que, para un problema tan complejo, no va a existir una solución simple.

Es necesario diferenciar los conceptos jurídicos y mercantiles por un lado, y los conceptos financieros y económicos por otro, de tal forma que las dos clasificaciones sean independientes. Así, no cabe hablar de que las acciones rescatables son acciones pero con características más parecidas a las deudas. Desde el punto de vista mercantil y jurídico, las acciones rescatables son jurídicamente acciones que forman una clase de acciones, que atribuyen a su titular la posición jurídica de propietario de una sociedad anónima cotizada¹²⁰⁶. Para diferenciar las acciones de las deudas es necesario atender a los condicionantes jurídicos y su incardinación en los preceptos legislativos. Otra cosa bien distinta es que, desde el punto de vista económico, las acciones rescatables son híbridos financieros. Como las características de cada emisión están establecidas por los contratos entre emisor e inversores, las acciones rescatables pueden tener distinta modulación del derecho de rescate e incluso diferentes características de otros derechos; esto puede hacer que algunas acciones rescatables tengan características económicas de deudas. La aceptación de esta idea supone que, como tradicionalmente el concepto de deuda tiene connotaciones jurídicas, debemos utilizar una terminología que claramente acerque a las acciones con características de deudas a los criterios económicos.

Buscando una diferenciación terminológica independiente de los condicionantes jurídicos, es posible afirmar que en sentido económico o financiero algunas acciones rescatables representan un "quasi-capital", "recursos propios de peor calidad", *tier two*, o poseen la condición de "híbrido financiero". Todas las formas de financiación híbrida, situados a uno y al otro lado de la línea que separa los recursos ajenos y los recursos propios (acciones rescatables / obligaciones subordinadas), originan problemas técnicos de calificación contable que los emisores de normas contables internacionales¹²⁰⁷ reconocen no resueltos. Teniendo en cuenta lo anterior, la cláusula de rescate convierte a las rescatables, desde la perspectiva económico-financiera en un "híbrido de deuda". Dicho esto, es igualmente cierto que esa calificación "económica" o "financiera" carece de trascendencia jurídico-societaria.

Si se excluyen los condicionantes económicos, centrándose en los jurídicos, las acciones rescatables son jurídicamente acciones¹²⁰⁸. El argumento fundamental es que así lo establece la Ley: "Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables" (art. 500.1 TRLSC). No en vano, la Sección 3.ª Acciones rescatables se incluye en el CAPÍTULO II

¹²⁰⁵ El titular de acciones rescatables "no puede ser considerado tercero-acreedor, tal y como ocurriría con un obligacionista". Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno ...", *op. cit.*, 2002, p. 924.

¹²⁰⁶ Esta solución permitiría considerar a todas las clases de acciones, bajo criterios jurídicos, como acciones, lo cual es concordante con la jurisprudencia tradicional. En la Sentencia *Hawkeye Oil Co.* (Delaware: 1927) se afirma que "*the preferred stockholders are stockholders, not creditors*".

¹²⁰⁷ Entre los organismos contables que presentan dudas en la calificación entre pasivo exigible y no exigible destacamos IASB, FASB, ASB, NZSA, AASB y los propios PGC 2007 y PGC-PYMES.

¹²⁰⁸ La condición de acciones de las acciones rescatables es admitida por la práctica totalidad de la doctrina española. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento de los recursos propios*, Marcial Pons, Zaragoza, 1992. GARCÍA CRUCES J.A.: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, 1999, p. 1950. VEGA JIMÉNEZ, J. J. DE LA; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: "Acciones rescatables: ...", *op. cit.*, 1999, p. 52. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1-6, 1999, p. 1. BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Los instrumentos de financiación: las categorías de acciones", en *Il Diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, pp. 197-198. VEIGA COPO, A. B.; MARTÍN MOLINA, P. B.: "La reforma de la Ley ...", *op. cit.*, 1999, pp. 159-188. LARRIBA DIAZ-ZORITA, A.: "Modificaciones en la Ley de Sociedades Anónimas", *op. cit.*, 1999, p. 34. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, p. 167. GARCÍA CRUCES J.A.: "Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables", *op. cit.*, 2002, p. 924. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, 1999, 13-57, p.28. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, 2002, pp. 191 y ss. GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M.; RÚA ALONSO DE CORRALES, E.: "análisis y valoración de las acciones rescatables", *Estudios Financieros*, Revista de Contabilidad y Tributación, nº 215, febrero, 2001, pp. 275 y ss, p. 5.

“Especialidades en materia de acciones” del TRLSC, dándoles esta denominación que confirma su naturaleza jurídica. Con ambas afirmaciones se observa cómo, tras las dudas en algunas partes del articulado, el legislador ha optado por considerar que jurídicamente las acciones rescatables, en todo caso, son acciones.

Además, las acciones rescatables son verdaderas acciones en todos los sentidos del término porque: representan partes alícuotas del capital social, facultan a sus titulares como socios, se denomina a su remuneración dividendo (por el contrario a la de PPR se denomina simplemente “remuneración”), y por último, incorporan los derechos y obligaciones configuradores de la posición de socio a que se refiere el art. 93 TRLSC, aunque la posición de socio sea claudicante¹²⁰⁹.

El TRLSC considera que las acciones son partes alícuotas del capital social, por lo que necesariamente conllevan una aportación patrimonial a la sociedad, la cual no puede ser inferior al valor nominal de la acción. Además, la legislación mercantil confiere a su titular un conjunto de derechos mínimos, más concretamente otorga a sus titulares, como mínimo, todos los derechos establecidos en el art. 93 TRLSC, salvo las excepciones previstas, en la propia Ley. Todas estas consideraciones son aplicables a las acciones rescatables.

Para argumentar aun más que las acciones rescatables son jurídicamente acciones, es necesario analizar, detalladamente, los derechos que la legislación mercantil las reserva. Estos derechos mínimos son¹²¹⁰: participar en el reparto de las ganancias sociales (beneficios) y en el patrimonio resultante de la liquidación, suscribir preferentemente nuevas emisiones y obligaciones convertibles en acciones, asistir a las Juntas generales, votar en las mismas e impugnar los acuerdos sociales y obtener información acerca de asuntos comprendidos en el orden del día de la Junta general¹²¹¹.

Desde un punto de vista jurídico no cabe ninguna duda de que las acciones rescatables forman parte de los fondos propios, por cuanto se trata de acciones. Esto no significa que desde el punto de vista económico sean todas las acciones renta variable o que desde el punto de vista contable se deba incluir en la cuenta de neto. Con esta separación entre criterios jurídicos y económicos se rompe la relación directa entre la figura jurídica acciones, el término económico renta variable y el término contable neto¹²¹². Con todo lo anterior es posible afirmar que las acciones rescatables

¹²⁰⁹ Este argumento es apoyado por GARCÍA-CRUCES, quien considera al titular de acciones rescatables como “un accionista que ocupa una posición jurídico-compleja de socio en la sociedad anónima pero con carácter claudicante”. Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: “Notas en torno ...”, *op. cit.*, 2002.

¹²¹⁰ Como apunta SÁNCHEZ ANDRÉS, la enumeración del art. 48 del TRLSA, son los derechos que, “con carácter ejemplificativo y no cerrado, posee cualquier acción”. Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1994): “La acción y los derechos del accionista”, en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, p. 106 y 107.

¹²¹¹ Conviene resaltar que estos derechos tienen el carácter de mínimo, por lo que en ningún caso los accionistas pueden ser privados de ellos. A salvo quedarían los supuestos fijados de forma taxativa en la Ley: el derecho de voto respecto de las acciones sin voto, y el derecho de suscripción preferente cuando así se decida (respecto de las acciones en circulación) en el acuerdo de emisión de nuevas acciones. A pesar de esto último, no es posible que ningún tipo de acciones pueda incorporarse al tráfico mercantil limitadas *ab initio* del derecho de suscripción preferente. Permitir la emisión de acciones que no incorporen la posibilidad de ejercer el derecho de suscripción preferente, eliminando desde la emisión un derecho mínimo establecido por la Ley, supondría permitir que unos accionistas entren en la sociedad en inferioridad de condiciones, sin poder acudir, entre otras operaciones, a ampliaciones de capital parcialmente liberadas, donde los restantes accionistas dispondrían de unas reservas generadas por las aportaciones realizadas por todos los socios. Otro supuesto distinto es el de aquellos acuerdos de ampliación de capital en los que todos los socios quedan privados de su derecho de suscripción preferente, por ejemplo para recibir una aportación no dineraria, ya que en estos casos la supresión del derecho de suscripción preferente no tendría lugar en el momento de la emisión de las acciones rescatables, sino en el momento del posterior acuerdo de ampliación de capital, y afectaría a todos los que en ese momento fueran accionistas.

¹²¹² En la legislación contable española, algunas acciones rescatables se registran como pasivos financieros en las cuentas 150 “Acciones o participaciones a largo plazo contabilizadas como pasivo” y 502 “Acciones o participaciones a corto plazo contabilizadas como pasivo”, tanto en el PGC 2007 como en el PGC-PYMES. En esta frase, la palabra fundamental es que “algunas” de las acciones rescatables no son fondos propios. Este aspecto es fundamental, ya que ni el PGC 2007, ni el PGC-PYMES, identifican qué acciones en concreto deben ser registradas

son, jurídicamente, acciones. Si se entiende que las rescatables son acciones, inevitablemente debemos considerar que son una clase de acciones, pues establecen un derecho diferente al resto de acciones. Las acciones rescatables son acciones que se configuran como amortizables y, por lo tanto, se integran en una determinada clase¹²¹³. Para considerar una emisión como clases de acciones, es necesario que existan diferentes derechos, y el rescate lo es; no es necesario, por tanto, ningún privilegio más, ya sea económico o jurídico¹²¹⁴.

Las acciones rescatables siempre formarán una clase de acciones porque poseen un derecho de rescate diferente al del resto de acciones. Las legislaciones británica y estadounidense reconocen acciones rescatables ordinarias y privilegiadas¹²¹⁵. En el Derecho español, sin embargo, todas las rescatables ofrecen un derecho adicional, por lo que deben ser considerados siempre como una clase de acciones diferente.

Analizando detalladamente las acciones rescatables se observa que, aunque siempre son clases de acciones¹²¹⁶, nunca se debería afirmar que son clases privilegiadas o acciones privilegiadas¹²¹⁷. Definir el derecho de rescate¹²¹⁸ como privilegio es inexacto porque según las

patrimonio neto y cuáles deben ser registradas patrimonio neto. Lo que está claro es que nunca se puede afirmar que todas las acciones rescatables son pasivo, pasivo financiero o pasivo exigible, y tampoco se puede afirmar que todas las acciones rescatables son o no son patrimonio neto. “Las acciones rescatables son acciones, ... pero existen dudas sobre su consideración como fondos propios”. Vid. GARCÍA FRONTI, I. Y NAVAZO RUIZ, J.: “Acciones rescatables ...”, *op. cit.*, 2000, 4-15. De esta forma se rompe la relación entre el concepto jurídico de acciones con el concepto contable patrimonio neto. Esta ruptura puede traer problemas mercantiles. Una relación que debería mantenerse siempre, es la que se produce entre acciones y capital ya que la cifra de capital social es imprescindible mercantilmente y debe ser señalada y recogida individualizadamente. Independientemente de la calificación económica y contable, todas las acciones deberían incluirse dentro de la cuenta Capital social. Nuestra opinión es que dentro de la cuenta de capital social se debería haber incluido tanto las acciones que son pasivo exigible como no exigible. A la hora de su presentación en el balance, una subcuenta se ubicará en el pasivo no exigible y las otras en el pasivo exigible. Esto debería realizarse por razones informativas, ya que la cifra de capital social tiene mucha importancia en la legislación mercantil española, principalmente porque en gran parte de sus normas se reservan una clara ventaja de estabilidad. Con la regulación de las acciones rescatables, el legislador mercantil español procura, en todo momento, mantener la cifra de capital, bien obligando a sustituir las acciones rescatables que sean objeto de reembolso, por otra nueva emisión de acciones, bien reduciendo el capital con cargo a reservas o beneficios y, si no fuera posible mantener el capital social, la sociedad se verá obligada a reducir su capital debiendo cumplir para ello con todos los requisitos contemplados en la Ley para estos supuestos.

¹²¹³ En la medida en que estas acciones incorporan un derecho de rescate, debe entenderse que “constituyen una clase”. Vid. PAZ ARES, C.: “Negocios sobre las propias acciones”, en AA.VV.: *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987, pp. 526-533. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Las acciones rescatables o redimibles”, *La Ley*, tomo IV, 1990, p. 3. CAMPUZANO LAGUILLO, A.: Las clases de acciones en la sociedad anónima, Civitas, Madrid, 2000, p. 106. Congruencias con la idea de que las acciones rescatables, por el mero hecho de ser rescatables, crearán una clase de acciones pueden observarse en la doctrina británica. Vid. MAYSON, S.W.; FRENCH, D.; RYAN, C.: *Company Law*, 13ª ed., London, 1997, pp. 277 y ss. GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, *op. cit.*, pp. 319 y 320. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, pp. 182 y ss. y 230. GRIER, N.: *UK Company Law*, *op. cit.*, 1998, pp. 149 y ss. LORRY, M.; WATSON, L.: *Company Law*, London, 2001, p. 136.

¹²¹⁴ No es necesario que las acciones rescatables tengan algún derecho diferente más para ser consideradas como clases de acciones. Esto no se corresponde con la práctica anglosajona, donde todas las acciones rescatables tienen, además del derecho de rescate, algún privilegio patrimonial. Esta diferenciación es materializada en dos denominaciones, poco afortunadas en nuestra opinión, aunque utilizadas por la doctrina española: “acciones rescatables comunes” y “acciones rescatables privilegiadas o preferentes”. Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, pp. 126-127.

¹²¹⁵ En los Derechos estadounidense y británico, las acciones rescatables tienen privilegios en derechos económicos, pero no por imposición legal, sino “como modo normal de aparecer en el mercado”. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de sociedades británico y estadounidense*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), p. 437. El mismo autor afirma que en los dos ordenamientos societarios anglosajones, “las acciones rescatables forman una clase”. *Ibidem*, p. 437.

¹²¹⁶ Diferenciar a una emisión como clase de acciones no es una discusión meramente teórica, pues las acciones integradas en una clase tienen un régimen específico de protección.

¹²¹⁷ El rescate es concebido como un privilegio para diversos autores. Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “La acción y los derechos del accionista”, en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, 1994, p. 292. LARRIBA DIAZ-ZORITA, A.: “Modificaciones en la Ley de Sociedades Anónimas”, *Partida Doble*, nº 97, febrero, 1999, 24-41, p. 34. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: Sociedad anónima modelo 1988 ..., *op. cit.*, 1999, p. 12. GARCÍA CRUCES J.A.: “Notas en torno al

características contractuales y la coyuntura económica con la que se encuentre, el derecho de rescate es un acto neutral, negativo o positivo, para el titular, desde el punto de vista patrimonial¹²¹⁹.

Nunca debería afirmarse que la posición jurídica del socio titular de rescatables sea la de acreedor de la sociedad por el hecho de que en los estatutos se contemple para las mismas su rescate por un precio eventualmente fijado (el precio de rescate) o un derecho de rescate a favor del titular. Con independencia de que, económica o financieramente, la posición de aquél pueda llegar a ser muy próxima a la de un obligacionista, el titular de las rescatables es un verdadero accionista, aunque dicha posición jurídica sea claudicante¹²²⁰.

concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables”, *op. cit.*, 2002, p. 950. Por ejemplo “Las acciones rescatables ... cuyo privilegio consiste precisamente en un derecho a ser amortizadas y, por tanto, a recuperar su importe, antes que las acciones ordinarias”. *Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “La acción y los derechos del accionista”, en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, 1994, p. 292.

¹²¹⁸ El art. 500.1 y art. 500.3 TRLSC denomina al rescate “derecho de rescate”. Sobre su calificación como rescate CHAMORRO DOMÍNGUEZ: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, pp. 113-119., realiza puntualizaciones.

¹²¹⁹ *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad ...”, *op. cit.*, 1999, 13-57, p. 34. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2007, p. 113.

¹²²⁰ El carácter claudicante de la posición de socio se determina por la cláusula de rescate (transcurso de tiempo, ejercicio del derecho de rescate, acaecimiento de un hecho diferente como es la muerte del socio, etc.) y “demás condiciones para el ejercicio del derecho de rescate” (art. 500.1 TRLSC) como son, entre otros, el procedimiento y el precio de rescate.

**CAPÍTULO 4. ALTERNATIVAS DEL
EMISOR PARA OPERATIVIZAR LAS
ACCIONES RESCATABLES**

CAPÍTULO 4. ALTERNATIVAS DEL EMISOR PARA FINANCIARSE CON ACCIONES RESCATABLES

El cuarto capítulo se centra en las posibilidades que posee el emisor para confeccionar las acciones rescatables en el mercado financiero español. Para ello se identifica, en primer lugar, los procedimientos posibles de emisión, para continuar identificando los procedimientos de amortización; el capítulo termina indicando las opciones, no recogidas en la legislación española, y que podrían ser incluidas por el emisor para ofrecer un título más competitivo respecto al resto de emisiones ofrecidas en el mercado financiero.

4.1. PROCEDIMIENTOS DE EMISIÓN

Los sujetos que tienen la posibilidad de comenzar el procedimiento de emisión de acciones rescatables, serán diferentes dependiendo del tipo de procedimiento y del momento¹²²¹. La primera emisión de estas acciones podrá ser realizada únicamente a iniciativa de la sociedad emisora, pues en ese momento no existirán titulares de emisiones anteriores que puedan solicitar una ampliación. En el resto de situaciones, cuando se encuentre en circulación alguna serie de acciones rescatables, la iniciativa podrá proceder: (i) de la propia sociedad, con la finalidad de aumentar, dentro del límite legal la suma total de acciones rescatables en circulación, o para compensar la amortización de acciones rescatables de alguna emisión precedente; o de (ii) los titulares de anteriores emisiones de acciones rescatables, con la finalidad de que la sociedad emisora pueda dar respuesta a las peticiones de amortización por parte de éstos¹²²². El último supuesto posible es la creación de acciones mediante la conversión de obligaciones¹²²³.

4.1.1. Creación de rescatables en la fundación de la sociedad

El art. 500.1 TRLSC establece que las acciones rescatables sólo pueden ser emitidas por empresas cotizadas. Parte de la doctrina¹²²⁴ interpreta que no podrá realizarse la constitución de una sociedad con su capital social integrado por algunas acciones rescatables, pues sólo se permite la emisión de acciones rescatables a las empresas cuyas acciones ordinarias estuvieran ya admitidas a cotización con carácter previo. Estos autores concluyen que sólo podrían emitirse rescatables una vez esté constituida la sociedad. Incluso han llegado a afirmar que cualquier emisión de acciones rescatables realizada antes de su constitución tendría la consideración de nula, y en consecuencia, sólo serían válidas las emisiones de acciones rescatables realizadas durante la vida de la sociedad¹²²⁵.

Estas conclusiones se basan en el hecho de que la Ley reserva la posibilidad de emitirlas a las sociedades cotizadas y, dado que la adquisición de la condición de cotizada es sobrevenida y no originaria, se argumenta que no cabría emitir rescatables en sede fundacional. Todas estas ideas son ciertas como criterio general, aunque con algunas excepciones. Sí es posible crear acciones rescatables en el momento de la constitución de la sociedad anónima¹²²⁶ en tres supuestos, en los que no existen problemas para ello. Estas tres situaciones se derivan de que

¹²²¹ El primer autor que realizó, con detalle, un estudio de los procedimientos de creación de acciones rescatables fue FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, 2002, pp. 221 y ss.

¹²²² Esta clasificación fue realizada y desarrollada por FERNÁNDEZ DEL POZO, L. *Ibidem*, pp. 221 y ss.

¹²²³ La “creación de acciones rescatables mediante la capitalización de reservas” es considerada como otra alternativa de aumento de capital por medio de acciones rescatables por YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables...*, *op. cit.*, 2004, pp. 130-131.

¹²²⁴ *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *op. cit.*, 1999, p. 32. CAMPUZANO LAGUILLO, A.: *Las clases de acciones...*, Civitas, Madrid, 2000, p. 246.

¹²²⁵ *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *op. cit.*, 1999, p. 32. CAMPUZANO LAGUILLO, A.: *Las clases de acciones...*, *op. cit.*, 2000, p. 246.

¹²²⁶ “No puede compartirse la idea de que no pueden crearse acciones rescatables en el momento de constitución de la sociedad anónima”. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002, p. 222.

la adquisición de la condición de cotizada de una sociedad anónima está subordinada al cumplimiento de unos requisitos¹²²⁷, que suelen presuponer la previa existencia de la sociedad. Tradicionalmente, se exigía una cierta difusión del accionariado y un volumen de beneficios anterior para que una SA pueda solicitar la admisión a cotización en alguna o varias de las Bolsas de valores, sin embargo, en el actual Derecho bursátil español, no existe obstáculo a la posibilidad de que una sociedad ostente originariamente la condición de cotizada. Según esto, será posible emitir rescatables en la fase de constitución en tres supuestos¹²²⁸: (a) cuando la sociedad se constituya como consecuencia de un proceso de reestructuración patrimonial, (b) cuando la sociedad se constituya por el procedimiento de fundación sucesiva y justifique la obtención de beneficios en los siguientes ejercicios contables o (c) cuando se constituya una Sociedad Europea por el sistema de la sociedad *holding*¹²²⁹.

Respecto al primer supuesto, es perfectamente posible que la emisión originaria de acciones rescatables se derive de un proceso de reestructuración patrimonial y financiera como es el caso de una fusión, escisión, cesión global o aportación de rama de actividad. Si la sociedad absorbida o disuelta por fusión o escisión contaba en su capital social con acciones rescatables, los antiguos accionistas rescatables deben recibir a cambio, y en contraprestación de las suyas nuevas (incluso viejas en autocartera), acciones rescatables de la absorbente, beneficiaria o nueva sociedad. En caso de fusión o escisión se debe fijar, para los accionistas rescatables, una particular relación de canje que suponga la entrega de rescatables contra rescatables.

El segundo supuesto contempla a las sociedades constituidas por el procedimiento de fundación sucesiva¹²³⁰ que, con independencia del plazo que haya transcurrido desde su constitución, por sus perspectivas de negocio y financieras, justifiquen la obtención de beneficios en los ejercicios venideros. Este segundo supuesto tiene un interés muy marginal dado que la institución de la fundación sucesiva ha caído en desuso.

Por último, existe un procedimiento próximo a la fundación sucesiva, que es la constitución de la Sociedad Anónima Europea¹²³¹ por el sistema de la sociedad *holding*¹²³². La SA española que tenga la condición de SE *holding* podrá ostentar la condición originaria de cotizada y, además, ofrecer en canje acciones rescatables emitidas desde la constitución.

4.1.2. Emisión de rescatables por sociedades ya constituidas

Las SA cotizadas ya constituidas pueden, cumpliendo ciertos requisitos, realizar una o varias emisiones de acciones ordinarias, privilegiadas, preferentes, sin voto o rescatables. El supuesto más general es la ampliación de capital mediante oferta pública de suscripción de acciones rescatables. Sin embargo, el aumento de capital social no es el único de los

¹²²⁷ Los requisitos para solicitar la negociación en un mercado secundario de valores español están establecidos en el art. 56 LMV y en los arts. 27 y 32 del Decreto 1506/1967, de 30 de junio, que aprueba el Reglamento de Bolsas.

¹²²⁸ En los tres procedimientos, las acciones rescatables deben estar totalmente desembolsadas.

¹²²⁹ El trabajo de FERNÁNDEZ DEL POZO es excepcional. Debe ser la guía inicial de cualquiera que quiera adentrarse en el tema de las acciones rescatables. Una vez que se profundiza en la figura, la estructura de cualquier otra investigación es necesariamente distinta a la del autor, sin embargo, aspectos concretos son difíciles de mejorar. Esto ocurre con los procedimientos de emisión de acciones rescatables, que siempre estará basado en FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002, pp. 220-223.

¹²³⁰ La fundación sucesiva está regulada en los arts. 41-55 TRLSC; art. 26 LMV; arts. 129-131 RRM; OM de 19 de junio de 1997.

¹²³¹ La Sociedad Anónima Europea es una sociedad mercantil con personalidad jurídica propia que pueden constituir aquellas empresas con actividades a escala comunitaria a través de cuatro procedimientos previstos: fusión entre sociedades anónimas nacionales, creación de un *holding*, creación de una filial y transformación de sociedad anónima nacional. Estas sociedades se rigen por el RSAE, por sus estatutos sociales y subsidiariamente por la legislación nacional. *Vid.* art. 9 Reglamento (CE) n° 2157/2001 del Consejo del 8 de octubre de 2001 que aprobó el Estatuto de la Sociedad Europea (RSAE), publicado en el Boletín Oficial n° L. 294 del 10 de noviembre de 2001, que entró en vigor el 8 de octubre de 2004.

¹²³² Arts. 32 y ss. RSAE.

procedimientos posibles; también es posible la creación de rescatables por conversión (automática, facultativa o forzosa) de acciones y obligaciones.

En todo caso, ya se hayan creado las rescatables por medio de una ampliación de capital o por medio de una conversión, será necesario acordar la correspondiente modificación de estatutos, para lo que deberán cumplirse los requisitos establecidos en los arts. 285-290 TRLSC.

4.1.2.1. Ampliación de capital con emisión de acciones rescatables

Para crear acciones rescatables mediante aumento de capital social, se aplicarán las reglas generales en materia de requisitos del aumento de capital¹²³³. También deberán observarse los requisitos de modificación estatutaria relativa a la creación de una nueva clase de acciones a través del aumento de capital¹²³⁴. Por consiguiente, deberá observarse el *quorum* especial fijado en el art. 194 TRLSC y los requisitos establecidos por los arts. 293 y 103 TRLSC para los supuestos en que la modificación lesione derechos de una clase especial de acciones.

Respecto a esto último, en el Derecho español¹²³⁵ los titulares de clases de acciones (entre ellas las acciones rescatables) que vean lesionados sus derechos directa o indirectamente por una modificación estatutaria, cuentan con la tutela especial que exige el acuerdo adoptado en Junta Especial o por medio de una votación separada en la Junta General de la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada, como requisito previo a la realización de la correspondiente modificación estatutaria¹²³⁶. El acuerdo de la Junta Especial se producirá solo en los supuestos de aumentos de capital con emisión de clases de acciones con derechos iguales o superiores a los de las clases ya existentes y exclusión del derecho preferente de suscripción, pues únicamente en este supuesto la lesión sufrida por la clase de acciones no se ve protegida a través del derecho de suscripción preferente. Solamente es necesario el acuerdo de la Junta Especial si se cumplen tres condiciones: si el acuerdo no afecta por igual a todas las acciones, si la modificación estatutaria es lesiva a los derechos de una clase en particular y si la modificación estatutaria susceptible de causar lesión no estaba previamente prevista y autorizada en los estatutos de la sociedad¹²³⁷.

Conforme a las reglas generales, el contravalor del aumento de capital podrá consistir en nuevas aportaciones dinerarias o no dinerarias, en la compensación de créditos, o en la transformación de reservas o beneficios¹²³⁸. El procedimiento ordinario para la creación de acciones rescatables consistirá normalmente en un aumento de capital por medio de nuevas aportaciones dinerarias, así al menos ha sucedido en la mayoría de las emisiones realizadas hasta el momento¹²³⁹. El aumento de capital social no dinerario puede parecer contrario a la función económica que cumplen las acciones rescatables¹²⁴⁰, sin embargo, existen situaciones

¹²³³ Art. 295.2 TRLSC.

¹²³⁴ Arts. 94.1, 296.1 y 285-290 TRLSC.

¹²³⁵ Medidas similares a estas están contenidas en el Derecho comparado: art. 25.3 de la II Directiva, art. 125 *The Companies Act* 1985 británica, § 141 *Aktg* alemana, art. L 225-99 *Code de commerce* francés y art. 146 del *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996* (Decreto Legislativo [Dlgs] de 24 febrero de 1998, n° 58) italiano.

¹²³⁶ Arts. 293 TRLSC. Anteriormente art. 148 TRLSA en relación con el art. 92.3 TRLSA.

¹²³⁷ La idea de exceptuar la modificación estatutaria susceptible de causar lesión en los casos que estaban previamente prevista y autorizada en los estatutos es ampliada por FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, p. 224 y CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones...*, *op. cit.*, 2000, p. 314.

¹²³⁸ Art. 295.2 del TRLSC.

¹²³⁹ *Vid.* Folleto Informativo de Indra S.A: como cobertura del plan de opciones 2000, inscrito en el Registro de la CNMV de 37/3/2000. N° de registro oficial: 3523, p. II-5. Folleto informativo completo de capital social de Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. mediante la emisión de acciones rescatables como cobertura del plan de opciones mayo 2001, inscrito en el Registro de la CNMV de 27/7/2001. N° de registro oficial: 3632, pp. 0-1, II-4.

¹²⁴⁰ *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, 1999, p. 33. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1988...*, *op. cit.*, 1999, pp. 6 y 7.

en las que el aumento de capital no dinerario sirva perfectamente para llevar a cabo la integración de negocios y actividades de dos o más sociedades¹²⁴¹.

4.1.2.2 Conversión de acciones ordinarias en rescatables

Actualmente en España no está regulada la creación de clases de acciones con derecho de rescate por conversión en otras clases de acciones, sin embargo, sí ha estado regulado en un momento anterior, y continúa estando en los países de nuestro entorno.

En el derecho comparado, la creación de acciones rescatables por conversión está prevista de forma dispar según la región: los países anglosajones legislan específicamente esta posibilidad, mientras que en el derecho continental europeo se regula la conversión de otras figuras, de la cual puede derivarse una regulación de la conversión de rescatables por asimilación. En Estados Unidos está regulado el procedimiento de conversión de acciones rescatables en no rescatables, y de no rescatables en rescatables¹²⁴². En un primer momento, en el Reino Unido, para que un título fuese rescatable debía estar definido como tal desde su emisión¹²⁴³; sin embargo, en la actualidad se admite la convertibilidad de acciones no rescatables en acciones rescatables siempre que se garanticen los derechos de los acreedores y se prevea la fecha en la que será efectuado el rescate¹²⁴⁴. El Derecho Irlandés admite, expresamente, la conversión de acciones emitidas como no rescatables en acciones rescatables, siempre que se cumpla el art. 207.2.a de *The Companies Act* irlandesa de 1990¹²⁴⁵. Por el contrario, la legislación francesa no regula la conversión específica de acciones no rescatables en rescatables, aunque admite la posibilidad de conversión de acciones ordinarias en privilegiadas y la conversión de privilegiadas en ordinarias (art. L. 228-14 y art. L. 228-15 C. de Comm.). En Portugal no se regula expresamente la posibilidad de convertir acciones rescatables en no rescatables, ni otras clases en rescatables, sin embargo, se prevé la conversión de acciones ordinarias en preferentes sin voto (arts. 24, 341 y 389 CSC). En el Derecho italiano tampoco existe una regulación sobre la creación de acciones rescatables por conversión, pero sí está regulada la conversión de acciones con voto en acciones sin voto (*azioni di risparmio*)¹²⁴⁶.

El art. 93 LSA 1951 autorizaba a la Junta General la aprobación, con los requisitos de las modificaciones estatutarias, de la transformación de acciones ordinarias en preferentes. Por el contrario, ni el TRLSA ni el TRLSA explicitan la posibilidad de convertir acciones en otras de diferente clase¹²⁴⁷. A pesar de ello, estando vigente el TRLSA, se produjo la conversión de acciones con voto en acciones sin voto en el Banco Guipuzcoano S.A.¹²⁴⁸ No existen reparos de

¹²⁴¹ La empresa Campofrío realizó una ampliación de capital con cargo a aportaciones no dinerarias en virtud de un acuerdo con los accionistas del Grupo Navidul S.A. para integrar los negocios y actividades de ambas entidades. Vid. Folleto Informativo de Campofrío S.A., mediante la emisión de acciones rescatables, inscrito en el Registro de la CNMV con fecha 11-10-2000. Nº de registro oficial: 3377, pp. 0-4, 5, II-197, 8, 16 y 19.

¹²⁴² Cfr. art. 6.01.c RMBCA. De la misma forma, también aparece en las legislaciones estatales art. 151.e *Delaware General Corporation Law*.

¹²⁴³ La exigencia de rescatabilidad desde el origen fue establecido a raíz de la jurisprudencia de *Re St James' Court Estates Limited* de 1944. Vid. SCHMITTHOFF, C. M.: *Palmer's Company Law*, I, London-Edimburg, 1987, p. 530.

¹²⁴⁴ El cambio de situación también tiene su origen en la jurisprudencia: *Re Forth Wines Limited Petitioner* 1993 S.L.T. 170 (1991) BCC 638 CS (IH). Vid. FARRAR, J.; HANNIGAN, B.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburg, Dublin, 1998, p. 231 y ss.

¹²⁴⁵ Los principales requisitos establecidos en el art. 207.2.a *The Companies Act* irlandesa de 1990 son que debe respetarse que al menos el 10% del valor nominal emitido sea no rescatable y que al menos el 75% de los accionistas interesados den su consentimiento.

¹²⁴⁶ Art. 145.7 *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996* (Decreto Legislativo [DLgs] de 24 febrero de 1998, nº 58).

¹²⁴⁷ Es posible afirmar que la LSA 1951 era conforme al Derecho comparado continental, porque regulaba la conversión de otras figuras, lo cual por asimilación regulaban las acciones con derecho de conversión en rescatables. Por su parte, el TRLSA y el TRLSA son textos excepcionales en este tema porque no regulan la conversión de ninguna clase de acciones.

¹²⁴⁸ El 25 de febrero de 1993 entraron en circulación 1.472.800 acciones del Banco Guipuzcoano con un valor nominal de 500 pesetas. Las acciones tenían la consideración de preferentes sin voto-A, ya que poseían el derecho de percibir un dividendo adicional especial equivalente al 50% del que se acuerde repartir a las acciones ordinarias y que nunca será inferior a 100 pesetas. El nominal máximo permitido es de 736.400.000 pesetas que representa el 20% del

la conversión de acciones no rescatables en rescatables, aunque aún no se han producido. Si existe el supuesto contrario, pues Agbar¹²⁴⁹ e Indra¹²⁵⁰ convirtieron acciones rescatables en no rescatables, según lo previsto en sus correspondientes Folletos de Emisión.

La conversión de acciones exige la correspondiente modificación de estatutos, como consecuencia del cambio en el contenido de derechos y obligaciones identificativos de la clase. Por efectos de la conversión, ciertas acciones de una determinada clase quedan transformadas en acciones de otra clase diferente.

La doctrina¹²⁵¹ distingue entre tres conceptos: "conversión facultativa" (la consentida por el titular de las acciones que se convierten), "conversión automática" (la producida en virtud de la correspondiente cláusula estatutaria de conversión) y "conversión forzosa" (la derivada de un acuerdo social que se impone al socio sin su consentimiento).

La "conversión facultativa" se produce cuando la junta general de una sociedad ofrece a sus accionistas la posibilidad de convertir sus acciones en acciones rescatables. La operación puede ser atractiva al inversor mediante la oferta de ciertos privilegios que compensen la redimibilidad consentida¹²⁵², pues si no se concede mayores privilegios los inversores no estarían mayoritariamente interesados. Entre los privilegios está el derecho de rescate, porque al inversor le puede interesar tener una opción de rescatar a un precio previsiblemente superior al del mercado.

La oferta de conversión debe ser acordada en junta mediante la correspondiente modificación de estatutos. En el acuerdo de la Junta de socios deberán fijarse las condiciones de conversión, principalmente el plazo y la forma para su ejercicio¹²⁵³. Como la creación de rescatables lleva implícita la reducción de capital inherente a su amortización, el acuerdo social

capital social del Banco. Este será el porcentaje una vez sea efectuada la reducción de 18 millones el 29-2-1992; hasta que no se haga la reducción de capital social, la cifra de acciones sin voto a emitir representaba el 19,9% del capital social. Un aspecto fundamental de esta emisión de acciones privilegiadas es su posible transformación. Las acciones preferentes sin voto serán asignadas a las solicitudes de transformación recibidas de los accionistas, quienes tendrán derecho a solicitar la transformación en la proporción de una acción preferente por una acción ordinaria. En consecuencia, no habrá lugar a desembolso en metálico alguno, y dicha transformación se llevará a cabo mediante el estampillado de las acciones ordinarias que acudan a la conversión. Las acciones preferentes sin voto de la serie "Preferente sin voto serie A" resultantes de la transformación, gozarán de un derecho de opción a convertirse en acciones ordinarias con voto, en la proporción de una acción ordinaria por una acción preferente, por quintas e iguales partes, mediante sorteo ante notario al final de los años 6º, 7º, 8º, 9º y 10º. El resultado del sorteo se publicará en los diez días siguientes a su celebración en el BORME y en los Boletines de cotización de las Bolsa donde coticen las acciones. Los titulares de las acciones preferentes sin voto a las que haya correspondido la opción de conversión, dispondrán para ejercitar su derecho del plazo de un mes, a partir de la fecha de la última publicación del resultado del sorteo, transcurrido el cual se entenderá renunciado por los titulares que no lo hayan ejercitado. Las acciones favorecidas por el sorteo y no convertidas no participarán en los sucesivos sorteos.

¹²⁴⁹ La "Caixa" concede a AGBAR una opción de compra sobre las acciones rescatables suscritas para posibilitar el cumplimiento por el emisor de los compromisos asumidos frente a los beneficiarios en el marco del Plan de Opciones Mayo 2001. Dicha opción de compra podía ser ejercitada por AGBAR, en una o varias veces, a medida que los beneficiarios ejercitaran, en su caso, las opciones concedidas. A tal fin, la "Caixa", una vez recibida la oportuna comunicación de ejercicio de la opción de compra por AGBAR, se comprometía a solicitar a ésta (como alternativa al rescate expresamente contemplada en el acuerdo de emisión) la conversión de acciones rescatables en acciones ordinarias, para su posterior transmisión por AGBAR a los beneficiarios correspondientes (o, en su caso, para su venta en el mercado en el supuesto de que el beneficiario optara por la liquidación por diferencias).

¹²⁵⁰ Las acciones rescatables de Indra permanecen en poder de la entidad financiera suscriptora hasta que los empleados beneficiarios del Plan de Opciones 2000 ejerzan, en su caso, las opciones. En ese momento, la entidad suscriptora renunciará al derecho de rescate de las acciones para que el emisor pueda convertirlas en acciones ordinarias y entregarlas posteriormente a los empleados que se acogan a la oferta de acciones ordinarias.

¹²⁵¹ Vid. PAZ ARES, C.: *¿Dividendos a cambio de votos?*, McGraw-Hill, Madrid, 1996, p. 23.

¹²⁵² Sin embargo, la doctrina no ha observado su utilidad. "Este modo de creación de acciones podría ... mostrarse contradictorio a la función económica que las acciones rescatables poseen, en tanto que, de acuerdo con el objetivo financiero, no tendría mucho sentido que una sociedad convirtiera acciones ordinarias o acciones sin voto en rescatables". Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada, La Ley, Madrid, 2007, p. 319.

¹²⁵³ Posteriormente se produce la aceptación de la oferta por los destinatarios que firman la correspondiente declaración de conversión y el canje de acciones.

de oferta de conversión tiene incorporado el correspondiente acuerdo de reducción de capital¹²⁵⁴. La oferta debe respetar el principio de paridad de trato: debe dirigirse por igual a todos los accionistas; en caso contrario, si la oferta afecta solamente a una clase de acciones, deberá respetarse lo establecido en el art. 293 TRLSC¹²⁵⁵. Si la sociedad es cotizada, la oferta de conversión deberá seguir los trámites de una OPA que no es formulada como compraventa, sino como permuta: la contraprestación ofrecida consiste en valores de nueva emisión a canjear por la emisora¹²⁵⁶.

La "conversión automática" se produce en ejecución de lo establecido en una cláusula estatutaria de conversión. La admisión de la licitud de este tipo de cláusulas supone reconocer viabilidad a una clase de acciones determinadas: las acciones convertibles¹²⁵⁷.

La "conversión forzosa" de acciones es la conversión (en este caso, de acciones ordinarias en acciones rescatables), con origen en un acuerdo social, que se impone al socio sin su consentimiento. Si se produjera una conversión forzosa, la modificación de la condición de las acciones implicará una variación perjudicial que deberá ser consentida por la mayoría de los accionistas afectados y responder a una causa justa, tratándose de la misma manera que una amortización forzosa. Una parte importante de nuestra doctrina ha defendido la ilegalidad de la conversión forzosa¹²⁵⁸, sin embargo, existen argumentos para admitir esta posibilidad, basándose en la similitud con la amortización forzosa¹²⁵⁹.

4.1.3. Conversión de obligaciones en acciones rescatables

Como las acciones rescatables son verdaderas acciones, nada impide emitir obligaciones convertibles en acciones rescatables¹²⁶⁰, cumpliendo los arts. 414-418 TRLSC acerca de la emisión, derechos y conversión de las obligaciones convertibles. En ninguno de los preceptos destinados a regular esta materia se exige que las obligaciones se conviertan en acciones no rescatables.

¹²⁵⁴ Puede resultar aplicable a este supuesto concreto lo establecido, por analogía, en el art. 170 TRLSA, con sólo entender «oferta de conversión» en lugar de «oferta de adquisición». El TRLSC regula la oferta de adquisición en el art. 339.

¹²⁵⁵ Es razonable entender aplicable por analogía lo dispuesto en el art. 339 TRLSC: a no ser que en el acuerdo de junta o en la propuesta de conversión se hubiese dispuesto otra cosa, cuando las acciones que acuden al canje no alcanzan el número previamente fijado, se entiende convertido el capital en la cantidad correspondiente.

¹²⁵⁶ Cfr. art. 10 en relación con el art. 9 del R.D. 1197/1991, de 26 de julio.

¹²⁵⁷ A favor de la consideración de las acciones convertibles como una clase de acciones se sitúa FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, op. cit., p. 227. Contrario a la consideración de las acciones convertibles como una clase SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo", *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, nº 613, 1992, 2495-2499, p. 2504 y ss. Las acciones convertibles siempre formarían una clase de acciones, independientemente del resto de derechos que posean. No estamos de acuerdo con que habría acciones convertibles ordinarias y acciones convertibles privilegiadas como afirma CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada, La Ley, Madrid, 2007, p. 319.

¹²⁵⁸ Vid. GARCÍA LUENGO, R. y SOTO VÁZQUEZ, R.: *El nuevo régimen jurídico de la Sociedad Anónima*, Editorial Comares, Granada, 1991, p. 427. VICENT CHULIA, F.: "Doctrina y ciencia de la legislación e institucionalización del Derecho Mercantil en la última década", en AA.VV. *Estudios Broseta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1995, p. 533. PAZ ARES, C.: *¿Dividendos a cambio de votos?*, op. cit., 1996, p. 27. SAGASTI AURREKOETXEA, J.: El régimen jurídico de las acciones sin voto en el derecho español y comparado de sociedades y de valores, Madrid, 1997, p. 305. CAMPUZANO LAGUILLO, A.: Las clases de acciones en la sociedad anónima, Civitas, Madrid, 2000, p. 272.

¹²⁵⁹ "Si el derecho positivo español admite expresamente la amortización forzosa de las acciones en art. 164.3 TRLSA, deberá también admitirse la conversión de ordinarias en rescatables mediante un acuerdo de la Junta con los requisitos del art. 148 TRLSA, aun sin el consentimiento individual de los accionistas afectados por la conversión". Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, op. cit., p. 228. "Entendemos lícita una conversión forzosa de acciones acordada en cumplimiento del procedimiento legal previsto en la Ley y con suficiente información dada al socio afectado, que garantice la indemnidad patrimonial de aquél y que sea conforme con el interés social. Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., 2007, p. 320.

¹²⁶⁰ Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables", op. cit., pp. 500-504. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, op. cit., p. 230. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 135.

La junta de accionistas, que acuerde la emisión de obligaciones convertibles en acciones rescatables, deberá tomar el acuerdo de aumentar el capital con la emisión de acciones rescatables en la cuantía necesaria (art. 414.1 TRLSC).

Las obligaciones que nacieron como no convertibles, pueden ser convertidas en acciones rescatables por medio del acuerdo de los obligacionistas (art. 430.d TRLSC). En el supuesto que las acciones rescatables tengan como destino a los obligacionistas, se deberá respetar lo previsto en el art. 504 y 505 TRLSC para excluir el derecho preferente de suscripción.

4.2. PROCEDIMIENTOS DE AMORTIZACIÓN

La mayor atención normativa de la figura se presta a los aspectos relativos al rescate, y dentro de ellos a los tres procedimientos para realizar la amortización de las acciones rescatables (art. 501 TRLSC).

4.2.1. Reducción de capital con cargo a recursos disponibles

El art. 501.1 TRLSC establece que la amortización de acciones rescatables deberá realizarse «con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la junta general con la finalidad de financiar la operación de amortización». El primero de los procedimientos establecidos en el art. 501.1 TRLSC es la reducción de capital con cargo a beneficios o reservas, tradicionalmente denominado amortización de capital. En este procedimiento, el importe de la disminución del valor nominal de las acciones o el del valor nominal de las acciones amortizadas deberá destinarse a una reserva, de la que sólo será posible disponer con los mismos requisitos que los exigidos para la reducción del capital social. El cumplimiento de este requisito permite excluir el derecho de oposición de acreedores.

La amortización de capital es un procedimiento muy antiguo, aunque ha tomado protagonismo por ser uno de los tres medios establecidos para financiar las acciones rescatables. Concretamente, es el método perfecto para financiar la clase de acciones cuyo privilegio sea el rescate previamente determinado.

El Derecho español no recoge el término “amortización de capital”, sino únicamente el de “amortización de acciones”¹²⁶¹. La denominación “amortización de capital” sólo se encuentra en la reserva del mismo nombre de la legislación contable¹²⁶².

Desde el punto de vista de la acción, observada como conjunto de derechos¹²⁶³, la amortización de acciones significa la “ruptura total del vínculo societario inherente a las acciones que se amortizan”¹²⁶⁴. Las más representativas finalidades prácticas de la amortización

¹²⁶¹ Cfr. arts. 45, 48.3, 76, 78, 91, 92 ter, 147, 162.5, 163, 164, 167, 170 y D.A. 1.5 TRLSA; arts. 160, 170, 171, 172, 173 RRM; arts. 341 y 501 TRLSC.

¹²⁶² La “Reserva por capital amortizado” es la subcuenta 1143 del Listado de Cuentas del PGC 2007. También aparecía en la anterior normativa contable, en la Cuenta 118 del Cuadro de Cuentas del PGC 1990.

¹²⁶³ Cfr. art. 93 TRLSC.

¹²⁶⁴ Vid. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: “Cuestiones en torno a la denominada amortización de capital”, *op. cit.*, 1971, p. 75. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: *La reducción de capital ...*, *op. cit.*, 1973, p. 132. VELASCO SAN PEDRO, CCJC, nº 11, 1986, p. 3577. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Las acciones rescatables o redimibles”, *La Ley*, tomo IV, 1164-1177, 1990. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento de los recursos propios*, Marcial Pons, Zaragoza, 1992. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Sobre la llamada reducción de capital con cargo a beneficios o reservas en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada”, *RDM*, 1995, nº 218, p. 1393. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.; AURIOLES MARTÍN: “La reducción de capital”, en AA.VV. dir. Por URÍA, MENÉNDEZ Y OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo VII, vol. 3º, Civitas, 1995, p. 131 y ss. SÁNCHEZ RUS: “La amortización forzosa de acciones en el Derecho español”, *Academia Sevillana del Notariado*, Edersa, tomo XI, 1998, p. 35. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Participación de trabajadores

de acciones son¹²⁶⁵: devolución de los socios de los recursos propios excedentarios¹²⁶⁶ (lo que puede ser denominado "capital exuberante", "capital excesivo" o "capital sobrante"¹²⁶⁷), rescate de la participación de los accionistas separados de la sociedad por causa legal o estatutaria, rescate de la participación del socio que sale forzosamente de la sociedad por impago de dividendos pasivos, rescate de las acciones sujetas a una cláusula limitativa de transmisibilidad, liquidación de la autocartera y cancelación de las acciones rescatables.

La amortización de capital es un concepto diferente (más restringido) al de amortización de acciones. La amortización de capital es una figura independiente del aumento de capital y de la disminución de capital, con unos efectos diferentes sobre los derechos de los socios y acreedores. Consiste en la adquisición, por parte de la sociedad, de sus propias acciones con los beneficios obtenidos en su gestión o por medio de las reservas disponibles que posee. Desde el punto de vista del accionista es el reembolso de las aportaciones de los socios a la sociedad por cualquiera de estos dos medios¹²⁶⁸.

La primera gran regulación de la amortización de capital se encuentra en la sección quinta de la Ley Francesa de Sociedades Mercantiles de julio de 1966. El término amortización de capital, que la tradición española utiliza, se deriva del recogido en el ordenamiento francés como *amortisation de capital*. El concepto galo de amortización de capital¹²⁶⁹ solamente puede ser efectuado por mandato de una junta extraordinaria o de los estatutos, y obligatoriamente debe reembolsar igual cantidad de recursos a cada clase de acciones. La amortización de capital francesa posibilita la recuperación por el accionista de su aportación inicial pero conservando su cualidad de miembro. Sus acciones tienen su origen en las *actions de jouissance*¹²⁷⁰ (por oposición a las *actions de capital*), que fundamentan una condición de socio venida a menos en virtud de la devolución del montante de la aportación inicial, con cargo a beneficios o a reservas disponibles. En primer lugar, pierden el derecho a las atribuciones patrimoniales a título de "primer dividendo", entendido como el resultante de aplicar una tasa de interés sobre el valor nominal desembolsado y no reembolsado de las acciones (art. 349 L n° 66-537). En segundo lugar pierden también el derecho al reembolso del nominal de las acciones (ya de disfrute, y sin capital que expresar) en los casos de disolución de la compañía (art. 210 L. n° 66-537).

y directivos en el capital de las sociedades anónimas, Examen de la cuestión en Derecho societario, *Revista de Derecho Mercantil*, n° 234, 1999, p. 1460. VELASCO SAN PEDRO: "amortización de participaciones y responsabilidad de los socios reembolsatarios", *Revista de Derecho de Sociedades*, 2001, n° 17, 2001, pp. 32 y ss. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002, p. 23. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Greenmail y amortización no paritaria de acciones y de participaciones. Un examen crítico del Estado de la Cuestión en nuestra jurisprudencia", *Revista de Derecho de Sociedades*, 2003, p. 42.

¹²⁶⁵ "Es imposible ... realizar una enumeración exhaustiva de las finalidades prácticas de la amortización de acciones". Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Greenmail y amortización ...", *op. cit.*, 2003, p. 42. Sin embargo, siguiendo a este autor, es posible citar las más representativas: devolución de los socios de los recursos propios excedentarios, liquidación de la autocartera, rescate de la participación de los accionistas que se separan de la sociedad por causa legal o estatutaria, rescate de la participación del socio que sale forzosamente de la sociedad por impago de dividendos pasivos, rescate de las acciones sujetas a una cláusula limitativa de la transmisibilidad, y por último, recuperación de las acciones rescatables. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Greenmail y amortización...", *op. cit.*, pp. 42-43.

¹²⁶⁶ El hecho de denominar al conjunto de los recursos propios sobrantes como un subcapital tiene su origen en el Derecho Mercantil italiano. La legislación italiana denomina, a los recursos propios excedentarios, *capitale exuberante*, entendido como el conjunto de recursos propios que excede de las necesidades de explotación de la compañía.

¹²⁶⁷ Estas tres denominaciones del capital son recogidas por FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Greenmail y amortización no paritaria de acciones y de participaciones...", *op. cit.*, pp. 42-43.

¹²⁶⁸ Así ha sido entendido anteriormente. Vid. NATTINI, A.: «Il negozio autorizzativo», *op. cit.*, 1912, p. 364. Vid. DEFOSSE, G.: *La place du consommateur ...*, *op. cit.*, 1949. DEFOSSE, G.: «*La gestion Financière des Entreprises*», *op. cit.*, 1956. DEFOSSE, G.: *Les valeurs mobilières*, *op. cit.*, 1971, p. 14. DEPALLENS, G.: *Financiación de empresas: ...*, *op. cit.*, 1967, p. 365. GAY DE MONTELLÁ: *La vida económica ...*, *op. cit.*, 1948, p. 185. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: "Cuestiones en torno ...", *op. cit.*, 1971, p. 41. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: *La reducción de capital ...*, *op. cit.*, 1973, p. 292. Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 28 de julio de 1986.

¹²⁶⁹ El concepto de amortización de capital establecido en el Derecho francés está regulado en un apartado diferente a la reducción de capital.

¹²⁷⁰ Se incluye la denominación *actions de jouissance* para relacionarlo con las acciones (*actions de capital*). La correcta nomenclatura es *bons de jouissance*, cuya traducción podría ser bonos de disfrute.

Conservan, por lo demás, el resto de derechos corporativos, de naturaleza económica, política o mixta. Con este sistema el capital social permanece intacto, mermando únicamente los valores de activo dispuestos para atender el reembolso.

La otra gran regulación de la amortización de capital es la alemana, que coincide con la legislación española en la materia, pero sólo en uno de los dos casos, el de rescate de acciones adquiridas con recursos disponibles, sin considerar el otro supuesto.

Aun sin utilizar esa denominación, la normativa mercantil española regula la amortización de capital recogiendo las dos acepciones del término (art. 335.3 TRLSC): la reducción de capital con cargo a beneficios o reservas disponibles, y la amortización de acciones adquiridas por la sociedad sin desembolso.

Este último supuesto es descrito por la doctrina como amortización de acciones "a título gratuito" o "de forma gratuita"¹²⁷¹, denominación que parece incorrecta porque este rescate de acciones tiene su origen en la adquisición de acciones pagadas con beneficios generados por la empresa y mantenidos en ella, es decir no repartidos a los accionistas.

En ambos supuestos de amortización de capital, el importe de la disminución del valor nominal de las acciones o el del valor nominal de las acciones amortizadas deberá destinarse a una reserva, de la que sólo será posible disponer con los mismos requisitos que los exigidos para la reducción del capital social. El cumplimiento de este requisito permite excluir el derecho de oposición de acreedores (art. 335.3 TRLSC).

Financieramente es necesario distinguir entre amortización de capital y reducción de capital, pues puede existir confusión ya que en ambas se minora la cifra de capital social. La reducción de capital claramente disminuye la indisponibilidad de recursos, provocando una minoración de las garantías de los acreedores; por esta razón, los acreedores poseen derecho de oposición cuando acontece esta operación. Por el contrario, la amortización de capital aparentemente¹²⁷² no disminuye los recursos indisponibles y, por tanto, la empresa no tiene obligación de conceder el derecho de oposición a los acreedores¹²⁷³.

¹²⁷¹ Vid. GAY DE MONTELLÁ: *La vida económica ...*, *op. cit.*, 1948, p. 185. PÉREZ DE LA CRUZ: "Cuestiones ...", *op. cit.*, 1971, p. 41. PÉREZ DE LA CRUZ: *La reducción de capital ...*, *op. cit.*, 1973, p. 292.

¹²⁷² Decimos aparentemente porque no es enteramente así, ya que realmente se produce una disminución de las garantías. Posteriormente desarrollaremos esta idea.

¹²⁷³ La normativa española sobre el régimen del capital de la empresa está directamente encaminada a servir de instrumento de garantía para compensar a los acreedores de la exoneración de responsabilidad de la que gozan los patrimonios personales de cada uno de los socios.

El principal instrumento de garantía establecido en la legislación española es el carácter indisponible del capital social de la empresa. Para los acreedores, la verdadera garantía no se deriva de la estabilidad del capital social sino de su indisponibilidad. La estabilidad del capital es un requisito necesario, pero no suficiente, para que la empresa mantenga las garantías a los acreedores, ya que a los mismos no les protege que la empresa tenga un cierto nivel de capital, sino que los recursos que representan esta cifra no puedan disponerse libremente por la dirección.

El capital no es la única partida que tiene un carácter indisponible, ya que existen otras partidas de neto que comparten esa función.

Los conceptos reservas disponibles y de libre disposición son recogidos en el TRLSC. En el art. 273 TRLSC aparece que "Se prohíbe igualmente toda distribución de beneficios a menos que el importe de las reservas disponibles sea, como mínimo, igual al importe de los gastos de investigación y desarrollo que figuren en el activo del balance". El art. 274.2 TRLSC "La reserva legal, mientras no supere el límite indicado, solo podrá destinarse a la compensación de pérdidas en el caso de que no existan otras reservas disponibles suficientes para este fin". El art. 303 TRLSC establece que "Cuando el aumento del capital se haga con cargo a reservas, podrán utilizarse para tal fin las reservas disponibles, las reservas por prima de asunción de participaciones sociales o de emisión de acciones y la reserva legal en su totalidad, si la sociedad fuera de responsabilidad limitada, o en la parte que exceda del diez por ciento del capital ya aumentado, si la sociedad fuera anónima". Respecto a las reservas de libre adquisición, el art. 140.1.d establece que "Cuando la adquisición haya sido autorizada por la junta general, se efectúe con cargo a beneficios o reservas de libre disposición y tenga por objeto participaciones de un socio separado o excluido de la sociedad, participaciones que se adquieran como consecuencia de la aplicación de una cláusula restrictiva de la transmisión de las mismas, o participaciones transmitidas mortis causa". El art. 273.2 TRLSC "Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, sólo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o

La posibilidad de amortización de las acciones rescatables, por medio de una reducción de capital social con cargo a beneficios o reservas disponibles, tiene una oscura redacción, tanto en el Derecho español como en el comunitario. La Segunda Directiva 77/91/CEE legisla la financiación de la operación que emplea sumas distribuibles (art. 15.1 II Directiva) y las características de la reserva indisponible que se dota para llevar a cabo la operación¹²⁷⁴. El art. 39 de la Segunda Directiva 77/91/CEE no menciona en ningún lugar el término "reducción de capital social" sino el de "recuperación"; como tampoco lo hace el Derecho español en los dos primeros apartados del art. 501 TRLSC destinado a regular la amortización de las rescatables¹²⁷⁵.

El Reglamento del Registro Mercantil (RRM) no regula esta operación, pues ninguno de los artículos destinados a la disciplina de la reducción de capital¹²⁷⁶ se ocupa de esta operación.

La operación de amortización de capital no aparece en el artículo del TRLSC destinado al enunciado de las modalidades de reducción en atención a su finalidad¹²⁷⁷, sino que se encuentra en los supuestos de exclusión del derecho de oposición de acreedores¹²⁷⁸ junto a los otros dos supuestos de exclusión: compensación de pérdidas, por un lado, y constitución o incremento de la reserva legal, por otro.

La finalidad de la dotación de la reserva indisponible del art. 501.2 TRLSC es evitar tener que cumplir con los requisitos de la reducción del capital social mediante devolución de aportaciones, lo que exige garantizar el derecho de oposición de acreedores del art. 334 TRLSC. Para que los acreedores no tengan derecho de oposición, el régimen de disponibilidad de la reserva dotada en sustitución de la cifra de capital correspondiente al nominal de las acciones que se amortizan tiene que ser muy próximo a la partida de capital social. Si la reserva que se dota con la amortización de las rescatables fuese disponible, sería preceptivo garantizar el derecho de oposición de acreedores porque sólo la reducción para dotar la reserva legal y la reserva por capital amortizado excluye el derecho de oposición¹²⁷⁹. En consecuencia, la reserva del art. 501.3 del TRLSC es una reserva indisponible¹²⁸⁰. La reserva indisponible creada en el supuesto de rescate con amortización de capital debería denominarse "reserva de capital amortizado para rescatar acciones rescatables", para diferenciarla de la reserva de capital amortizado sin el concurso de acciones rescatables.

Para el registro contable de una amortización de capital social financiada con recursos disponibles, es necesario practicar un ajuste en el neto por el importe correspondiente al valor nominal de las acciones retiradas o el de la cuantía en que queda reducida la cifra de capital social si la amortización afecta por igual a todas ellas. La cuenta de capital social se carga en la cuantía correspondiente a la amortización y se abona una cuenta de neto patrimonial que, si se desea que la reducción pueda formularse sin respetar el derecho de oposición de acreedores,

a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social".

¹²⁷⁴ Arts. 39.e y 39.g de la II Directiva.

¹²⁷⁵ En cambio, la Directiva se ocupa de legislar la financiación de la operación para lo que parece preceptivo el empleo de sumas distribuibles, entendiendo por tales aquellas que pueden aplicarse a una distribución de resultados. Cfr. art. 39.d. y 39.g de la Segunda Directiva 77/91/CEE en relación con lo dispuesto en el art. 15.1 de la II Directiva.

¹²⁷⁶ Arts. 170 a 173 del RRM.

¹²⁷⁷ Art. 317 del TRLSC.

¹²⁷⁸ Art. 335 del TRLSC.

¹²⁷⁹ Art. 335 del TRLSC.

¹²⁸⁰ La doctrina ha reconocido el paralelismo entre el primero de los métodos de rescate y la amortización de capital. También ha sido sensible a los aspectos particulares como la indisponibilidad de la reserva que la instrumentaliza: "A pesar del olvido legal por indicar este carácter, la reserva del art. 92 ter del TRLSA es indisponible, tanto por así imponerle la normativa comunitaria (cfr. art. 39.g de la Segunda Directiva CEE en materia de Sociedades) ... como por la ratio a la que parece atender". Vid. GARCÍA-CRUCES: "Notas en torno ...", *op. cit.*, p. 954.

debe ser indisponible¹²⁸¹. Con esta operatividad se pretende que la operación sea neutra a efectos de garantía, porque los recursos indisponibles alcanzan la misma cifra.

La reducción de capital conlleva consecuencias sobre los acreedores, ya que la disminución del capital se traduce en la salida efectiva de recursos (disminución del patrimonio con que la sociedad responde del cumplimiento de sus obligaciones) y en una rebaja en la efectividad de ciertos mecanismos de la integridad del capital en defensa del derecho de terceros (por un lado, se minora la cifra de retención¹²⁸², por el otro, se reducen los requisitos de autofinanciación obligatoria de tipo legal por dotación de la reserva legal)¹²⁸³.

En el ámbito de la UE, la reserva de capital amortizado de las rescatables (art. 39.e II Directiva) tiene un estatuto equiparable a la reserva indisponible de capital que nace de la amortización de acciones en el caso de la «retirada forzosa». El Derecho británico e irlandés contiene una extensa regulación del rescate y amortización de acciones propias¹²⁸⁴. La amortización de las rescatables entraña la reducción de la cifra del capital suscrito (*company's issued share capital*) y puede realizarse mediante una nueva ampliación de capital social cuyos recursos se emplean a este propósito (*out of the proceeds of a fresh issue of shares made for the purpose*) o con cargo a beneficios (*out of the company's profits*)¹²⁸⁵. En este último caso, no actúa el sistema de tutela de acreedores establecido para la reducción de la cifra de capital social porque el importe nominal de las acciones rescatadas se destina a una cuenta de reserva indisponible denominada *capital redemption reserve*. La *capital redemption reserve* es indisponible, como puede observarse en la *section 264.3 The Companies Act 1985* y en la *section 831.4 The Companies Act 2006*, donde se incluye entre las *undistributable reserves*. Esta partida sólo puede disponerse con los requisitos de la reducción de capital¹²⁸⁶. La reserva también puede emplearse para aumentar el capital con entrega de *bonus shares* a los accionistas¹²⁸⁷.

Si la cuantía de las reservas disponibles no permite el rescate íntegro de todas las acciones rescatables caben dos posibilidades. La primera es efectuar un rescate parcial, sólo hasta donde alcancen los recursos disponibles, y para el cual, o se reduce el valor nominal en proporción a todas las acciones, o se sortean las acciones que van a ser rescatadas. La segunda es completar la operación con recursos extraídos de los otros dos métodos (reducción de capital o una nueva emisión).

Para concluir, observamos, como una deficiencia legislativa, el escaso detalle de la amortización de capital. La amortización de capital es un método relativamente conocido, pero del que se desconoce su aplicación generalizada como herramienta para financiar el rescate de instrumentos financieros. Para ayudar a las empresas a emitir acciones rescatables, la legislación mercantil española debería establecer, de forma expresa, los destinos y posibles aplicaciones que tiene la "reserva de capital amortizado" del art. 335.3 TRLSC. De paso, debería resolver algunos aspectos menores, por ejemplo en el caso concreto de la aplicación de la reserva al saneamiento de pérdidas, debería identificar si es imputable la reserva a pérdidas antes o después de la reserva legal. La legislación contable española también debería ayudar, definiendo, en el Cuadro de Cuentas del PGC 2007, la cuenta de desglose "11421. Reserva de

¹²⁸¹ En la amortización de capital establecida en la legislación francesa y belga, se dota la cuenta «capital amortizado», "que no es sino la misma cuenta de capital social". Vid. LANGLOIS, G.; FRIÉDÉRICH, M. ; BURLAUD, A.: *Comptabilité approfondie*, Foucher, Paris, 1998, p. 1137. En los sistemas, como el español, en que la reducción de capital social entraña la reducción de la cifra de capital social, la cuenta de neto que se abona es una cuenta de reserva indisponible: la reserva por capital amortizado.

¹²⁸² Art. 273.2 TRLSC.

¹²⁸³ Art. 274 TRLSC.

¹²⁸⁴ *Redemption and purchase: Part V chapter VII*, s. 159-181.

¹²⁸⁵ Cfr. s. 160.1 *The Companies Act 1985*; art. 92 ter.1 del TRLSA; art.501 TRLSC y art. 39.d. II Directiva.

¹²⁸⁶ S. 170.4 *The Companies Act 1985*.

¹²⁸⁷ Tras esta operación, la reserva de capital (*paid up capital*) se convierte en verdadero capital (*paid up share capital*).

capital amortizado para rescatar acciones rescatables”, dentro del subgrupo 114, donde se incluyen las reservas especiales.

4.2.2. Nuevo aumento de capital social

Según el art. 501.1 TRLSC, la amortización de acciones rescatables, deberá realizarse «con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General con la finalidad de financiar la operación de amortización». Este apartado analiza la segunda de estas operaciones: realizar un nuevo aumento de capital social cuya finalidad sea la amortización de las rescatables¹²⁸⁸.

El acuerdo de reducción de capital puede ser posterior al de aumento. Sin embargo, resulta más razonable, sobre todo por su menor coste, realizar la adopción simultánea de ambos acuerdos. La operativa, entonces, sería similar a la operación acordeón¹²⁸⁹, recogida en el art. 343 TRLSC, que intercambia unos accionistas por otros¹²⁹⁰, aunque el orden de las operaciones sería el inverso: el rescate comenzaría con una emisión de acciones para posteriormente recuperar las acciones rescatables por medio de una disminución de capital, mientras que la operación acordeón se inicia con la reducción de capital.

Desde la perspectiva de la protección de la posición jurídica de terceros acreedores, la operación descrita es compleja en la medida en que se articula a través de dos operaciones simultáneas, y recíprocamente condicionadas. Esta compleja articulación de sendas operaciones societarias de aumento y de reducción de capital social persigue hacer innecesaria la tutela de la posición jurídica frente a los acreedores sociales mediante un mecanismo que no lesione, esto es que proteja, sus intereses.

En principio, la amortización de las rescatables reduce la cifra de retención, que supone el capital social, por el importe del nominal de las acciones rescatadas, provocando una salida de recursos patrimoniales de la sociedad a los socios por causa del reembolso y pago del precio de rescate, con la consiguiente minoración de las garantías de los acreedores. Sin embargo, esta disminución patrimonial y de la cifra de garantía se compensa con un incremento patrimonial y una elevación de la cifra de garantía derivada de la realización del aumento de capital social. La disminución de la cifra de capital social provocada por la amortización de las rescatables resulta compensada por un incremento en el capital social. La salida de recursos patrimoniales, a causa del reembolso de las rescatables, se financia con el importe de lo recibido por la sociedad en la suscripción de las nuevas acciones emitidas en la ampliación de capital social.

La legislación española no especifica si la nueva emisión debe ser de acciones ordinarias o rescatables¹²⁹¹. Derivado de su silencio, entendemos que la legislación española admite que la nueva emisión de acciones sea no rescatable o de nuevo rescatable. Ampliando más la idea, la operación no exige más requisitos que la compensación de la cifra de garantía: las nuevas acciones no tienen por qué pertenecer a la misma clase de las anteriormente rescatadas (pueden ser no rescatables)¹²⁹², ni tienen que ser de la misma serie (pueden tener otro valor

¹²⁸⁸ Esta alternativa no siempre ha sido incluida en nuestra legislación. El art. 114.6 del texto denominado “Especialidades en materia de emisión por parte de entidades con valores admitidos en negociación”, elaborado por la Comisión Especial designada por el Presidente de la CNMV sólo contempla el rescate con cargo a reservas o por medio de una reducción de capital. Este texto se pretendía incorporar, por vía de enmienda en el Senado, al Proyecto LRLMV. Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., 2004, p. 28.

¹²⁸⁹ Un estudio detallado de la operación acordeón puede observarse en CABANAS TREJO, R.: *Operación acordeón, pérdidas y concurso sociedad responsabilidad limitada*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2008.

¹²⁹⁰ Salvo que la reducción de capital social se realice para compensar pérdidas.

¹²⁹¹ Como la legislación española mantiene silencio sobre si la nueva emisión debe ser de acciones ordinarias o rescatables, entendemos que admite que la nueva emisión de acciones sea ordinaria o de nuevo rescatable. Por el contrario, el ordenamiento portugués enuncia que salvo especificación estatutaria en contra, la nueva emisión de acciones debe ser siempre rescatable. Vid. Código de las Sociedades Comerciales, art. 345.

¹²⁹² El capital del intermediario financiero *Wells Fargo & Co.* está compuesto por varias emisiones. Una de ellas son acciones rescatables mediante la entrega de acciones ordinarias de la misma empresa calculadas a valor de

nominal), ni tampoco han de emitirse el mismo número de acciones que se amortizan. Basta con que la cifra de capital que representen el aumento y la reducción de capital por sumatorio de los valores nominales de las acciones que se emiten y amortizan, respectivamente, sea la misma o, mejor aún, que la cifra del capital resultante de la operación sea igual o superior a la del capital de partida.

El legislador español exige que el precio de rescate sea financiado en su integridad con el producto de una nueva emisión de acciones (art. 501.1 TRLSC). La sociedad emisora coloca en el mercado una nueva emisión de acciones, y con los recursos financieros procedentes de la suscripción, la sociedad satisface a los accionistas, cuyas acciones se rescatan, el correspondiente precio de rescate, incluida, en su caso, la prima de rescate¹²⁹³.

No obstante, la esencia de la operación no es que el aumento de capital social del art. 501.1 TRLSC provea recursos con que pagar a los titulares de las rescatables amortizadas, sino que, desde la perspectiva de protección jurídica, la posición de los acreedores quede intacta. A los efectos de hacer innecesario garantizar el derecho de oposición de los acreedores sociales, no es preciso que el patrimonio posterior coincida con el patrimonio anterior¹²⁹⁴, ni que el capital previo coincida con el nuevo, sino que lo importante es que los recursos indisponibles se mantengan intactos¹²⁹⁵.

La «neutralidad» de la operación acordeón hace innecesaria la puesta en marcha de los mecanismos previstos en la Ley, y en la Directiva, para la protección de acreedores sociales en caso de reducción efectiva de capital. En este procedimiento no hay que dotar reserva indisponible alguna, porque el importe de la cuenta de capital social se mantiene inalterado, aunque la naturaleza de las acciones que la componen varíe. La sociedad mantiene el mismo activo y pasivo del balance, permitiendo que accionistas nuevos sustituyan a los accionistas salientes sin que en ningún momento disminuya el neto.

Si en la emisión se estableció el rescate por medio de una nueva emisión, no será necesario un nuevo acuerdo de la junta general de accionistas para realizar la nueva ampliación de capital; únicamente en el supuesto de que no se hubiera previsto en la emisión inicial, será necesario un nuevo acuerdo.

4.2.3. Reducción efectiva de capital social

El art. 501.3 TRLSC afirma que «en el caso de que no existiesen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación, la amortización sólo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones». La clase de reducción a que se refiere este precepto es la reducción de capital que pertenece a una de las modalidades del art. 317 TRLSC en atención a su finalidad¹²⁹⁶: la reducción con devolución de aportaciones¹²⁹⁷. Este tipo de

mercado. En este caso se observa como la nueva emisión no será rescatable. *Vid.* WELLS FARGO & CO.: *Annual Report 2009*, Wells Fargo & Co. Inc., Fort Lauderdale, CA, 2010.

¹²⁹³ Por lo tanto, el importe conseguido con la emisión de nuevas acciones (la parte desembolsada del capital y toda la prima que debe estar totalmente desembolsada) debería ser mayor o igual a la cantidad reembolsada a los accionistas rescatados. Esto no es un requerimiento legal, pero sí financiero.

¹²⁹⁴ Aunque el legislador parece dar a entender que el patrimonio social queda intacto tras la operación de rescate de las acciones mediante aumento de capital social, lo esencial no es tanto que el aumento de capital social del art. 501.1 TRLSC permita llegar recursos con que pagar a los accionistas titulares de las rescatables amortizadas, si no que desde la perspectiva de su protección jurídica, la posición de los terceros acreedores quede intacta.

¹²⁹⁵ A los efectos de hacer innecesario garantizar el derecho de oposición de los acreedores sociales, lo esencial es que la cifra de patrimonio vinculado, y no la del patrimonio real, quede inalterada. No es necesario que el patrimonio posterior coincida con el patrimonio anterior, sino que lo importante es que los recursos indisponibles se mantengan intactos.

¹²⁹⁶ Esta idea es desarrollada por FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, p. 297.

¹²⁹⁷ Entendiendo por «devolución de aportaciones», no el pago de cuanto se desembolsó por los accionistas rescatables, sino el pago del precio de rescate.

reducción de capital, conocida como «reducción efectiva» (por oposición a la reducción “nominal” o “contable”) exige que se respete el derecho de oposición de acreedores establecido en el art. 334 TRLSC. A diferencia de lo que ocurría en los dos mecanismos analizados en los apartados anteriores, la reducción de capital social sí va acompañada tanto de una clara disminución de la cifra de capital como de una minoración de los recursos disponibles.

No se plantea una reducción efectiva como solución para amortizar las rescatables en ninguna de las tres normativas de nuestro entorno: ni en la II Directiva, ni en la legislación británica¹²⁹⁸ ni en la portuguesa. El Derecho español sí que lo reconoce, en un párrafo separado de los otros dos métodos.

El Derecho español no establece norma general alguna, según la cual no pueda practicarse una reducción de capital con restitución de aportaciones en caso de pérdidas. Solamente existe una excepción en entidades sujetas a regímenes de supervisión de recursos propios. En estas entidades, no puede procederse al reembolso, si con ello se ve afectada la solvencia de la entidad¹²⁹⁹.

El legislador ha establecido tres procedimientos, pero el rescate por medio de una reducción de capital es subsidiario a los demás¹³⁰⁰, ya que sólo se podrá acudir a ellos cuando no existan reservas disponibles en cuantía suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación. El legislador no ha regulado expresamente la subsidiariedad de la tercera medida, el texto mejoraría ostensiblemente si lo expresara con claridad¹³⁰¹.

4.2.4. Protección de los procedimientos de rescate

La legislación mercantil española tradicionalmente tiene, como uno de sus principales objetivos, preservar las garantías de los acreedores sociales. En el ámbito de las acciones rescatables, esta finalidad puede ser difícil de cumplir debido a la legislación tan flexible establecida en el TRLSC. El rescate ha de conciliar, cuando menos, dos intereses: el del socio al reintegro y el del acreedor a no ver perjudicada su posición¹³⁰².

¹²⁹⁸ Sólo admitidas para *privates companies*. En este tipo de compañías el procedimiento de reducción de capital es una vía excepcional, pues sólo será posible su utilización cuando los recursos disponibles y los fondos procedentes de una emisión de acciones al efecto resulten insuficientes para afrontar el pago íntegro del rescate (s. 710 *The Companies Act 2006*). La doctrina destaca que supone un evidente peligro para los acreedores sociales, por lo que se entiende la rigurosidad de las disposiciones legales establecidas en la s. 710 *The Companies Act 2006*. Vid. GOWER S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., 1997, pp. 319. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones...*, op. cit., 2008, p. 154. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, pp. 191 y ss. BOWEN, N.: *Fox & Bowen on The Law of Private Companies*, London, 1995, pp. 161 y ss.

¹²⁹⁹ Cfr. para las entidades de crédito el art. 22.3.c del R.D. 1343/1992, de 6 de noviembre y la Norma 8.a de la Circular del Banco de España número 5/1993, de 26 de marzo.

¹³⁰⁰ La opinión de que la reducción de capital es un método subsidiario a los otros dos es compartida por otros autores. Vid. ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, op. cit., 2004, p. 296. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima ...*, op. cit., 2007, p. 351.

¹³⁰¹ La doctrina identifica un problema con la necesidad de reducir capital social, donde no parece existir. La tenue redacción puede ser interpretada, según algunos autores como que sólo se producirá una reducción de capital en el tercer supuesto, y no en una amortización de capital y una nueva emisión. Vid. ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, op. cit., 2004, p. 296. La interpretación correcta es que en los tres supuestos se producirá una reducción de capital, porque “una amortización de acciones que no implique la correlativa reducción de capital es inaceptable en nuestro derecho”. Vid. GARCÍA CRUCES J.A.: “Las acciones rescatables”, *La Ley*, 24 de mayo, 1999, pp. 1953-1954. Con similares argumentos ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, op. cit., 1999, p. 41. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Las acciones rescatables”, *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, pp. 1-6. URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. Y GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “La sociedad anónima: la acción en general” en *Curso de Derecho Mercantil*, I, Civitas, 1999, pp. 815-837. ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, op. cit., 2004, pp. 296-297.

¹³⁰² La emisión de acciones rescatables produce diversos efectos económicos en la empresa emisora y en las personas físicas y jurídicas con las que se relaciona. Para que finalmente se concrete una emisión de acciones rescatables, es necesario que, a priori, se considere ventajosa para todos los sujetos afectados: sociedad emisora, accionistas que la van a suscribir y accionistas que pertenecían a la sociedad previamente. La posible emisión de

El art. 501.1 TRLSC establece tres métodos para realizar el rescate: con cargo a reservas disponibles, con una nueva emisión o por medio de una reducción de capital efectiva. Los derechos de los acreedores deben estar protegidos en los tres casos, siendo el medio de garantizarlos diferente en cada uno de ellos (amortización de capital, nueva emisión de acciones o reducción de capital).

4.2.4.1. Rescate con cargo a reservas disponibles

La amortización de capital se realiza con cargo a reservas disponibles según el procedimiento establecido en el art. 335 TRLSC. En este caso, la sociedad deberá constituir una reserva de carácter indisponible (reserva de capital amortizado) por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas. Con la creación de esta reserva, la legislación entiende que los acreedores no ven perjudicada su posición y, por tanto, no tendrán derecho de oposición, pues la indisponibilidad supone la garantía frente a la sociedad de los acreedores para cobrar sus derechos en el futuro.

Aparentemente, el rescate con cargo a reservas disponibles no perjudica a los acreedores por la naturaleza del proceso. El patrimonio se reduce porque ha retirado fondos de los que se puede disponer libremente. Al acreedor, que ha operado con una sociedad con un determinado nivel de recursos indisponibles (capital social más reservas indisponibles), se le garantiza por medio de la creación de una reserva indisponible que mantiene en el mismo nivel a los recursos indisponibles¹³⁰³.

Aunque la amortización de capital presenta grandes ventajas, la figura no cumple perfectamente sus propósitos, ya que existe una deficiencia. La finalidad de la amortización de capital es mantener las garantías de los acreedores, pero no se consigue totalmente, pues se produce una pequeña disminución efectiva de las indisponibilidades. Para comprobarlo, se detalla a continuación el análisis contable comparativo entre las operaciones de reducción de capital y de amortización de capital, partiendo de un mismo balance.

acciones rescatables genera conflictos de intereses entre los integrantes de la entidad emisora. El principal se produce en la conciliación de dos intereses contrapuestos: el inversor posee un derecho al reintegro y el acreedor tiene derecho a que no disminuyan sus garantías. Otros conflictos aparecen entre los accionistas no rescatables y los titulares de acciones rescatables, y entre el conjunto de accionistas y los administradores. Los administradores tienen como objetivo maximizar el valor de mercado del conjunto de las acciones, por lo tanto, ante dos decisiones contrapuestas, en la mayoría de los casos intentarán beneficiar a las más numerosas, las no rescatables, en perjuicio de las rescatables. *Vid.* CLARK, ROBERT C.: *Corporate Law*, Little Brown and Company, Boston, 1986, p. 626, quien aporta una idea adicional, "los administradores, al igual que desean cancelar las deudas cuando la sociedad esté capacitada para ello, desean cancelar las acciones rescatables en el menor plazo posible".

¹³⁰³ El rescate con cargo a reservas disponibles no perjudica aparentemente a los acreedores por dos razones. En primer lugar, el patrimonio se reduce porque ha retirado fondos de los que puede disponerse libremente (resultados positivos o reservas disponibles). En segundo lugar, al acreedor, que ha operado con una sociedad con un determinado capital social, se le garantiza con la creación de una reserva indisponible. Para que el proceso de amortización de capital tuviese una garantía con efectividad total, la empresa emisora debería tener, en el momento de la emisión, reservas de libre disposición en su pasivo, que en el momento del rescate pudieran ser convertidas en reservas indisponibles y, además, debería prever la posible insuficiencia de reservas libres para el momento del rescate. El art. 47 del Anteproyecto analizaba el supuesto de la insuficiencia de los beneficios y las reservas libres para abonar el importe previsto en los estatutos para el rescate, conviniendo que, en este caso, se distribuirá entre éstas la cantidad disponible, reduciendo su valor nominal en la proporción correspondiente. Si los estatutos establecieran que únicamente se produjese el rescate si existieran suficientes reservas disponibles para realizarlo, se podría provocar un perjuicio en los derechos de los accionistas rescatables. Para protegerse de esto, los accionistas podrían exigir, en el contrato de emisión, la dotación anual de una reserva con la intención de tener recursos suficientes para el rescate.

ACTIVO	PASIVO
Activo no corriente 1000 Bancos 1000	Capital Social 1000 Reservas Indisponibles 300 Reservas Disponibles 100 Pérdidas y Ganancias 200 Pasivo exigible 400
2.000	2.000

En el momento anterior a la realización de operación alguna, aparece un balance de situación que arroja una cifra de activo de dos mil euros, y un patrimonio neto de mil seiscientos euros, siendo la garantía con la que cuentan los acreedores para cobrar sus deudas de mil trescientos euros.

Activo total = Pasivo total = 2000 Patrimonio Neto = Neto + Beneficios = 1000 + 300 + 100 + 200 = 1600 Patrimonio Neto = Activo Real – Pasivo Exigible = 2000 - 400 = 1600 Recursos Indisponibles garantía de acreedores = 1000 + 300 = 1300

En el supuesto de reducción de capital de 300 euros, con cargo a cuentas de activos circulantes disponibles, la empresa realiza el siguiente asiento.

DEBE	CONCEPTO		HABER
300	Capital social	Tesorería	300

La situación después de la reducción de capital "efectiva" es la señalada a continuación.

ACTIVO	PASIVO
Activo no corriente 1000 Bancos 700	Capital Social 700 Reservas Indisponibles 300 Reservas Disponibles 100 Pérdidas y Ganancias 200 Pasivo exigible 400
1.700	1.700

Activo total = Pasivo total = 1700 Patrimonio Neto = Neto + Beneficios = 700 + 300 + 100 + 200 = 1300 Patrimonio Neto = Activo Real – Pasivo Exigible = 1700 - 400 = 1300 Recursos Indisponibles garantía de acreedores = 700 + 300 = 1000

Tras la reducción de capital se ha producido una disminución de capital, de patrimonio, y lo que es más representativo para los acreedores, se ha producido un descenso de los recursos disponibles.

En este caso, la rebaja de las garantías de los acreedores es evidente, por lo tanto, necesita el consentimiento de los acreedores (art. 334 TRLSC) para que pueda llevarse a cabo.

Por el contrario, si en vez de la reducción de capital social efectiva se realiza una amortización de capital, por medio de una disminución de capital con cargo a beneficios de 200 euros y de reservas disponibles de 100 euros, se dota una reserva de capital amortizado que permite realizar la operación sin conceder el derecho de oposición de acreedores (art. 335 TRLSC).

ACTIVO	PASIVO
Activo no corriente 1000 Bancos 1.000	Capital Social 1000 Reservas Indisponibles 300 Reservas Disponibles 100 Pérdidas y Ganancias 200 Pasivo exigible 400
2.000	2.000

Activo total = Pasivo total = 2000
 Patrimonio Neto = Neto + Beneficios = 1000 + 300 + 100 + 200 = 1600
 Patrimonio Neto = Activo Real – Pasivo Exigible = 2000 - 400 = 1600
 Recursos Indisponibles garantía de acreedores = 1000 + 300 = 1300

La amortización de capital se realiza por medio de dos asientos: en el primero se amortizan las acciones y en el segundo se dota una reserva indisponible con origen en recursos disponibles.

DEBE	CONCEPTO		HABER
300	Capital social	Tesorería	300

DEBE	CONCEPTO		HABER
100	Reservas Disponibles	Reservas Indisponibles	300
200	Beneficios		

Después de la amortización de capital, la empresa del ejemplo presenta el siguiente balance.

ACTIVO	PASIVO
Activo no corriente 1000 Bancos 700	Capital Social 700 Reservas Indisponibles 600 Pasivo exigible 400
1.700	1.700

Activo total = Pasivo total = 1700
 Patrimonio Neto = Neto + Beneficios = 700 + 600 = 1300
 Patrimonio Neto = Activo Real – Pasivo Exigible = 1700 - 400 = 1300
 Recursos Indisponibles garantía de acreedores = 700 + 600 = 1300

La exclusión del derecho de oposición de acreedores, en la realización de una amortización de capital, se basa en que, aunque las cifras de activo, de pasivo y de patrimonio neto hayan disminuido, aparentemente los recursos indisponibles no. Analizando la situación con atención se observa que, al disminuir la cifra de capital, se minora también la cifra de indisponibilidad de la reserva legal establecida como un porcentaje de aquella, lo que realmente supone una rebaja de las garantías de los acreedores.

Aunque las cuentas consideradas indisponibles incluyan saldos elevados, únicamente es indisponible el importe establecido en la legislación mercantil a tal efecto. Por esta razón, los enormes esfuerzos del legislador para proteger a los acreedores, desatendiendo otras posibles medidas, al menos en este supuesto, no han tenido éxito. Sin embargo, la desprotección es

mínima y no puede desvirtuar el procedimiento de amortización de capital como medida de protección.

4.2.4.2. Rescate con una nueva emisión de acciones

El segundo supuesto de rescate consiste en financiarlo con una nueva emisión de acciones, siendo necesario que el importe obtenido por la nueva emisión (capital más prima de emisión) sea igual o superior al importe a reembolsar. En este procedimiento se sustituye el capital que se reduce tras el rescate por una nueva emisión realizada a tal efecto. Esta opción no requiere dotar una reserva ni respetar el derecho de oposición de los acreedores del art. 335 TRLSC porque los recursos de la sociedad permanecen constantes, sirviendo como garantía a los acreedores.

El importe desembolsado en la nueva emisión (capital más prima de emisión) debe cubrir, al menos, el importe a reembolsar. En el supuesto que no se cubra esta cantidad, se deberán establecer procedimientos para que las garantías de los acreedores no disminuyan. La primera medida sería concederles el derecho de oposición, de tal forma que el rescate no pueda ser realizado hasta que no se garanticen los créditos de los acreedores que así lo exijan. La segunda medida sería dotar una reserva indisponible por la parte del nominal amortizado no desembolsado.

Aunque la financiación del rescate con una nueva emisión no vulnera los intereses de los acreedores, este procedimiento podría estar vinculado con la comisión de una práctica delictiva, como es la refinanciación constante de sucesivas emisiones de acciones rescatables que provoquen una "espiral sin fin" o "huida hacia delante"¹³⁰⁴ que desemboquen en financiaciones piramidales del tipo *Ponzi*¹³⁰⁵, donde el dinero aportado por los nuevos inversores sea utilizado para pagar intereses a los inversores anteriores, creando una continua necesidad de fondos.

El segundo método de rescate es el más adecuado; la posibilidad de que sea cometido un delito por medio de él, no puede ser razón suficiente para no considerarlo preferencial. Mucho más, cuando las autoridades y el propio mercado (no suscribiendo las sucesivas emisiones) pueden impedir que se produzca el delito.

4.2.4.3. Rescate con una reducción efectiva de capital

La reducción de capital, al contrario que la amortización de capital, claramente disminuye las garantías de los acreedores, porque los recursos indisponibles han sufrido una minoración.

En el supuesto de reducción de capital, el rescate debe ser acordado por la junta general de accionistas¹³⁰⁶ con el *quorum* de modificación estatutaria y con el consentimiento de la mayoría de los accionistas cuyas acciones se amortizan; además, debe ser publicado en el

¹³⁰⁴ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 71, julio- septiembre, 1998, pp. 851-852. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, 1999, p. 30. GARCÍA CRUCES J.A.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, 24 de mayo, 1999, p. 1957. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: Sociedad anónima modelo 1988 ..., *op. cit.*, 1999, pp. 3 y ss. YANES YANES, P.: "Notas sobre las alternativas de financiación del reembolso de acciones rescatables", *Anales de la Facultad de Derecho de la Universidad de La Laguna*, nº 19, 2002, pp. 96 y ss. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, 2004, pp. 96-99.

¹³⁰⁵ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: Sociedad anónima modelo 1988 ..., *op. cit.*, 1999, pp. 3 y ss. YANES YANES, P.: "Notas sobre las alternativas de financiación del reembolso de acciones rescatables", *Anales de la Facultad de Derecho de la Universidad de La Laguna*, nº 19, 2002, pp. 101 y ss. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, 2004, pp. 186 y ss.

¹³⁰⁶ Una reducción de capital social sin intervención de la Junta General de Accionistas vulneraría, tanto el art. 30 de la Segunda Directiva 77/91/CEE "cualquier reducción del capital suscrito debe subordinarse al menos al acuerdo de la Junta General", como el art. 318.1 TRLSC "la reducción del capital social habrá de acordarse por la junta general con los requisitos de la modificación de estatutos".

Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME) y en un medio adicional (página web o periódico)¹³⁰⁷.

El acuerdo de reducción de capital debe producirse simultáneamente (o con carácter previo) al de emisión de acciones rescatables en la Junta General de accionistas. El acuerdo debe expresar (art. 318 TRLSC) la finalidad (el reembolso de las acciones rescatadas), la cifra de reducción, el plazo en que han de ser rescatadas y la suma que haya de abonarse a los accionistas.

4.2.4.4. Comparativa de los efectos de los diferentes métodos

En una entidad con acciones rescatables confluyen diferentes intereses: los accionistas exigen el rescate de sus acciones, la empresa no desea reducir capital con cargo a reservas disponibles o beneficios, y los acreedores pueden, por medio de su derecho de oposición, impedir la reducción con cargo a otros medios.

El rescate por amortización de capital y por disminución efectiva de capital social, para la empresa emisora, conlleva un menor número de acciones a las que garantizar sus derechos, entre ellos, el de participar en las ganancias. Además, como consecuencia de poseer una inferior cifra de capital a la empresa le corresponde, desde el momento en que se produjo el rescate, un inferior límite máximo de reserva legal.

La legislación mercantil considera¹³⁰⁸ que las garantías de los acreedores permanecen intactas con la amortización de acciones rescatables con cargo a reservas disponibles y con una nueva emisión de acciones. En el caso de que la amortización de acciones rescatables sea con cargo a reservas disponibles, la reserva indisponible compensa la disminución de la cuenta de capital, permaneciendo constante los recursos indisponibles en la empresa. Si la financiación es con una nueva emisión de acciones, la salida de recursos de la empresa es compensada con la entrada de recursos aportados por los nuevos socios.

Frente a los dos mecanismos anteriores, la amortización con una disminución de capital supone una disminución de recursos indisponibles y, por tanto, de garantías de acreedores. Para realizar una amortización con reducción de capital es necesario el acuerdo de la Junta General y respetar el derecho de oposición, lo que no ocurre en los otros dos métodos.

La disminución de las garantías en la reducción de capital es evidente y, como hemos demostrado, en la amortización de capital no es posible afirmar que las garantías de los acreedores permanezcan intactas. Por todo ello, el método que ofrece más garantías es la financiación del rescate con una nueva emisión, y ello debería ser tenido en cuenta por el legislador a la hora de redactar el texto, estableciéndolo como el medio de rescate preferente sobre el resto.

¹³⁰⁷ La redacción original de los arts. 318 y ss. TRLSC establecía que era obligatoria la publicidad “en un periódico de gran circulación en la provincia en que la sociedad tenga su domicilio para que los acreedores puedan hacer efectivo su derecho de oposición”. Sin embargo, el Real Decreto-ley 13/2010, de 3 de diciembre de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar la inversión y la creación de empleo, en su artículo 6. cinco, modifica el redactado anterior por el siguiente, en vigor desde el 3 de diciembre de 2010. Desde ese momento el art. 319 TRLSC establece que “el acuerdo de reducción del capital de las sociedades anónimas deberá ser publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en la página web de la sociedad o, en el caso de que no exista, en un periódico de gran circulación en la provincia en que la sociedad tenga su domicilio”.

¹³⁰⁸ Aunque como hemos visto en la amortización de capital no es enteramente verdad.

4.2.5. Disponibilidad de las reservas

La legislación mercantil española sobre el aumento de capital y la reducción de capital se basa en la consideración de una parte de las reservas como disponibles y otras como indisponibles.

A pesar de la importancia de este concepto, el regulador no ha establecido el significado concreto para que un recurso sea calificado como disponible o indisponible; tampoco ha diferenciado el nivel de disponibilidad de cada uno de los recursos.

Las garantías de los acreedores se materializan en los recursos indisponibles. De esta manera, para salvaguardar las garantías, es imprescindible conocer de forma clara cuales son los recursos indisponibles. El presente apartado pretende realizar dos actuaciones imprescindibles que, sin embargo, el legislador mercantil no ha llevado a cabo: establecer el significado concreto de que uno de los recursos sea disponible o indisponible, y diferenciar el nivel de disponibilidad de cada uno de los recursos de neto¹³⁰⁹.

Los recursos de neto se clasifican normalmente por el criterio de su naturaleza (reserva legal, reservas estatutarias, reserva de fondo de comercio, reservas voluntarias,...), sin embargo, también es posible realizar otra clasificación en función de su disponibilidad.

El estudio de los elementos del neto en función de su disponibilidad, consiste en analizar la función que tienen estos recursos dentro de la empresa, independientemente de su naturaleza. Las fuentes de financiación pueden tener multitud de naturalezas, pero sólo dos funciones o destinos: ser la garantía de los recursos de la empresa frente a terceros o no serlo.

Antes de realizar las dos actuaciones objeto de este apartado, es necesario detallar (en dos subapartados) la importancia y función de las garantías de los acreedores y la relación entre el Derecho mercantil y contable sobre el tema.

4.2.5.1. Garantías de los acreedores

La legislación mercantil española intenta proteger el tráfico mercantil incidiendo en la salvaguarda de los intereses de los acreedores por encima del resto de figuras. Podría haber protegido a otros partícipes de la actividad empresarial, como al accionista, pero ha considerado más oportuno incidir en la protección del acreedor.

La garantía de una sociedad colectiva, o cualquier otra figura de responsabilidad ilimitada frente a sus acreedores, es el patrimonio personal de los socios, tanto presente como futuro. Sin embargo, en un análisis somero, la garantía de los acreedores en las SA y SRL es su capital, ya que lo único que puede perder un socio es la cantidad aportada.

Para que el capital social constituya una auténtica garantía para los acreedores, deberá estar materializado en activos reales. La disminución de capital con cargo a partidas del activo circulante, constituye una reducción de la garantía de los acreedores, puesto que dichos activos reembolsados a los accionistas ya no podrán ser utilizados en el futuro por la sociedad para pagar sus deudas.

¹³⁰⁹ Esta investigación pretende definir el concepto de la indisponibilidad de los recursos de neto para, a continuación, realizar un estudio detallado del nivel de disponibilidad de cada componente de neto. Para ello, no se analiza únicamente las partidas incluidas como reservas en el listado del Cuadro de Cuentas del PGC 2007 y PGC-PYMES, también se evalúa el resto de partidas recogidas en los subgrupos 10, 11, 12 y 13 de los citados listados.

La legislación mercantil española trata de proteger a los acreedores de la sociedad en un proceso de reducción del capital que disminuye sus garantías, ya que si no se les garantizan sus créditos de manera suficiente, disminuirían las cifras que responden a los mismos. Por esta razón, el TRLSC tiene previsto dos medidas para proteger a los acreedores ante una posible reducción de capital: el derecho de oposición y las reservas por capital amortizado.

Si profundizamos más, la garantía de los acreedores no es única y exclusivamente la cifra contable capital, ni los fondos propios, ni el patrimonio neto, sino que es el concepto mercantil de recursos indisponibles. Las reservas en el PGC 2007 están divididas según un criterio de naturaleza: legal, voluntaria, prima de emisión, etc. Sin embargo, la clasificación por naturaleza no es la más representativa a efectos mercantiles; la categorización más representativa de las reservas es la centrada en la disponibilidad de los recursos. De esta forma, todas las reservas pueden ser clasificadas en dos categorías: disponibles e indisponibles. Los recursos indisponibles son los que no pueden ser utilizados en operaciones que disminuyan las garantías de los acreedores, por lo que la empresa que posea más recursos indisponibles ofrece mayores garantías a los sujetos que deben recibir dinero de ella. Los recursos indisponibles están compuestos por el capital social y las reservas indisponibles.

El principal instrumento para mantener las garantías a los acreedores es el derecho de oposición, que la legislación mercantil concede a los acreedores. Ahora bien, esta garantía para los acreedores no se contempla en todas las finalidades de reducción de capital social¹³¹⁰. El art. 335 TRLSC enumera tres supuestos para los que existe exclusión del derecho de oposición¹³¹¹.

En el primer apartado del art. 335 TRLSC, saneamiento de pérdidas, el legislador justifica que el acreedor no deba tener derecho de oposición porque los activos de la sociedad que le sirven de garantía no han variado con la operación de reducción de capital. En el momento de reducir capital sólo se ha producido un ajuste de las cuentas del neto patrimonial. En todo caso, la pérdida de garantía frente a los acreedores se produjo en los periodos contables en los que se fueron acumulando las pérdidas.

En el caso de una reducción de capital por constitución o incremento de reserva legal, el legislador entiende que se cambia un recurso indisponible (capital) por otro recurso indisponible (reserva legal), y si esto es así, no debe existir derecho de oposición, porque no se han disminuido las garantías frente a los acreedores al mantenerse constante la cifra de recursos indisponibles.

El legislador también recoge la exclusión de derecho de oposición en el art. 335.3 TRLSC, reducción de capital con cargo a reservas disponibles o parcialmente disponibles, también llamada amortización de capital, En este caso, la salvaguarda de las garantías de los acreedores

¹³¹⁰ El derecho de oposición de los acreedores queda recogido en el art. 334 del TRLSC, denominado Derecho de oposición de los acreedores de sociedades anónimas: “1. Los acreedores de la sociedad anónima cuyos créditos hayan nacido antes de la fecha del último anuncio del acuerdo de reducción del capital, no hayan vencido en ese momento y hasta que se les garanticen tales créditos tendrán el derecho de oponerse a la reducción. 2. Los acreedores cuyos créditos se encuentren ya suficientemente garantizados no gozarán de este derecho”. El art. 334 TRLSC tiene concordancia con art. 166 TRLSA, art. 79 LSRL, art. 170.4 del RRM, arts. 167 y 289 TRLSA, STS de 12 de noviembre de 2003 (Sala 1ª), Resolución DGRN 29 de marzo de 2000 y Resolución DGRN 9 de mayo de 1998.

¹³¹¹ El art. 335 TRLSC establece que “los acreedores no podrán oponerse a la reducción en tres casos: a) Cuando la reducción del capital tenga por única finalidad restablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio neto de la sociedad disminuido por consecuencia de pérdidas. b) Cuando la reducción tenga por finalidad la constitución o el incremento de la reserva legal. c) Cuando la reducción se realice con cargo a beneficios o a reservas libres o por vía de amortización de participaciones sociales o de acciones adquiridas por la sociedad a título gratuito. En este caso, el importe del valor nominal de las participaciones sociales o de las acciones amortizadas o de la disminución del valor nominal de las mismas deberá destinarse a una reserva de la que sólo será posible disponer con los mismos requisitos exigidos para la reducción del capital social”. El art. 335 TRLSC tiene concordancia con el art. 167 TRLSA, el art. 82 LSRL, art. 171.2 RRM, arts. 77, 163, 164.4, 166, 178 y 214 TRLSA, Resolución DGRN 29 de marzo de 2000, Resolución DGRN 1 de octubre de 2004, Resolución DGRN 25 de febrero de 2004.

en la operación es alta porque se minorra la cifra de capital a cambio de aumentar una reserva indisponible por el mismo importe (reserva por capital amortizado). La creación de dicha reserva pretende mantener la cifra de recursos indisponibles (capital más reservas indisponibles) del patrimonio de la sociedad como garantía permanente frente a los acreedores.

Si fuésemos críticos con la legislación vigente, es posible observar dos puntos discordantes. El primer aspecto crítico se aplica exclusivamente en la segunda de las situaciones, en la reducción de capital por constitución o incremento de reserva legal sí se ha producido una cierta disminución de las garantías porque la reserva legal se puede utilizar para un mayor número de operaciones que el capital, lo que produce un cierto nivel de garantía menor. El segundo aspecto crítico es aplicable a los tres tipos de reducción de capital en los que se excluye el derecho de oposición. En todos ellos, realmente las garantías sí han disminuido algo, porque la minoración del capital provoca un nivel de reserva legal menor en el futuro, ya que su importe está basado en un porcentaje del capital social. Sin embargo, el legislador no lo ha considerado así, y ha entendido que los tres supuestos del art. 335 TRLSC no deben tener derecho de oposición de los acreedores, despreciando las exiguas minoraciones de garantías analizadas en este párrafo.

4.2.5.2. Relación entre Derecho Mercantil y Derecho contable

El Derecho Mercantil tiene como finalidad reducir la inseguridad y la incertidumbre derivada de la actividad empresarial, concediendo garantías a los acreedores, accionistas y demás sujetos relacionados con la empresa.

La legislación mercantil española entiende que el mejor medio para alcanzar este objetivo es salvaguardar el patrimonio de la sociedad con responsabilidad limitada, para que a su vez los saldos de los acreedores estén adecuadamente protegidos. Por ello, considera necesario proteger a los acreedores como consecuencia de la responsabilidad limitada que caracteriza a los socios de estos tipos de sociedades. En las sociedades colectivas o individuales los empresarios responden ilimitadamente con todo su patrimonio presente y futuro de las cantidades pendientes de pagar a los acreedores; por el contrario, en las SA y SRL, los socios no responderán personalmente de las deudas sociales, lo cual provoca que la garantía frente a los acreedores nunca podrá ser el patrimonio personal de los socios.

La legislación mercantil española utiliza dos tipos de instrumentos para alcanzar sus objetivos: los que realizan una interpretación de los conceptos contables y los que no realizan tal interpretación.

Por un lado, la legislación mercantil establece una serie de instrumentos para alcanzar sus fines por medio de una interpretación de los conceptos contables¹³¹². Dentro de ellos, las normas mercantiles desarrollan su influencia para intentar conseguir sus objetivos sobre la conceptualización de dos dimensiones: el beneficio y sus componentes (gastos e ingresos), y el patrimonio y sus componentes (activo, pasivo y neto).

La filosofía general de la interpretación mercantil de conceptos y normas contables es intentar influir en los aspectos contables de forma que se consiga un beneficio y un patrimonio inferior al hipotético real, protegiendo a la empresa de una descapitalización, aumentando las garantías de cobro de los saldos pendientes de los acreedores. Esto se alcanza con dos medidas: una directa, definiendo estos valores como mínimos, y otra indirecta, derivada de que la definición de estos dos conceptos influye decisivamente en la regulación de muchas normas mercantiles.

¹³¹² La necesidad de interpretar las normas contables, queda reflejada en la doctrina: “Para que las normas contables puedan cumplir los objetivos de la legislación mercantil, es necesario que ésta regule la normativa contable”. Vid. SANZ GADEA, E.: “El resultado contable en el marco del derecho contable”, *Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 189, 137-210, 1998, p. 180.

La legislación mercantil regula el reparto del beneficio contable. La primera regulación es la constitución obligatoria de una reserva legal (art. 274.1 TRLSC) y una reserva de fondo de comercio (art. 273.4 TRLSC), y la posibilidad de establecer una estatutaria¹³¹³. La segunda es la imposibilidad de la distribución de resultados si existen gastos de investigación y desarrollo, salvo que existan reservas disponibles que lo compensen (art. 273.3 TRLSC). Por último, existen controles al reparto de dividendos a cuenta, pues requieren beneficios realizados y repartibles, y liquidez suficiente.

La legislación mercantil española utiliza el concepto de patrimonio en ciertas medidas:

- El art. 273.2 TRLSC prohíbe la distribución de resultados cuando el patrimonio neto contable sea, o resulte ser como consecuencia del reparto, inferior al capital social, argumentando que con esta medida el capital permanecerá plenamente garantizado.
- El art. 317 TRLSC obliga a la sociedad a reducir el capital cuando las pérdidas hayan disminuido su patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital y hubiera transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio neto.
- El art. 363.d TRLSC no permite seguir desarrollando su actividad a las empresas cuyas pérdidas dejen reducido el patrimonio a una cantidad inferior a la mitad del capital social, obligándolas a disolverse a no ser que reduzcan o amplíen su capital en la cuantía suficiente para que no se restablezca su equilibrio patrimonial¹³¹⁴.
- La legislación mercantil también influye en la concepción contable del activo, ya que permite considerar únicamente como tales, los elementos que ofrezcan garantías de cobro futuro¹³¹⁵. De esta forma, no consideran activos a ciertas partidas que económicamente deberían poseer tal condición, y en caso de reconocerlos como activos, establecen una vida útil claramente inferior al periodo de generación de ingresos (por ejemplo, los proyectos de investigación y desarrollo no finalizados deben ser amortizados en un plazo máximo de cinco años).

Por otro lado, la legislación mercantil española posee medios para desarrollar sus objetivos sin necesidad de interpretar el sistema contable. Estos instrumentos son los siguientes:

1. Obligación de mantener una cifra mínima de capital social (art. 4 TRLSC).

2. Establecimiento de unos requisitos restrictivos para modificar la cifra de capital social. El Derecho español, para compensar la responsabilidad limitada de los socios en las sociedades de capital, pretende que el capital ofrezca una cifra que permita ser considerada garantía frente al tráfico mercantil¹³¹⁶. Todas las variaciones en la cifra de capital requieren modificación de los estatutos con los requisitos que ello conlleva (arts. 285-290 TRLSC), pero la pérdida de garantía por antonomasia se produce con la disminución de capital social. Una devolución de aportaciones supone una reducción de capital (art. 317 TRLSC), la cual obliga a cumplir todos los requisitos de la modificación de los estatutos (art. 318 TRLSC), a publicarse en el BORME y en un medio adicional, ya sea página web o periódico de gran circulación en la provincia donde la sociedad tenga el domicilio, (art. 319 TRLSC) y, además, a respetar el derecho de oposición a favor de los acreedores sociales (art. 334 TRLSC) cuyo crédito haya nacido antes de la fecha del último anuncio del acuerdo de reducción, no pudiendo reducir esa cifra hasta que la sociedad

¹³¹³ Cfr. arts. 142, 218, 277 TRLSC.

¹³¹⁴ Siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso conforme a lo dispuesto en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

¹³¹⁵ Es necesario destacar que los criterios de definición, reconocimiento y valoración de los activos han variado sustancialmente desde que la UE, y por extensión España, ha aceptado la utilización de las normas del IASB. El PGC 2007 ha establecido un Marco Conceptual que modifican los criterios vigentes hasta el uno de enero de 2008.

¹³¹⁶ "Como la legislación considera al capital invertido como la garantía de los acreedores, su mantenimiento es considerado un requisito legal". Vid. BERNABEU SÁNCHEZ, M. D.; NORVERTO LABORDA, M. C.: "Algunas consideraciones en torno al principio de identidad", *Actualidad Financiera*, nº 14, octubre, 108-118, 1996, p. 113.

preste garantía al acreedor¹³¹⁷. El cumplimiento de estos requisitos ante una disminución en la cifra del capital tiene como objetivo la protección, "tanto de terceros, como de los propios socios de la empresa"¹³¹⁸ ya que busca mantener la capacidad de la empresa para seguir generando ingresos.

3. Establecimiento de requisitos para asegurar cierto valor económico de las aportaciones de los socios. Con estos requisitos, la legislación mercantil pretende que la cifra de capital social se encuentre materializada en activos funcionales y reales. El capital social como elemento de financiación (origen) se debe corresponder con unas inversiones (destinos) con valor económico concreto y suficiente para cumplir con la función de garantía que asegure de alguna manera a los acreedores el cobro de sus derechos. El deseo de materialización en activos reales viene recogido a lo largo de la legislación:

- ❑ Nulidad de la creación de acciones que no respondan a una efectiva aportación patrimonial a la sociedad (art. 59.1 TRLSC).
- ❑ El capital debe estar íntegramente suscrito y desembolsado, al menos, en una cuarta parte del valor nominal de cada una de las acciones (art. 312 TRLSC).
- ❑ Los accionistas deberán aportar los dividendos pasivos en los plazos previstos en los estatutos o, en su defecto, según lo decidan los administradores (art. 81 TRLSC).
- ❑ Prohibición de emitir acciones por debajo de la par.
- ❑ La prima de emisión, en caso que exista, debe estar íntegramente desembolsada en el momento de la suscripción (art. 298 TRLSC).
- ❑ Las aportaciones deben ser bienes y derechos susceptibles de valoración económica, puesto que sólo así, el capital social podrá representar una garantía a los acreedores (art. 58 TRLSC).
- ❑ Precaución ante las aportaciones no dinerarias, ya que la legislación española obliga a que las aportaciones sean valoradas por un experto independiente nombrado por el Registro Mercantil, estableciendo la negativa a la inscripción en el Registro si la valoración establecida por los administradores es inferior en un 20% a la realizada por el experto independiente (art. 133 RRM).
- ❑ La legislación establece un procedimiento para intentar favorecer la entrega de los saldos pendientes de los dividendos pasivos por parte de los accionistas. Así, establece el sistema de reclamación judicial y el de expropiación de la titularidad de las acciones, con emisión de duplicados y venta de ellas por la empresa por cuenta y riesgo de los antiguos accionistas, o reducción de capital en caso de imposibilidad de enajenarlos, para que la empresa cobre los saldos pendientes de los accionistas morosos. Además, en los supuestos de aportación no dineraria el desembolso de las aportaciones pendientes debe realizarse en cinco años como máximo.
- ❑ La regulación mercantil de la adquisición (originaria y derivativa) y mantenimiento en cartera de las acciones propias y de la sociedad dominante¹³¹⁹ pretende que la totalidad de la cifra de capital esté materializada en activos funcionales. Por esta razón, únicamente se permite la tenencia de la autocartera cumpliendo una serie de condiciones¹³²⁰.

¹³¹⁷ El derecho de oposición de acreedores frente a las reducciones de capital es únicamente aplicable para aquellas operaciones que disminuyan las garantías de la sociedad. Las excepciones que marca el art. 335 TRLSC son los casos en los que las garantías no disminuyen, bien porque las garantías ya están mermadas, o porque se mantienen al establecer una reserva indisponible que compense la merma producida por la disminución del capital social.

¹³¹⁸ Vid. MARTÍNEZ CHURRIQUE, J.L.: "El principio del registro y el reconocimiento de los hechos económicos en los estados financieros", en *Comentarios sobre el nuevo Plan General de Contabilidad*, ICAC, Madrid, 1993, p. 314.

¹³¹⁹ Arts. 134-150 y 509 TRLSC.

¹³²⁰ La compleja normativa que regula la autocartera intenta proteger a los acreedores, facilitando que la cifra de capital social sea representativa del capital funcional de la empresa, capaz de generar beneficios, cosa que no ocurriría si se permitiese, sin establecer requisitos, que una parte de las acciones que representan el capital no estuviese en manos de terceros, sino que la hubiese adquirido la sociedad. Además de proteger a los accionistas, esta regulación busca evitar, por parte de la empresa, la especulación con sus propias acciones y con las acciones de la sociedad dominante.

4. Enumeración de conceptos mercantiles a partir de datos contables, pero sin influir sobre ellos. Esta es la tendencia actual del derecho mercantil para calcular el patrimonio neto a efectos de reducción de capital y disolución obligatoria¹³²¹, aplicación del resultado¹³²² y adquisición derivativa de acciones y participaciones propias¹³²³. El balance elaborado según las

¹³²¹ El art. 317.1 TRLSC establece que “La reducción del capital puede tener por finalidad el restablecimiento del equilibrio entre el capital y el patrimonio neto de la sociedad disminuido por consecuencia de pérdidas, la constitución o el incremento de la reserva legal o de las reservas voluntarias o la devolución del valor de las aportaciones. En las sociedades anónimas, la reducción del capital puede tener también por finalidad la condonación de la obligación de realizar las aportaciones pendientes”.

El art. 327 TRLSC afirma que: “En la sociedad anónima, la reducción del capital tendrá carácter obligatorio cuando las pérdidas hayan disminuido su patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital y hubiere transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio neto”.

Entre las causas de disolución el art. 263.1.d TRLSC recoge que “La sociedad de capital deberá disolverse ... Por pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que éste se aumente o se reduzca en la medida suficiente, y siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso”.

El art. 361.c. del Código de Comercio recoge que “A los efectos de la distribución de beneficios, de la reducción obligatoria de capital social y de la disolución obligatoria por pérdidas de acuerdo con lo dispuesto en la regulación legal de las sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada, se considerará patrimonio neto el importe que se califique como tal conforme a los criterios para confeccionar las cuentas anuales, incrementado en el importe del capital social suscrito no exigido, así como en el importe del nominal y de las primas de emisión o asunción del capital social suscrito que esté registrado contablemente como pasivo. También a los citados efectos, los ajustes por cambios de valor originados en operaciones de cobertura de flujos de efectivo pendientes de imputar a la cuenta de pérdidas y ganancias no se considerarán patrimonio neto”. [Redactada en la letra c) del apartado 1 de la Disposición final primera, denominada “Modificación del Código de Comercio” del Real Decreto-ley 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias].

El art. 20.1.d. Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas Urgentes de carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica, establece que “Los préstamos participativos se considerarán patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil”. [Redacción según la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea.]

La Disposición Adicional Única del Real Decreto-ley 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias, denominado “Cómputo de pérdidas en los supuestos de reducción obligatoria de capital social en la sociedad anónima y de disolución en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada” queda reflejado de la siguiente forma: “1. A los solos efectos de la determinación de las pérdidas para la reducción obligatoria de capital regulada en el segundo pár. del art. 163.1 del TRLSA, y para la disolución prevista en los arts. 260.1.4 TRLSA y 104.1.e TRLSL, no se computarán las pérdidas por deterioro reconocidas en las cuentas anuales, derivadas del Inmovilizado Material, las Inversiones Inmobiliarias y las Existencias. 2. Lo dispuesto en el apartado anterior únicamente será de aplicación excepcional en los dos ejercicios sociales que se cierren a partir de la entrada en vigor de la presente disposición”.

¹³²² El art. 273.2 TRLSC afirma que “Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, sólo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social. A estos efectos, los beneficios imputados directamente al patrimonio neto no podrán ser objeto de distribución, directa ni indirecta.

Si existieran pérdidas de ejercicios anteriores que hicieran que ese valor del patrimonio neto de la sociedad fuera inferior a la cifra del capital social, el beneficio se destinará a la compensación de estas pérdidas”.

Según queda recogido en el art. 36.1 del Código de Comercio, “A los efectos de la distribución de beneficios, de la reducción obligatoria de capital social y de la disolución obligatoria por pérdidas de acuerdo con lo dispuesto en la regulación legal de las sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada, se considerará patrimonio neto el importe que se califique como tal conforme a los criterios para confeccionar las cuentas anuales, incrementado en el importe del capital social suscrito no exigido, así como en el importe del nominal y de las primas de emisión o asunción del capital social suscrito que esté registrado contablemente como pasivo. También a los citados efectos, los ajustes por cambios de valor originados en operaciones de cobertura de flujos de efectivo pendientes de imputar a la cuenta de pérdidas y ganancias no se considerarán patrimonio neto”. [Redactada en la letra c) del apartado 1 de la Disposición final primera, denominada “Modificación del Código de Comercio” del Real Decreto-ley 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias].

¹³²³ El art. 146.1.b TRLSC establece como una de las condiciones para que una sociedad pueda adquirir sus propias acciones y las emitidas por su sociedad dominante: “Que la adquisición, comprendidas las acciones que la sociedad o persona que actuase en nombre propio pero por cuenta de aquélla hubiese adquirido con anterioridad y tuviese en cartera, no produzca el efecto de que el patrimonio neto resulte inferior al importe del capital social más las reservas legal o estatutariamente indisponibles. A estos efectos, se considerará patrimonio neto el importe que se

IFRS o según sus adaptaciones nacionales, como el PGC 2007 y el PGC-PYMES, debe soportar ciertos ajustes a efectos sustantivos de aplicación de resultados, reducción forzosa de capital (supuesto inexistente en SRL) y disolución por pérdidas. El patrimonio neto a efectos mercantiles, aplicables en estas tres operaciones, es el patrimonio neto contable según balance, corregido con los ajustes contemplados en el art. 36.1.c) Código de Comercio, art. 20.1.d. Real Decreto-ley 7/1996, Real Decreto-ley 10/2008 y Ley 3/2009. El patrimonio neto mercantil a efectos de la reducción de capital y disolución obligatorias estará integrado por las siguientes partidas: + Patrimonio neto contable + Capital suscrito no exigido + Nominal y primas de emisión o asunción del capital social suscrito registrado contablemente como pasivo – Ajustes por cambios de valor originados en operaciones de cobertura de flujos de efectivo pendientes de imputar a la cuenta de pérdidas y ganancias + Préstamos participativos + Deterioros de inmovilizado material, inversiones inmobiliarias y existencias (sólo para los ejercicios 2008 y 2009). El patrimonio neto mercantil a efectos del reparto de dividendos y de la adquisición derivativa de acciones/participaciones propias es el mismo, estando integrado por las siguientes partidas: + Patrimonio neto contable + Capital suscrito no exigido + Nominal y primas de emisión o asunción del capital social suscrito registrado contablemente como pasivo – Ajustes por cambios de valor originados en operaciones de cobertura de flujos de efectivo pendientes de imputar a la cuenta de pérdidas y ganancias.

5. Indisponibilidad de recursos. La cifra de garantía a efectos mercantiles no es la cifra de capital, sino la de recursos indisponibles. Para mantener las garantías necesarias, el Derecho Mercantil considera una serie de partidas con los destinos restringidos, pudiendo ser destinadas únicamente a operaciones en las que no se disminuyan las garantías de la sociedad con sus acreedores. Las indisponibilidades establecidas en la legislación mercantil española son las siguientes: (a) acepta la cifra de capital como indisponible, (b) obliga a crear una reserva legal al final de cada ejercicio y (c) adicionalmente obliga a crear reservas indisponibles cuando se producen situaciones en las que pueden haberse disminuido las garantías, entre ellas, reconocimiento de un fondo de comercio y adquisición de acciones de la sociedad dominante y participaciones recíprocas.

Tras analizar los diferentes métodos, es posible concluir que las herramientas que posee el ordenamiento mercantil son lo suficientemente importantes y potentes como para llevar a cabo sus objetivos sin necesidad de interpretar la contabilidad¹³²⁴. Sin embargo, la legislación mercantil española no lo considera así, e interpreta los criterios contables de manera que las normas contables favorezcan la consecución de sus intereses, a pesar de que ello no ayude a la consecución de las finalidades informativas de la contabilidad.

La legislación mercantil puede garantizar la seguridad en el tráfico comercial con los medios que tiene a su alcance y, de entre ellos, el más importante es la indisponibilidad de recursos, puesto que es el único que permite alcanzar las finalidades de la legislación mercantil de forma completa.

El FASB¹³²⁵, ASC¹³²⁶, IASB¹³²⁷ y la Comisión de la Unión Europea¹³²⁸ valoran positivamente la indisponibilidad de recursos como medio de la legislación mercantil para alcanzar la seguridad jurídica.

califique como tal conforme a los criterios para confeccionar las cuentas anuales, minorado en el importe de los beneficios imputados directamente al mismo, e incrementado en el importe del capital social suscrito no exigido, así como en el importe del nominal y de las primas de emisión del capital social suscrito que esté registrado contablemente como pasivo”.

¹³²⁴ El ejemplo es el patrimonio neto a efectos mercantiles, en los que se enumeran sus componentes, sin influir sobre el patrimonio neto a efectos contables.

¹³²⁵ Vid. FASB: Statement of Financial Accounting Standard nº 33, *Financial reporting and changing prices*, Stanford, Connecticut, 1979.

¹³²⁶ Vid. ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. U.K. (ASC): *Statement of Standard Accounting Practice nº 16 (SSAP nº 16): Current cost accounting*, ASC, march, London, 1980.

¹³²⁷ Vid. IASB: Norma Internacional de Contabilidad nº 15: *Información para reflejar los efectos de cambios en los precios*, noviembre, IASB, London, 1981.

4.2.5.3. Concepto de indisponibilidad de los recursos de neto

La normativa española sobre el régimen del capital de la empresa, como todas las de su entorno, está directa y especialmente encaminada a servir de instrumento de garantía para compensar a los acreedores de la exoneración de responsabilidad de la que gozan los patrimonios personales de cada uno de los socios.

El principal instrumento de garantía establecido en la legislación española es el carácter indisponible del capital social de la empresa. La verdadera garantía frente a acreedores¹³²⁹ no se deriva de la estabilidad del capital social sino de su indisponibilidad. La estabilidad del capital es un requisito necesario, pero no suficiente, para que la empresa mantenga las garantías a los acreedores, ya que a los mismos no les protege que la empresa tenga un cierto nivel de capital, sino que los recursos que representan esta cifra no puedan disponerse libremente por la dirección.

El capital no es la única partida que tiene un carácter indisponible para salvaguardar la función de garantía, pues existen otras partidas del neto (reservas indisponibles) que comparten esa función.

La diferenciación entre reservas disponibles e indisponibles no aparece expresamente recogida en el TRLSC, pero sí podemos encontrar apartados en los que aparecen ambos términos. Para referirse al concepto de reservas disponibles, el texto acuña el término "reservas libres" (arts. 332, 335 y 501 TRLSC) o "de libre disposición" (arts. 140 y 273 TRLSC). Los tres únicos arts. del TRLSC que recogen el término "reservas disponibles" son el 273, 274 y 303 TRLSC. Sin embargo, el término "reserva indisponible" no aparece en ningún lugar del TRLSC.

A la luz del TRLSC se han suscitado controversias, pues el término reservas disponibles podría ser entendido de forma diversa según los autores. Un enfoque considera que por reservas disponibles se debe entender a la totalidad de las reservas contabilizadas en la empresa en el momento del reparto del beneficio, y no a las reservas de libre disposición¹³³⁰. El otro enfoque, defendido en esta investigación, sería considerar que entre las reservas existen diversos grados de disponibilidad.

La legislación contable española¹³³¹ no ha reservado una cuenta específica para las reservas indisponibles como ha realizado el ordenamiento francés¹³³²; por el contrario, realiza una clasificación por naturaleza, sin considerar si una reserva es disponible o indisponible.

La indisponibilidad de las reservas no está relacionada con las cuentas en las que se registra, sino con las consecuencias que se derivan de su regulación en la legislación mercantil. Por tanto, es necesario observar las características que marca la Ley para cada reserva y analizar los criterios de indisponibilidad en cada caso concreto.

¹³²⁸ Vid. COMISIÓN UNIÓN EUROPEA: *Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación*, Comunicación de la Comisión, COM (1998) 625, diciembre, Bruselas, 1998, p. 42.4.

¹³²⁹ Para analizar un estudio completo sobre la protección de los acreedores sociales véase ESCRIBANO GÁMIR, R. C. *La protección de los acreedores sociales*, Monografía de Revista de Sociedades nº 10, Editorial Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 1998.

¹³³⁰ Este primer enfoque está representado por CEA y ROMANO. Vid. CEA GARCIA, J. L.: *Perspectiva contable de la propuesta de aplicación del resultado*, Revista de Contabilidad y Tributación, Madrid, 1992, p. 45. Vid. ROMANO APARICIO, J.: *Contabilidad de Sociedades*, C.E.F., Madrid, 1996, p. 121.

¹³³¹ Ni PGC 2007, ni PGC-PYMES, ni PGC 1990 ni PGC 1973.

¹³³² Cuenta 1062 dentro del grupo 1.

La característica de indisponible no depende del origen de los fondos, sino de su función y posibles destinos; la misma reserva, en otra función, puede variar su disponibilidad¹³³³. Por ejemplo, serían reservas indisponibles las reservas antes disponibles que se utilizan para garantizar una deuda o un empréstito (art. 405 TRLSC).

Existen dos definiciones posibles de la indisponibilidad de un recurso (siempre partiendo de la existencia de diversos niveles de disponibilidad). La primera consiste en considerar indisponibles las dotaciones que no pueden salir de la empresa, ya sea vía reparto de dividendos o por cualquier otro medio que apruebe la junta general. El segundo enfoque es considerar indisponibles las partidas que sólo pueden utilizarse para operaciones que no disminuyan las garantías de los acreedores. Hay un punto de coincidencia entre ambos, ya que por cualquiera de los dos enfoques, es posible afirmar que una reserva es de libre disposición cuando son recursos que pueden salir libremente de la empresa.

Según esta investigación, la interpretación adecuada es la segunda (más amplia), definir a los recursos indisponibles como los que tienen la función de mantener las garantías frente a los acreedores y únicamente pueden tener como destino operaciones que no disminuyan las garantías de los mismos. Los recursos indisponibles son todos los integrantes del neto que no pueden ser utilizados en actividades que disminuyan las garantías ofrecidas por la empresa frente a los acreedores, pues están garantizando las deudas que la empresa posee con sujetos ajenos a la misma; es decir, únicamente pueden utilizarse para dos operaciones: incrementar la cifra del capital social o compensar pérdidas sino existen reservas disponibles. En contraposición a los recursos indisponibles se sitúan los disponibles, susceptibles de ser aplicados a cualquier destino: distribuir entre los socios, compensar pérdidas, permanecer en la sociedad fortaleciendo el patrimonio de ésta o incorporarse al capital social. Por último, existen recursos parcialmente indisponibles, que son disponibles solamente en algunas circunstancias o para algunos destinos.

Si se acepta como definición de recurso indisponible aquellas partidas que únicamente pueden ser destinadas a operaciones en las que no se disminuyan las garantías de los acreedores, las reservas disponibles pueden destinarse como contrapartida de cuatro operaciones: distribuir reservas en forma de dividendos¹³³⁴, posibilitar la permanencia de las acciones la sociedad dominante en cartera¹³³⁵, aplicar las reservas para aumentar la cifra de capital social¹³³⁶ y utilizar las reservas para compensación de pérdidas¹³³⁷. Por el contrario, las reservas indisponibles únicamente pueden ser utilizadas para las dos últimas, ya que en ellas no se disminuyen las garantías de terceros.

Los conceptos anteriores son claros a corto plazo, pero a largo plazo pueden surgir dudas. El capital social está destinado a garantizar las deudas de los acreedores sociales, por lo que debe ser indisponible, es decir, no puede ser utilizado para cualquier finalidad que disminuya las garantías de terceros. La Ley permite que únicamente se pueda utilizar para compensar pérdidas cuando no existan otros fondos para realizarlo, ya que en esta operación las garantías reales de los acreedores no disminuyen, porque las pérdidas mermaban sus garantías con anterioridad a su realización. Sin embargo, a largo plazo, el acreedor puede verse perjudicado con esta operación, pues si la empresa empieza a generar beneficios, éstos los puede repartir, cosa que no pasaría si no se hubiera reducido el capital por pérdidas. Aunque el

¹³³³ “La disponibilidad o indisponibilidad no sólo depende de la cuenta que se registran sino de las consecuencias que se derivan de su regulación lo que hace necesario analizar la situación en cada sociedad y ver si las reservas que forman el patrimonio neto, tienen o no carácter disponible, pues reservas que en una situación concreta son disponibles al cambiar la misma pasarían a no serlo”. *Vid.* NORVERTO LABORDA, C.: “En defensa de la Reserva por acciones propias”, *Rafael Muñoz. Empresario y Docente*, AECA, Madrid, 2010, p. 176.

¹³³⁴ Art. 273 TRLSC.

¹³³⁵ Arts. 134-150 TRLSC.

¹³³⁶ Arts. 295, 296.2, 303, 304 y 305 TRLSC.

¹³³⁷ Arts. 274, 322, 323, 324, 325, 326 y 328 TRLSC.

capital social, por ser indisponible, sólo puede realizar esta operación, las reservas indisponibles pueden tener como destino ésta y otra adicional. La otra operación que puede ser realizada con las reservas indisponibles es incrementar la cifra de capital social. En este caso, también existen dudas sobre el mantenimiento de las garantías. No parece adecuado igualar las garantías de las reservas y el capital porque capitalizando reservas por capital las garantías de la empresa pueden disminuir. Las reservas indisponibles conceden más garantías a los acreedores que el incremento del capital social con cargo a ellas, pues aunque habría que aumentar la dotación de la reserva legal, la existencia de más acciones en circulación (o las mismas, pero, con mayores valores nominales), facilita la salida de mayores dividendos y esto conlleva la disminución potencial de garantías¹³³⁸.

Las diferencias entre la reserva del art. 335 TRLSC y el capital social se manifiestan en la no aplicación de ciertas normas que se construyen exclusivamente por referencia a la cifra de capital social: la reducción obligatoria "cuando las pérdidas hayan disminuido su haber por debajo de las dos terceras partes de la cifra de capital y hubiere transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio" (art. 317.1 TRLSC); la disolución forzosa "por consecuencia de pérdidas que dejen reducido el patrimonio a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que éste se aumente o se reduzca en la medida suficiente" (art. 363 TRLSC); la posible aplicación del resultado sólo si "el valor del patrimonio neto contable no es 0, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social" (art. 273.2 TRLSC); la obligación de constituir o reconstituir la reserva legal "en una cifra igual al diez por ciento del beneficio del ejercicio hasta que la reserva legal alcance, al menos, el veinte por ciento del capital social" (art. 274.1 TRLSC) y la obligación de mantener un capital social mínimo (art. 4 TRLSC).

Un problema, no resuelto en la Ley, sobre la aplicación de la reserva al saneamiento de pérdidas, es identificar, si es imputable a pérdidas antes o después de la reserva legal. La equiparación que hace el art. 335.c TRLSC de la reserva de capital amortizado al capital social, en cuanto a su disposición, permite afirmar que es necesario imputar a pérdidas la reserva legal antes que las reservas indisponibles asimilada al capital social; esto se basa en que el art. 322.2 del TRLSC obliga a agotar todas las reservas antes que reducir el capital social de las SA.

Como excepción al régimen general de indisponibilidad, tanto la Directiva como el Derecho español admiten que se pueda disponer de la reserva «con los mismos requisitos exigidos para la reducción de capital social». Esto significa que las distribuciones con cargo a esta cuenta de reservas deberán observar los requisitos de tutela del derecho de acreedores y demás exigencias legales, de reducción efectiva de capital social: acuerdo de junta, publicación de anuncios y pago o consignación en favor de los acreedores que ejerciten en tiempo y forma el derecho de oposición.

4.2.5.4. Clasificación de las reservas

El conjunto de los recursos propios, distintos del capital, puede ser denominado reservas¹³³⁹. El origen más común de las reservas, aunque no el único, es el de un valor patrimonial obtenido por la sociedad vía beneficios y retenido en su patrimonio, en lugar de distribuirlo entre los socios; de esta forma, representa un ahorro para la empresa y figurará en el balance dentro del epígrafe A-1 "Fondos Propios" del PGC 2007 y PGC-PYMES, teniendo su contravalor diluido entre los distintos elementos patrimoniales del activo social.

¹³³⁸ Estos efectos a largo plazo deberían ser tenidos en cuenta por el legislador si se decide reformar el texto, sin embargo, con la actual redacción los conceptos indisponibles son claros.

¹³³⁹ Vid. AECA: *Recursos propios*, Serie principios contables, documento nº 10 revisado, enero, AECA, Madrid, 1998. AECA: *Recursos Propios*, Serie principios contables, documento nº 24, junio, AECA, Madrid, 2003.

Las reservas son el sacrificio efectuado por el socio¹³⁴⁰, por lo que la titularidad de la acción no concede únicamente el derecho a recibir el beneficio repartido periódicamente en forma de dividendo, sino que conjuntamente posee el derecho a recibir el beneficio no distribuido al finalizar la vida de la empresa.

El establecimiento de reservas suele ser materia de conflicto de intereses entre los distintos sujetos que forman el sistema empresarial. Los administradores, grandes accionistas y usufructuarios normalmente son partidarios de su constitución, con miras a asegurar la futura subsistencia de la empresa, mientras que los inversores con fines especulativos suelen estar más interesados en el reparto inmediato de los beneficios que se obtengan, ya que su relación con la empresa es a corto plazo.

Esta investigación identifica cuatro clasificaciones de las reservas: según su naturaleza, según su origen, según la existencia o no de reflejo contable y según su disponibilidad.

La primera forma de clasificar las reservas consiste en atender a la naturaleza de cada una de ellas. En España, es posible encontrar un ejemplo donde se realiza una clasificación según el criterio de su naturaleza: la legislación contable¹³⁴¹. El PGC 2007 incorpora las reservas en los subgrupos 11 y 12. El subgrupo 11. "Reservas" contiene las siguientes cuentas y subcuentas: 110. Prima de emisión o asunción, 111. Patrimonio neto por emisión de instrumentos financieros compuestos, 112. Reserva legal, 113. Reservas voluntarias, 114. Reservas especiales (1140. Reservas para acciones o participaciones de la sociedad dominante, 1141. Reservas estatutarias, 1142. Reservas por capital amortizado, 1143. Reserva por fondo de comercio), 115. Reservas por pérdidas y ganancias actuariales y otros ajustes, 118. Aportaciones de socios o propietarios y 119. Diferencias por ajuste del capital a euros. Las cuentas de este subgrupo figurarán en el patrimonio neto del balance, formando parte de los fondos propios. El subgrupo 12. "Resultados pendientes de aplicación" está formado por tres cuentas: 120. Remanente, 121. Resultados negativos de ejercicios anteriores y 129. Resultados del ejercicio. Las cuentas de este subgrupo figurarán en el patrimonio neto del balance, formando parte de los fondos propios, con signo positivo o negativo, según corresponda¹³⁴².

La segunda forma de clasificar las reservas es atender a su procedencia u origen. La catalogación de las reservas según su origen, supone dividir las reservas en tres grupos: Aportaciones de los socios, Aplicación de normas de actualización de balances y Beneficios no distribuidos. En el primer apartado figura la Prima de emisión de acciones, que recoge la aportación de los accionistas cuando son emitidas a un precio superior al nominal¹³⁴³. El segundo apartado

¹³⁴⁰ La constitución de las reservas se puede producir por cuatro finalidades. En primer lugar, como elemento de protección para socios, terceros y el conjunto de la propia empresa, frente a las necesidades imprevistas que puedan surgir en el futuro de la sociedad y que puedan incluso comprometer su subsistencia si faltan los medios para atenderlas. Las reservas también pueden constituirse para evitar la descapitalización que se produciría inevitablemente si anualmente se realiza el reparto de todo el excedente patrimonial obtenido. Asimismo, pueden constituirse con el fin de autofinanciar el crecimiento de la empresa; no nos referimos tan sólo a un crecimiento de enriquecimiento, sino también al supuesto que llevarlo a cabo suponga la supervivencia, según una hipótesis de mantenimiento del capital. Por último, para intentar ofrecer cierta estabilidad al reparto de dividendos en los futuros ejercicios, evitando altas variaciones en las entregas de dividendos e intentando conseguir estabilidad en las cotizaciones bursátiles; el proceso consiste en la generación de reservas en el ejercicio con mayores beneficios y la distribución con cargo a reservas en los ejercicios con menor cantidad de ellos.

¹³⁴¹ La clasificación según el criterio de su naturaleza se realiza, tanto en los PGC 2007 y PGC-PYMES vigentes, como el pretérito PGC 1990.

¹³⁴² El PGC de 1990 establecía el subgrupo 11 donde incluía todas las reservas con esta clasificación. La clasificación de las reservas realizadas en el PGC de 1990 puede observarse en el Cuadro de Cuentas del Plan General Contable de 1990 (R.D. 1643/1990, de 20 de diciembre). El subgrupo 11. "RESERVAS" está compuesto por 110. Prima de emisión de acciones, 111. Reservas de revalorización, 112. Reserva legal, 113. Reservas especiales, 114. Reservas para acciones de la sociedad dominante, 115. Reservas para acciones propias, 116. Reservas estatutarias, 117. Reservas voluntarias y 118. Reserva por capital amortizado.

¹³⁴³ La justificación de dar a una aportación externa, viene justificado por los casos de ampliaciones de capital en los que no existe derecho preferente de suscripción y el auditor fija el nuevo valor de las acciones de forma que el nuevo accionista pague con la prima de emisión la cuantía equivalente a las reservas de los antiguos accionistas.

incluye las Reservas de revalorización, originadas por la aplicación de normas de actualización de balances, que periódicamente se ponen en vigor en nuestro país con la finalidad de paliar el efecto que produce la inflación en la contabilidad, surgen como contrapartida del incremento nominal de los elementos del activo no corriente originado por el alza de los precios. En el tercer apartado se incluyen el resto de las reservas, que pueden a su vez clasificarse por su carácter: De carácter obligatorio y De carácter voluntario. Dentro de las Reservas de carácter obligatorio se sitúa la Reserva legal y la Reserva por Fondo de comercio, reguladas por el TRLSC y la Reserva estatutaria regulada por los propios estatutos de la sociedad. Dentro de las Reservas de carácter voluntario están las restantes reservas que se pueden clasificar en: (i) Voluntarias reguladas por la Ley y (ii) Voluntarias. Las primeras serían todas aquellas reservas cuya dotación es voluntaria porque responden a un acuerdo de la Junta General, pero reguladas por la Ley (principalmente TRLSC). Dentro de este apartado se sitúa la Reserva por acciones propias aceptadas en garantía, la Reserva por acciones de la sociedad dominante y las Reservas especiales cuya tenencia de las acciones es voluntaria pero su mantenimiento conlleva dotar la reserva. También estaría en este apartado la Reserva por capital amortizado; la reducción de capital con cargo a beneficios o la amortización de acciones rescatables con cargo a beneficios es un acuerdo voluntario, sin embargo, para poderse realizar es imprescindible dotar esta reserva. Las segundas son las Reserva voluntarias, que no están reguladas y sólo responden a la voluntad de la junta general (existe la obligación de dotarlas para poder repartir dividendos en el caso de que existan partidas de gastos de investigación y desarrollo activadas, no amortizadas totalmente)¹³⁴⁴.

La tercera clasificación de las reservas consiste en dividir las según la existencia de reflejo contable, clasificándose entre Tácitas (no existe reflejo contable) y Expresas (sí existe registro en la contabilidad normalizada).

La última forma de clasificar las reservas es atender a su disponibilidad. El estudio de la indisponibilidad de las reservas es la clasificación de éstas atendiendo a su aplicación o destino. En ellas se diferencian las reservas disponibles, las indisponibles y las parcialmente disponibles.

4.2.5.5. Clasificación del neto en función de su disponibilidad

Los recursos de neto de la empresa aparecen en contabilidad clasificados por naturaleza, por lo que para lograr clasificar los recursos en función de su disponibilidad es necesario realizar una reclasificación funcional. En este apartado se analiza detalladamente la clasificación por naturaleza de los recursos de neto para poder realizar una reclasificación que permita dividir los recursos en función de su disponibilidad¹³⁴⁵.

El capital social tiene la clara y consensuada consideración de indisponible en la legislación mercantil española. Por el contrario, para el resto de los recursos de neto existen dudas sobre su régimen de disponibilidad, por lo que para clasificarlos se requiere analizar sus particulares disposiciones y tratamientos.

Para realizar una clasificación de las reservas atendiendo a la cualidad de indisponibilidad en el específico régimen jurídico español, es necesario analizar detalladamente cada una de las reservas clasificadas por su naturaleza, para intentar realizar posteriormente una reclasificación de las reservas en función de su disponibilidad. Para ello debe tenerse en cuenta la legislación mercantil española aplicable a sociedades con responsabilidad limitada

¹³⁴⁴ En España es posible encontrar un ejemplo de distinción de las reservas en atención a su origen, ya que AECA establece cuatro categorías: Procedentes de beneficios de ejercicios anteriores, Procedentes de aportaciones de los socios al emitir las participaciones por encima de su valor nominal, Procedentes de las actualizaciones legales de activos y De otras procedencias. *Vid. AECA: Recursos Propios*, documento nº 24, *op. cit.*, 2003, p. 47.

¹³⁴⁵ A efectos de realizar esta clasificación, se denominan genéricamente reservas a todos los recursos propios de las sociedades distintos de los aportados a título de capital.

(TRLSC) y el conjunto de leyes contables vigentes para entidades españolas (PGC 2007, PGC-PYMES y normativa del IASB aplicable a grupos).

1. Reserva legal

La cuenta 112. "Reserva legal" está regulada fundamentalmente en el art. 274 del TRLSC, aunque también aparece en otros nueve arts. del TRLSC¹³⁴⁶: 27, 218, 303, 317, 322, 325, 326, 328 y 335. Esta reserva tiene carácter obligatorio para las sociedades anónimas, limitadas, comanditarias por acciones y anónimas laborales. En la SA, la reserva puede utilizarse como contravalor del aumento de capital en la parte que exceda del 10 por 100 del capital ya aumentado¹³⁴⁷, mientras que en las SRL se podrá aplicar a esta finalidad la totalidad de la misma. En la SA la reserva legal es totalmente indisponible hasta el límite del 10%, pero de ese punto hasta el 20% se puede destinar a aumentar el capital. La doctrina¹³⁴⁸ la considera indisponible pues su posible utilización no tiene como destino la salida de recursos de la sociedad, sino que se traspasa a una cuenta indisponible, por lo que las garantías de los acreedores no disminuyen. Este criterio está basado en la definición de indisponible como recurso no admitido para su salida al exterior. Sin embargo, atendiendo a la definición ofrecida en esta investigación¹³⁴⁹, la reserva legal es parcialmente indisponible, porque del 10% al 20% se puede destinar para aumentar el capital social, y esta operación no disminuye las garantías frente a acreedores. Sólo puede ser considerada reserva legal la cantidad que aparece regulada en el art. 274 TRLSC, siendo claramente disponibles los recursos que superen esa cantidad, aunque aparezcan contablemente registradas en esa cuenta.

2. Reserva Estatutaria

El PGC 2007 establece que en la cuenta 1141. "Reservas estatutarias" se deben incluir las reservas establecidas en los estatutos de la sociedad¹³⁵⁰. La reserva estatutaria¹³⁵¹ posee un carácter de autoimposición por la propia sociedad, pudiendo (cumpliendo unas formalidades), modificarla o eliminarla por medio de un cambio en los estatutos. Sobre la disponibilidad de esta reserva se observan dos puntos de vista: (a) el criterio de indisponibilidad depende de que algún agente externo a la empresa le obligue a crearla y a mantenerla¹³⁵² y (b) el criterio de indisponibilidad depende de que los estatutos o algún agente externo a la empresa le obligue a crearla y mantenerla¹³⁵³. Aceptando esta última idea, se debería atender a lo establecido en estatutos para considerar a las reservas estatutarias como disponibles o indisponibles. La

¹³⁴⁶ Al aprobar la junta general la distribución de beneficios de cada ejercicio, la sociedad deberá registrar un cargo en la cuenta de pérdidas y ganancias, con abono a la cuenta de reserva legal, por el importe de la dotación anual correspondiente. Otra forma posible de dotación será con cargo a las cuentas de reservas de revalorización, cuando la correspondiente ley de regularización o actualización lo permita, y la sociedad decida transferir la totalidad o parte de estas reservas a la reserva legal. La cuenta de reserva legal se cargará por las disposiciones que se hagan de su saldo para cubrir pérdidas o, en su caso, para ampliar capital o cualquier otra finalidad, siempre de acuerdo con las normas legales que la regulan en cada tipo de sociedad.

¹³⁴⁷ "Cuando el aumento del capital se haga con cargo a reservas, podrán utilizarse para tal fin las reservas disponibles, las reservas por prima de asunción de participaciones sociales o de emisión de acciones y la reserva legal en su totalidad, si la sociedad fuera de responsabilidad limitada, o en la parte que exceda del diez por ciento del capital ya aumentado, si la sociedad fuera anónima". *Vid.* art. 303.1 TRLSC.

¹³⁴⁸ *Vid.* LÓPEZ DÍAZ, A.: "La financiación básica en el Plan General contable", *Cuadernos Aragoneses de economía*, nº 2, Zaragoza, 1991, p. 215. GARRIDO DE PALMA, V. M.: "Operación Acordeón", en GARRIDO DE PALMA, V.M.: *Estudios sobre la sociedad anónima II*, Editorial Civitas, Madrid, 1993, p. 250. GALLIZO LARRAZ, J.L.: "Rentabilidad de las acciones sin voto", *Técnica Contable*, nº 522, diciembre, 779-798, 1994, p. 783.

¹³⁴⁹ Los recursos indisponibles son los que no pueden ser utilizados en actividades que disminuyan las garantías de la empresa, es decir, únicamente pueden utilizarse para compensación de pérdidas (sino existen reservas disponibles) o para incrementar la cifra del capital social.

¹³⁵⁰ La cuenta de reserva estatutaria se abonará en el momento de la dotación, con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias, y se cargará cuando se produzca su aplicación, siguiendo lo establecido en los estatutos.

¹³⁵¹ Arts. 303.1, 335.3 y 273.2 del TRLSC.

¹³⁵² *Vid.* COZIAN, M; VIANDER, A.: *Droit des sociétés*, Francis Lefebvre, Levallois, 1992, p. 132.

¹³⁵³ *Vid.* GALLIZO LARRAZ, J.L.: *Distribución de beneficios y compensación de pérdidas*, monografía nº 26, ICAC, Madrid, 1993, p. 36.

finalidad de la legislación es proteger el mantenimiento de las garantías de los acreedores; el legislador establece las reservas indisponibles que considera necesarias para ello. Por su parte, los fundadores o los administradores consideran que la reserva estatutaria tiene como objetivo la protección de la empresa y de los accionistas, además de la de los acreedores, de los que se ocupan las reservas indisponibles por regulación legal. Por todo ello, la reserva estatutaria es disponible, salvo que los estatutos regulen lo contrario; por lo tanto, la calificación correcta es que la reserva estatutaria es parcialmente disponible.

3. Reserva voluntaria

Este epígrafe incluye todas las reservas que se crean por libre voluntad de la Junta de socios en el momento de la distribución de resultados¹³⁵⁴. La cuenta de reservas voluntarias (cuenta 113) se abonará en el momento de producirse las dotaciones correspondientes con cargo a pérdidas y ganancias, y se cargará con abono a las cuentas que corresponda cuando se decida su aplicación. La reserva voluntaria es el ejemplo más claro de reserva de libre disposición, pues la junta, a la hora de elaborar el documento contable de distribución de beneficios¹³⁵⁵, decide retener una parte de sus beneficios, sin tener una función específica ni una protección concreta¹³⁵⁶.

4. Prima de emisión de acciones.

La prima de emisión¹³⁵⁷, regulada en los arts. 67, 70, 146, 298, 303, 308, 309 y 506 del TRLSC, recoge la aportación realizada por los accionistas en el caso de emisión y colocación de acciones a un precio superior a su valor nominal. En particular, incluye las diferencias que pudieran surgir entre los valores de escritura y los valores por los que deben registrarse los bienes recibidos en concepto de aportación no dineraria, de acuerdo con lo dispuesto en las normas de registro y valoración¹³⁵⁸. La prima de emisión es de libre disposición¹³⁵⁹, según avala la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado (RDGRN) de 31 de agosto de 1993, porque no existe ninguna limitación a su destino.

5. Prima de asunción de participaciones

La prima de asunción de participaciones recoge la cantidad que los socios de una sociedad de responsabilidad limitada aportan, en las emisiones de capital, por encima del valor nominal de las aportaciones asumidas¹³⁶⁰. Incluye las diferencias que pudieran surgir entre los valores de escritura y los valores por los que deben registrarse los bienes recibidos en concepto de aportación no dineraria, de acuerdo con lo dispuesto en las normas de registro y

¹³⁵⁴ Según el PGC 2007, la cuenta 113. “Reservas voluntarias” debe recoger “las constituidas libremente por la empresa”.

¹³⁵⁵ Nota 3 “Aplicación de resultados” del PGC 2007 y del PGC-PYMES.

¹³⁵⁶ Sin embargo, su calificación no es definitiva, pues puede perder su disponibilidad por estar garantizando una emisión, por ejemplo, un empréstito.

¹³⁵⁷ La cuenta 110 del Listado de Cuentas del PGC 2007, “Prima de emisión o asunción”, recoge conjuntamente la prima de emisión y la prima de asunción.

¹³⁵⁸ Cuando la sociedad emita acciones por importe superior a su valor nominal, el exceso se abonará a la cuenta que recoja dicha prima de emisión de acciones, la cual deberá desembolsarse en su integridad en el momento de la suscripción.

La cuenta de prima de emisión se cargará por las disposiciones que se hagan de su saldo con abono a las cuentas representativas de los activos dispuestos: a la de resultados negativos cuando se trate de compensar pérdidas, a la de capital cuando se disponga de la misma para un aumento de su cifra o a la representativa de cualquier otra finalidad acordada por la Junta.

¹³⁵⁹ La prima de emisión es de libre disposición con la actual legislación. Sin embargo, en la LSA 1951 era indisponible en tanto no alcanzara la cuantía máxima del 20% de la cifra de capital social.

¹³⁶⁰ Cuando la sociedad emita participaciones por importe superior a su valor nominal, el exceso se abonará a la cuenta que recoja dicha prima de asunción de participaciones. La “Prima de emisión o asunción” está recogida en la cuenta 110 del Listado de Cuentas del PGC 2007.

valoración¹³⁶¹. Por el mismo razonamiento que la prima de emisión de las sociedades anónimas, la prima de asunción de responsabilidades es de libre disposición.

6. Aportaciones de socios o propietarios

Según el PGC 2007, la cuenta 118. "Aportaciones de socios o propietarios" recoge los elementos patrimoniales entregados por los socios o propietarios de la empresa cuando actúen como tales, en virtud de operaciones no descritas en otras cuentas. Es decir, siempre que no constituyan contraprestación por la entrega de bienes o la prestación de servicios realizados por la empresa, ni tengan la naturaleza de pasivo financiero. Incluye las cantidades entregadas por los socios o propietarios para compensación de pérdidas. Esta partida es disponible porque no existe limitación legal o estatutaria a su disposición.

7. Patrimonio neto por emisión de instrumentos financieros compuestos

Según el PGC 2007, la subcuenta 1110. "Patrimonio neto por emisión de instrumentos financieros compuestos" debe recoger el componente del patrimonio neto que surge por la emisión de un instrumento financiero compuesto. El caso más frecuente es la emisión de obligaciones convertibles en acciones. La subcuenta 1111. "Resto de instrumentos de patrimonio neto" recoge el resto de instrumentos de patrimonio neto que no tienen cabida en otras, tales como las opciones sobre acciones propias. Por lo tanto, estos recursos son indisponibles. Según la lógica contable, esta cuenta no debería desaparecer hasta que el instrumento financiero no esté rescatado o reembolsado.

8. Reserva de revalorización

Las actualizaciones de las cifras contables deberán realizarse dentro del ámbito de un marco conceptual de la contabilidad financiera definido que contemple las circunstancias de generalidad, completitud y periodicidad. La actualización de activos es realizada desde dos puntos de vista. La primera es la que se realiza en un marco que sólo reconoce de forma generalizada las disminuciones de valor de activos, pero escasos aumentos de valor, por ejemplo el PGC de 1990. En ese entorno surgen las reservas de revalorización derivadas de una corrección de valor generada por una Ley de actualización de activos. El segundo se produce en un marco conceptual que reconoce y regula tanto los incrementos como los decrementos de valor de los activos, como por ejemplo con la aplicación de las IFRS, el PGC 2007 y el PGC-PYMES. En este marco algunos incrementos de valor se registran en resultados y otros en el neto. En este entorno se producen las reservas por valor razonable cuando los incrementos de valor se registran en el neto.

La reserva de revalorización¹³⁶² tiene como finalidad ser la contrapartida del incremento del valor de los activos, como resultado de las operaciones de regularización de balances y actualización de activos¹³⁶³. Los estados financieros de la entidad deben contener, en el ejercicio en que se practiquen las actualizaciones, una explicación suficiente acerca de las mismas, mencionando sus disposiciones reguladoras, limitaciones legales, activos afectados y efecto

¹³⁶¹ La cuenta correspondiente a la prima se cargará por las disposiciones que se hagan de su saldo, con abono a las cuentas representativas de los activos dispuestos: a la de los resultados negativos cuando se trate de compensación de pérdidas, a la de capital cuando se disponga de la misma para una ampliación, o a las representativas de cualquier otra finalidad acordada por la Junta.

¹³⁶² El PGC 2007 no recoge cuenta alguna para recoger estas reservas, aunque ni el PGC 2007, ni el PGC-PYMES, afirman que no sea posible su existencia derivada de una legislación fiscal posterior, por esta razón debe ser evaluado su nivel de disponibilidad.

¹³⁶³ Cuando una norma Ley de regularización de activos permita la revisión del valor por el que figuran en contabilidad determinados elementos, los excesos sobre los valores contables anteriores tendrán el carácter de diferencias por revalorización y se deberán registrar en cuentas específicas correspondientes al neto patrimonial, mediante su abono como contrapartida por las rectificaciones de valor de los activos actualizados.

impositivo. Asimismo, deberán ponerse de manifiesto las utilidades que se realicen de su saldo. El nivel de disponibilidad de las reservas de revalorización vendrá determinado en la disposición legal que las autorizó. Antes del R.D. 2607/1996, la mayoría de la doctrina consideraba esta reserva como indisponible¹³⁶⁴. Sin embargo, en la actualidad, debemos considerar a la reserva de revalorización como parcialmente indisponible por el tratamiento que da el legislador a la misma. En una primera fase, hasta que la operación de actualización sea comprobada o aceptada por la Inspección de los Tributos o transcurra el plazo para hacerlo (actualmente tres años), es totalmente indisponible. En una segunda fase, tras finalizar la primera, la reserva solo podrá destinarse a eliminar resultados contables negativos, o a ampliar el capital social, por lo que sigue siendo indisponible. En la tercera fase, que comienza una vez hayan transcurrido diez años a partir de la fecha del balance en que se reflejaron las operaciones de revalorización, la reserva se puede destinar a la dotación de reservas voluntarias, pasando a ser, por tanto, de libre disposición. También pasa a ser reserva de libre disposición cuando la plusvalía monetaria a la que corresponde haya sido realizada; se considera realizada cuando los elementos patrimoniales se den de baja en contabilidad, ya sea por su enajenación o por estar contablemente amortizados.

9. Reserva de valor razonable

La utilización de las IFRS¹³⁶⁵, emitidas por el IASB, por parte de los grupos cotizados españoles, introduce una nueva reserva: la surgida de la aplicación del valor razonable. Las IFRS¹³⁶⁶ definen el valor razonable como el precio de mercado o una estimación que se la aproxime suficientemente, en ausencia de éste. En concreto, es la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo entre un comprador y un vendedor debidamente informados, o puede ser cancelada una obligación entre un deudor y un acreedor con suficiente información, que realizan una transacción libre¹³⁶⁷. El IASB establece una distinción heterogénea entre los activos a la hora de aplicar el *fair value*. En algunos es obligatorio registrarlos a valor razonable, en otros es posible aunque no obligatorio, y por último, en otros no es posible su valoración con este método. Por si fuese poco, los activos que pueden ser valorados con este criterio tienen dos posibles destinos: algunos deben ser registrados contra reservas y otros contra resultados.

La legislación española adopta la regularización del fair value del IASB, por medio de una modificación del Código de Comercio¹³⁶⁸. El Código de Comercio (art. 46, 9.3) regula el modo

¹³⁶⁴ Vid. CASTELLANO: "Limitti alla distribuzione dell' attivo" in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milán, p. 161. CERA: *Il passaggio di riserve a capitale*, Milán, 1988, p. 63. GARCÍA LUENGO, R.; SOTO VÁZQUEZ, R.: *El nuevo régimen jurídico de la Sociedad Anónima*, Editorial Comares, Granada, 1991, p. 705. GARCÍA-MORENO GONZALO, J.M.: "Actualización de balances: afloración y aplicación de reservas ocultas", *Derecho de sociedades*, nº 4, año III, Pamplona, 73-97, 1995, p. 89.

¹³⁶⁵ En la actualidad son de aplicación en España las IFRS, y de esa aplicación surgen dos reservas: correcciones de errores fundamentales y reconocimiento por valor razonable.

¹³⁶⁶ Vid. IASB: *International Accounting Standard nº 39: Financial Instruments: Recognition and measurement*, december, IASB, London, 1998, p. 8.

¹³⁶⁷ El valor razonable no es un concepto nuevo al entrar en vigor el PGC 2007, ni las IFRS, en nuestra normativa contable ya se venía aplicando, con anterioridad, en determinados casos: valoración de participaciones en FIAMM, tratamiento contable de determinados elementos expresados en moneda distinta del euro, así como con carácter general en la cuantificación de las correcciones valorativas que proceda dotar para los distintos elementos patrimoniales.

¹³⁶⁸ En primer lugar, el Código de Comercio (art. 46, 9.1) establece que se valorarán por su valor razonable los siguientes activos y pasivos: (a) Activos financieros que formen parte de una cartera de negociación, o se califiquen como disponibles para la venta, o sean instrumentos financieros derivados, y (b) Pasivos financieros que formen parte de una cartera de negociación o sean instrumentos financieros derivados.

El Código de Comercio (art. 46, 9.2) establece que, en ningún caso, se aplicará el valor razonable a: (a) Los instrumentos financieros, distintos de los derivados, que van a ser mantenidos hasta su vencimiento, (b) Los préstamos y partidas a cobrar originados por la sociedad a cambio de suministrar efectivo, bienes o servicios, no mantenidos con fines de negociación, (c) Las participaciones en sociedades dependientes, en empresas asociadas y en sociedades multigrupo, (d) Los instrumentos de capital emitidos por la sociedad, (e) Los contratos en los que se prevé una contrapartida eventual en una adquisición de empresas, motivada por ajustes de la contraprestación por sucesos

de calcular el *fair value*. El valor razonable se calculará con referencia a un valor de mercado fiable. En aquellos instrumentos financieros para los que no pueda determinarse un valor de mercado fiable, se obtendrá mediante la aplicación de los modelos y técnicas de valoración en los términos que reglamentariamente se determinen, y si no fuese fiable se valorarán por su precio de adquisición.

Las empresas que aplican el PGC 2007 no realizan la dotación de esta reserva directamente, sino que se contabilizan en cuentas intermedias del grupo 8 y 9 para terminar destinando, al final del ejercicio, el saldo diferencia entre las cuentas de los grupos 8 y 9 a cuentas del grupo 1. El PGC-PYMES realiza un tratamiento muy similar pero sin utilizar las cuentas del grupo 8 y 9.

La utilización del valor razonable tiene dos riesgos potenciales: uno en el cálculo del valor, y otro en el régimen de la reserva que se produce en los aumentos de valoración posteriores a la inicial que no tienen como destino el estado de resultados.

En lo que se refiere a la medición concreta del valor razonable, existe un potencial problema en cualquiera de los casos en los que debe estimarse utilizando valores aproximados o modelos de valoración, por muy aceptados que estén en la práctica, puesto que la presunta objetividad de la valoración puede vulnerarse, perjudicando la posibilidad de interpretación de la información.

En lo referente a la cuenta de patrimonio neto, donde se inscribirán las variaciones que así lo requieran, existe un potencial problema con la disponibilidad de esa reserva. La cuenta debe ser tratada como indisponible para su reparto hasta que no se produzca su realización. Si se incrementa el valor de los activos de forma no cierta ni definitiva, se produciría un efecto negativo a efectos de representación contable, pero además, si fuese disponible se produciría un efecto aun más grave en el ámbito mercantil: se podría descapitalizar la empresa con el reparto a los accionistas de recursos que son la garantía para que los acreedores recibieran los recursos a los que tienen derecho contractualmente. Por todo ello, es posible afirmar que la reserva de valor razonable debe ser indisponible¹³⁶⁹.

10. Reserva por capital amortizado

Esta reserva¹³⁷⁰ se dotará siempre que se realice una reducción de capital con cargo a beneficios o reservas libres, o mediante la amortización de acciones adquiridas por la sociedad a título gratuito, en las que los acreedores sociales no gocen del derecho de oposición al acuerdo.

futuros, y (f) Otros instrumentos financieros que, por sus especiales características, se consideren contablemente elementos patrimoniales distintos a los demás instrumentos financieros.

¹³⁶⁹ La necesidad de que la reserva de valor razonable sea indisponible es compartida por la "Comisión especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero". Vid. INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS (ICAC): Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma (Libro Blanco para la reforma de la contabilidad en España), ICAC, Madrid, 2002, p. 110.

¹³⁷⁰ Las reservas por capital amortizado, por participaciones recíprocas, por acciones de la sociedad dominante y por acciones propias aceptadas en garantía tienen tres puntos en común: su creación está motivada por una disposición legal ante determinadas operaciones de la sociedad, su dotación se producirá con cargo a beneficios o a reservas disponibles y su disposición se producirá al desaparecer la causa que motivaron su creación, debiéndose traspasar a reservas disponibles.

La cuenta de reserva por capital amortizado¹³⁷¹ se abonará por las cantidades que se doten por este concepto (equivalentes al importe del nominal disminuido del capital), con cargo a beneficios o a otras cuentas de reservas de libre disposición.

La reserva de capital amortizado debe ser indisponible. De esta reserva sólo se podrá disponer cumpliendo los mismos requisitos que los exigidos para una reducción de capital, entre los que se incluye el derecho de oposición de los acreedores sociales.

Para el registro contable de una amortización de capital social financiada con recursos libres, es necesario practicar un ajuste en el patrimonio neto por el importe correspondiente al valor nominal de las acciones retiradas o el de la cuantía en que queda reducida la cifra de capital social si la amortización afecta por igual a todas ellas. La cuenta de capital social se carga en la cuantía correspondiente a la amortización y se abona una cuenta de neto que, si se desea que la reducción pueda formularse sin respetar el derecho de oposición de acreedores, debe constituir un neto indisponible.

La reserva de capital amortizado tiene la finalidad de conservar las garantías de los acreedores cuando la sociedad reduce capital con cargo a beneficios o a reservas de libre disposición sin su consentimiento. El establecimiento de esta reserva permite que los recursos indisponibles permanezcan invariables. Para realizar esta reducción de capital deben existir en poder de la sociedad fondos de libre disposición por igual importe que la reducción de capital que se va a realizar. Al reducir el capital y dotar esta cuenta, las garantías con los acreedores se mantienen intactas, no siendo necesario recabar consentimiento alguno de los mismos.

Para el registro contable de una amortización de capital social financiada con recursos libres, es necesario practicar un ajuste en el patrimonio neto por el importe correspondiente al valor nominal de las acciones retiradas o el de la cuantía en que queda reducida la cifra de capital social si la amortización afecta por igual a todas ellas. La cuenta de capital social se carga en la cuantía correspondiente a la amortización y se abona una cuenta de neto que, si se desea que la reducción pueda formularse sin respetar el derecho de oposición de acreedores, debe constituir un neto indisponible.

En la Segunda Directiva 77/91/CEE Europea existen cuatro reservas indisponibles: (i) la reserva del art. 33.1 que es la que nace de una reducción de capital «nominal» o «contable» en que se reduce el capital para su dotación (creación o incremento), (ii) la reserva del art. 36.1.d, que se dota en el caso de la operación de «retirada forzosa» prescrita o autorizada en los estatutos y al efecto de excluir la garantía del derecho de acreedores, (iii) la reserva del art. 37.2 que resulta de la amortización forzosa de las acciones en autocartera y con el mismo propósito de mantener los derechos de los acreedores y (iv) la reserva del art. 39.e. que nace de la amortización de las rescatables realizada con la «ayuda de sumas distribuibles». La reserva del art. 335.c del TRLSC es la reserva del art. 39.e de la II Directiva, que a su vez se inspira en la «*capital redemption reserve*» de la s. 264.3 de *The Companies Act 1984* británica.

La Segunda Directiva 77/91/CEE establece claramente su naturaleza de reserva indisponible, ya que su normativa le proporciona un estatuto homólogo al del propio capital social puesto que «esta reserva sólo podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas»¹³⁷² y «en la medida en que los estados miembros permitan la operación, para compensar pérdidas»¹³⁷³. Dado que su estatuto es análogo al del capital social,

¹³⁷¹ En la cuenta 1142. «Reserva por capital amortizado» del PGC 2007 se incluye el nominal de las acciones o participaciones de la propia empresa adquiridas por ésta y amortizadas con cargo a beneficios o a reservas disponibles. También se incluirá el nominal de las acciones o participaciones de la propia empresa amortizadas, si han sido adquiridas por ésta a título gratuito.

¹³⁷² Art. 33.1; art. 36.1.d; art. 37.2 y art. 39.e. de la II Directiva.

¹³⁷³ Art. 33.1; art. 36.1.d.; art. 37.2 de la II Directiva.

la reserva indisponible no puede aplicarse "salvo en el caso de reducción del capital suscrito"¹³⁷⁴, es decir mediante la aplicación de las mismas reglas que mediante la reducción de capital social (principalmente garantizando el derecho de oposición de acreedores). El Derecho británico también considera a la *capital redemption reserve* como indisponible, tanto es así que la s. 264.3 *The Companies Act 1984* y la s. 831.4 *The Companies Act 2006* las incluye entre las *undistributable reserves*. Se califica de «quasi-capital social», lo que supone que sólo puede disponerse de ella con los requisitos de la reducción de capital (s. 170.4 *The Companies Act*). La reserva también puede emplearse para aumentar el capital con entrega de *bonus shares* a los accionistas. En este caso se convierte la reserva de capital (*paid up capital*) en verdadero capital (*paid up share capital*). La reserva de capital indisponible, que en la legislación mercantil española se ajusta a las notas que caracterizan el estatuto de la correspondiente reserva en Derecho comunitario es la reserva del art. 335.c del TRLSC: una reserva "de la que solo será posible disponer con los mismos requisitos exigidos para la reducción del capital social". El estatuto de reserva indisponible impide precisamente aplicarla a realizar distribuciones de dividendos a los accionistas con su cargo. La reserva del art. 335.c del TRLSC, en su condición de reserva indisponible, no es susceptible de financiar distribuciones ordinarias o extraordinarias a los accionistas (art. 273.2 TRLSC). Por eso no se integra en la «base de reparto» del cuadro de distribución de resultados de la Memoria¹³⁷⁵.

En la amortización de capital establecida en la legislación francesa y belga, la cuenta que se dota es la cuenta de "capital amortizado", "que no es sino la misma cuenta de capital social"¹³⁷⁶. En los sistemas, como el español, en que la reducción de capital social entraña la reducción de la cifra de capital social, la cuenta de neto que se abona es una cuenta de reserva indisponible: la reserva por capital amortizado.

En el Derecho portugués, la amortización de acciones puede hacerse con o sin reducción de capital¹³⁷⁷. En el caso de amortización con reducción de capital social deberán observarse los requisitos de la tutela judicial del derecho de acreedores establecidos en el art. 95 *Código das Sociedades Comerciais*, salvo que se dote la reserva indisponible establecida en el art. 347 *Código das Sociedades Comerciais*. Esa reserva se dota con cargo a reservas libres (*lucros e reservas distribuíveis*) por el importe del nominal de las acciones amortizadas, estando sujeta al régimen de la reserva legal. En el Derecho portugués, a diferencia del británico, existe la obligación de dotar reserva legal con cargo a los beneficios del ejercicio¹³⁷⁸.

En el pretérito Derecho alemán, la reserva que se dotaba en la amortización de capital era la misma reserva legal que la establecida en el actual Derecho portugués¹³⁷⁹. La situación ha cambiado, aunque sólo nominalmente, tras la Reforma contable para adaptación a las Directivas Comunitarias y la entrada en vigor de la Ley de Balances (*Bilanzrichtliniengesetz*)¹³⁸⁰, la reserva pasó de ser la legal a ser una de las reservas de capital (*Kapitalrücklagen*). La reserva que se abona en ese procedimiento es una reserva de capital sujeta al estatuto de indisponibilidad de todas las reservas de capital con independencia de la causa de dotación¹³⁸¹. En la estructura de los fondos propios (*Eigenkapital*, §272) se distinguen tres tipos de reservas: las reservas de beneficios (*Gewinnrücklagen*), las reservas de capital y las reservas por acciones propias. Las reservas de capital (*Kapitalrücklagen*) se nutren de las aportaciones a título de capital de riesgo no incorporadas al capital social¹³⁸².

¹³⁷⁴ Art. 33.1 de la II Directiva.

¹³⁷⁵ Nota 3 "Aplicación de resultados" del PGC 2007 y Nota 3 "Aplicación de resultados" del PGC-PYMES.

¹³⁷⁶ Vid. LANGLOIS, G.; FRIÉDÉRICH, M. y BURLAUD, A.: *Comptabilité approfondie*, Foucher, Paris, 1998, p. 1137.

¹³⁷⁷ Artigos 346 y 347 *Código das Sociedades Comerciais*.

¹³⁷⁸ Art. 295 *Código das Sociedades Comerciais*.

¹³⁷⁹ Artigos 346 y 347 *Código das Sociedades Comerciais*.

¹³⁸⁰ Dicha Ley reformó el Derecho contable común contenido en el Código de Comercio. HGB § 238-§ 330.

¹³⁸¹ Vid. HÜFFER, V.: *Aktiengesetz*, Ch, Beck, 1ª ed., Munchen, 1993, p. 1051. GESSLER, E; HEFERMEHL, W; ECKART, U.; KROPFF, B.: *Aktiengesetz Kommentar*, band IV, 16 Lieferung, München, 1994, p. 262.

¹³⁸² § 272 (2) 4 HGB.

El art. 335.c TRLSC español se inspira en el Derecho alemán, aunque con matices. Nuestro Derecho desconoce la categoría "reservas de capital". También podría haber seguido el sistema alemán tradicional y entender que la reserva que se dota es la legal, pero ha optado por fijar otra reserva.

La reducción trae consecuencias sobre los acreedores, ya que la disminución del capital se traduce no sólo en la salida efectiva de recursos (disminución del patrimonio empleado en el reembolso; patrimonio con que la sociedad responde del cumplimiento de sus obligaciones) sino en una disminución en la efectividad de ciertos mecanismos de la integridad del capital en defensa del derecho de terceros (y de los socios), entre los que destaca que disminuye la cifra de retención (art. 273.2 TRLSC) y que se rebajan los requisitos de autofinanciación forzosa por dotación de la reserva legal (art. 274 TRLSC). El diferente estatuto de la reserva del art. 335.c TRLSC respecto al capital social se manifiesta en la no aplicación de ciertas normas que se construyen exclusivamente por referencia a la cifra de capital social: la reducción obligatoria "cuando las pérdidas hayan disminuido su haber (el de la sociedad) por debajo de las dos terceras partes de la cifra de capital y hubiere transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio" (art. 317.1 TRLSC); la disolución forzosa "por consecuencia de pérdidas que dejen reducido el patrimonio a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que éste se aumente o se reduzca en la medida suficiente" (art. 363 TRLSC); la posible aplicación del resultado sólo si "el valor del patrimonio neto contable no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social" (art. 273.2 TRLSC); la obligación de constituir o reconstituir la reserva legal en una cifra igual al diez por ciento del beneficio del ejercicio hasta que la reserva legal alcance, al menos, el veinte por ciento del capital social (art. 274.1 TRLSC); la imposición de un capital social mínimo (art. 4 TRLSC). Los peligros de la rebaja de la cifra de capital, que no son totalmente compensados con la dotación de la reserva de capital amortizado, son análogos a los que presentaría una excesiva dotación de la reserva legal con cargo a la cuenta de capital social. La ley alza cautelas frente a los riesgos inherentes a la operación de reducción de capital para dotar la reserva legal. Las cautelas consisten en: limitar cuantitativamente la dotación, y por ende, la rebaja de la cifra de capital consiguiente (art. 322 TRLSC) y limitar el futuro reparto de dividendos una vez reducido el capital (art. 326 TRLSC). Ambas cautelas no se traspasan al art. 335.c TRLSC.

Existen tres posibles aplicaciones para cualquier reserva: distribuciones a los socios, compensación de pérdidas e incorporación a capital social. El estatuto de la reserva indisponible impide el primero de ellos, aplicarla a realizar distribuciones de dividendos a los accionistas con su cargo. La reserva del art. 335.c TRLSC, en su condición de reserva indisponible, no es susceptible de financiar distribuciones ordinarias o extraordinarias a los accionistas¹³⁸³. Por eso no se integra en la "base de reparto" del cuadro de distribución de resultados de la Memoria¹³⁸⁴.

Como excepción al régimen general de indisponibilidad, tanto la Directiva como el Derecho español, admiten que se pueda disponer de la reserva con los mismos requisitos exigidos para la reducción de capital social. Esto no puede significar sino que las distribuciones con cargo a esta cuenta de reservas deberán observar los requisitos de tutela del derecho de acreedores y demás exigencias legales, de reducción efectiva de capital social: acuerdo de junta, publicación de anuncios, pago o consignación en favor de los acreedores que ejercitan en tiempo y forma el derecho de oposición.

Esta equiparación de régimen entre el capital social y la reserva es precisamente lo que justifica la exclusión del derecho de oposición: si la reserva hubiera sido disponible, el régimen de su dotación con cargo a capital sería el ordinario de reducción efectiva¹³⁸⁵.

¹³⁸³ Cfr. art. 273.2 TRLSC.

¹³⁸⁴ Nota 3 "Aplicación de resultados" del PGC 2007 y Nota 3 "Aplicación de resultados" del PGC-PYMES.

¹³⁸⁵ Así resulta del art. 335.3 TRLSC en contraposición con la modalidad de reducción con dotación de reserva voluntaria.

Un problema, no resuelto en la Ley, sobre la aplicación de la reserva al saneamiento de pérdidas, es identificar, si es imputable a pérdidas antes o después de la reserva legal. La equiparación que hace el art. 335.c del TRLSC de la reserva de capital amortizado al capital social, en cuanto a su disposición, permite afirmar que es necesario imputar a pérdidas la reserva legal antes que la reserva asimilada al capital social; esto se basa en que el art. 322.2 del TRLSC obliga a agotar todas las reservas antes que reducir el capital social y la reserva objeto de este examen es «quasi-capital social».

Otro problema es la posible incorporación de la reserva a capital. La capitalización de la cuenta de reserva indisponible está prevista como posibilidad en la Segunda Directiva 77/91/CEE "en la medida en que los Estados miembros permitan tal operación"¹³⁸⁶. Si se revisan los ordenamientos próximos que disciplinan la reserva (británico, portugués y alemán), es posible advertir la generalizada aceptación de su capitalización. En el Derecho británico la capitalización de la reserva se contempla expresamente en la Ley¹³⁸⁷. El art. 39.e de la Segunda Directiva 77/91/CEE está inspirado en la regulación británica de entregar *bonus shares* a los accionistas con cargo a la reserva indisponible que resulta del rescate de acciones redimibles. En el Derecho portugués no se plantean mayores problemas de capitalización, ya que la reserva indisponible sigue el estatuto de la reserva legal (art. 347.7.b CSC) y los saldos asentados en la reserva legal pueden incorporarse a la cuenta de capital social (art. 296.e CSC). En el Derecho alemán el régimen de la reserva de capital se asimila al de la reserva legal. La suma de la reserva legal más la reserva de capital amortizado debe alcanzar la décima parte del capital social o la parte superior que determinen los estatutos (§ 150.2 AktG). Si la reserva legal y la reserva de capital rebasan conjuntamente ese techo, legal o estatutario, el exceso podrá incorporarse al capital social por el procedimiento de aumento con medios propios de la sociedad (§§ 150.4.31 y 207-220 AktG).

En el Derecho español, el TRLSC calla sobre la posible capitalización de la reserva. Cierta sector de la doctrina¹³⁸⁸ ha pretendido que el silencio legal entraña prohibición, argumentando que el legislador español no se habría acogido a la posibilidad de incorporación de capital prevista en la Directiva Comunitaria.

La reserva por capital amortizado, como todas las reservas indisponibles, sí pueden ser capitalizadas, sin perder su condición de indisponible. Si la sociedad puede disponer de la cuenta de reserva de capital como si de la cuenta de capital social se tratara (cumpliendo con los requisitos de la reducción de capital del art. 335.c TRLSC), la sociedad siempre podrá cancelar aquella cuenta de reserva para llevar su saldo a la reserva legal (operación análoga a una reducción para dotar la reserva legal) y simultáneamente ampliar el capital (por el procedimiento de ampliar el capital con cargo a la reserva legal). En definitiva, es posible la capitalización de la reserva de capital cuando la suma de lo que importe la reserva del art. 335.c TRLSC más la reserva legal exceda del 10 por 100 del capital social resultante de la operación por simple aplicación del art. 274 TRLSC¹³⁸⁹.

11. Reserva por participaciones recíprocas

El art. 151 TRLSC señala que no se podrán establecer participaciones recíprocas que excedan de 10 por 100 de la cifra de capital de las sociedades participadas, prohibición que afecta también a las participaciones circulares constituidas por medio de sociedades filiales. Cuando se rebase el límite legal, la sociedad (aparte de tener que eliminar el exceso de participación en el plazo de un año, y de que las acciones poseídas por encima del límite verán

¹³⁸⁶ Arts. 33.1, 36.1.d, 37.2 II Directiva.

¹³⁸⁷ Section 170.4 The Companies Act.

¹³⁸⁸ Vid. MASSAGUER: «El capital nominal (un estudio del capital social de la sociedad anónima como mención estatutaria)», *Revista General de Derecho*, 1990, pp. 5577-5592. GARCÍA LUENGO, R.; SOTO VÁZQUEZ, R.: *El nuevo régimen jurídico de la Sociedad Anónima*, Editorial Comares, Granada, 1991, p. 742.

¹³⁸⁹ Esta idea ya fue expuesta por FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones ...*, op.cit., p. 291.

suprimido su derecho de voto) estará obligada a constituir una reserva indisponible por el importe de dichas participaciones que superen el 10 por 100 del capital.

La cuenta representativa de esta reserva¹³⁹⁰ se dotará por el importe del exceso sobre el 10 por 100 de las participaciones recíprocas; su saldo se traspasará a reservas disponibles una vez reducida la participación recíproca a su límite legal. La Reserva por participaciones recíprocas tiene la finalidad específica de garantizar que la operación no conlleve una ausencia de aportación efectiva; por esta razón es indisponible, pasando a ser de libre disposición si la participación llega a ser menor o igual al límite del 10%.

12. Reserva para acciones o participaciones de la sociedad dominante

Esta reserva deberá constituirse cuando una SA (directamente o por medio de persona interpuesta) tome una inversión en acciones o participaciones emitidas por una sociedad que sea dominante de la misma, o cuando acepte en garantía del cumplimiento de una obligación por terceros dichas acciones o participaciones. Las SRL también deberán constituir esta reserva por las acciones o participaciones que posean de una sociedad dominante, pero no en el segundo supuesto, al tener prohibida legalmente la aceptación de acciones o participaciones de una sociedad del mismo grupo en garantía de operaciones.

La cuenta representativa de esta reserva¹³⁹¹ se abonará por los importes satisfechos en la adquisición de acciones o participaciones de una sociedad dominante, o por el importe garantizado por ellas, con cargo a beneficios o a otras cuentas de reservas de libre disposición¹³⁹².

Enajenadas las acciones o participaciones de la dominante o, en su caso, cancelada la obligación garantizada por ellas, la parte liberada de esta reserva se traspasará a reservas de libre disposición.

Las reservas para acciones o participaciones de la sociedad dominante¹³⁹³ deberán ser consideradas indisponibles mientras las acciones o participaciones se encuentren en poder de la sociedad, es decir, hasta su enajenación o amortización. La indisponibilidad de estas reservas está directamente reconocida en el enunciado del art. 148.c TRLSC: "Se establecerá en el Pasivo del Balance una reserva indisponible equivalente al importe de las acciones propias o de la Sociedad dominante computado en el Activo". También serán indisponibles en el caso de aceptación de acciones de la sociedad dominante en garantía (art. 150 TRLSC).

Con esta regulación, la legislación española exige destinar una reserva indisponible para compensar la adquisición derivativa de autocartera, prohibiéndose efectuar disposición alguna con cargo a dicha cuenta (art. 140 TRLSC). Esta medida tiene su fundamento en el perjuicio patrimonial que las operaciones de autocartera representan para la sociedad, ya que por medio de las mismas se sustituye un activo real por otra partida que, en manos de la propia sociedad,

¹³⁹⁰ La cuenta 114. "Reservas especiales" del PGC 2007 debe incluir las reservas establecidas por cualquier disposición legal con carácter obligatorio, distintas de las incluidas en otras cuentas de este subgrupo. En particular, se incluye la reserva por participaciones recíprocas establecida en el arts. 151-155 TRLSC.

¹³⁹¹ Según establece el PGC 2007, la cuenta 1140. "Reservas para acciones o participaciones de la sociedad dominante" incluye las constituidas obligatoriamente en caso de adquisición de acciones o participaciones de la sociedad dominante y en tanto éstas no sean enajenadas. Esta cuenta también recogerá, con el debido desglose en cuentas de cinco cifras, las reservas que deban ser constituidas en caso de aceptación de las acciones de la sociedad dominante en garantía (art. 149.1 TRLSC). Mientras duren estas situaciones dichas reservas serán indisponibles.

¹³⁹² Respecto a las reservas por acciones de la sociedad dominante, NORVERTO afirma que "con esta reserva, cuando se presenten los estados consolidados, la cifra de capital social de la dominante figura por su valor real y, por tanto, materializada en cuentas de activo real". *Vid.* NORVERTO LABORDA, M^a del C.: "El tratamiento de las nuevas reservas en la reforma del Plan General de Contabilidad", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n^o 65, octubre – diciembre, 838-863, 1990, p. 856.

¹³⁹³ Arts. 148.3 y 149.1 TRLSC.

es improductiva, como son las acciones de la sociedad dominante. Con el establecimiento de estas reservas indisponibles las garantías a terceros permanecen intactas. Existen opiniones que consideran que la reserva por acciones de la sociedad dominante no debe utilizarse para compensar pérdidas. En nuestra opinión sí; la reserva por acciones de la sociedad dominante, por ser reserva indisponible, puede realizar todas las operaciones que no disminuyan las garantías, y las pérdidas acumuladas ya disminuían las garantías antes de la operación de compensación¹³⁹⁴.

13. Reservas por acciones propias aceptadas en garantía

La cuenta 1144. "Reservas por acciones propias aceptadas en garantía" recoge las reservas que deban ser constituidas en caso de aceptación de acciones propias en garantía (art. 149.1 TRLSC). Mientras dure esta situación, estas reservas serán indisponibles.

14. Reserva por reducción de capital por amortización de participaciones cuya adquisición no haya significado devolución a los socios

Cuando, como consecuencia de una adquisición de participaciones propias por parte de una SRL sin que dicha adquisición signifique devolución de aportaciones a los socios (adquisiciones a título gratuito, adquisiciones judiciales para satisfacer créditos contra su titular, adquisiciones como consecuencia de subastas judiciales, etc.), se deba reducir el capital social, se dotará una reserva de carácter indisponible en garantía de los acreedores sociales existentes en el momento de la reducción. La cuenta representativa de esta reserva se abonará por el valor nominal de las participaciones amortizadas y, transcurridos cinco años a contar desde la reducción de capital (o cuando sin haber transcurrido dicho plazo se hubieran satisfecho todas las deudas sociales contraídas antes de la reducción), su saldo se traspasará a otras reservas de libre disposición.

15. Reserva por reducción de capital por restitución de aportaciones a los socios de SRL

Si bien en estas operaciones, en principio, responden los socios por las deudas sociales, éstos quedarán libres de responsabilidad si la sociedad procede a dotar una reserva de carácter indisponible en garantía de los acreedores de la sociedad que lo fueran en el momento de la reducción. La cuenta representativa de esta reserva se abonará por el mismo importe restituído a los socios, con cargo a reservas disponibles. Transcurridos cinco años a contar desde la reducción de capital, o cuando sin haber transcurrido dicho plazo, se hubiera satisfecho todas las deudas sociales contraídas antes de la reducción, esta reserva se traspasará a otras de libre disposición.

16. Reserva por opciones emitidas

La Reserva por opciones emitidas se debe constituir por los importes de las primas de opción sobre las acciones propias emitidas por la entidad¹³⁹⁵. La citada reserva tiene carácter indisponible.

17. Reserva para financiar el rescate de acciones rescatables (fondo de amortización o *sinking fund*)

La clasificación de reservas disponibles e indisponibles debe tener en cuenta las reservas derivadas de la inclusión de las figuras denominadas acciones rescatables, aunque no hayan

¹³⁹⁴ Aunque la medida parece razonable, podemos afirmar que es rigurosa, ya que el grupo está obligado a constituir dos reservas indisponibles: una en la empresa dominante y otra en la dominada.

¹³⁹⁵ El tratamiento de esta reserva está recogida en la IAS 19 emitida por el IASB.

sido recogidas como tales en TRLSC, TRLSA, LRLMV, PGC 2007 y PGC-PYMES. En concreto son dos: la derivada de la emisión (reserva para financiar el rescate de acciones rescatables) y las que se pueden originar en el rescate (reserva de capital amortizado para acciones rescatables). La Reserva para financiar el rescate de acciones rescatables es parcialmente disponible por ser asimilable a una reserva estatutaria, ya que la ley no obliga a dotarla.

18. Reserva de capital amortizado para rescatar acciones rescatables

La reserva por capital amortizado para rescatar acciones rescatables es una reserva particular de la figura acciones rescatables. La primera forma de rescatar estos instrumentos supone dotar una reserva indisponible por la parte del nominal amortizado no desembolsado. Por ello, la Reserva de capital amortizado para acciones rescatables es indisponible, al igual que el resto de reservas de capital amortizado¹³⁹⁶.

La finalidad de la dotación de la reserva del art. 501 TRLSC es evitar tener que cumplir con los requisitos de la reducción del capital social mediante devolución de aportaciones, lo que exige garantizar el derecho de oposición de acreedores del art. 334 del TRLSC.

Para que no exista derecho de oposición de acreedores, el régimen de disponibilidad de la reserva dotada en sustitución de la cifra de capital correspondiente al nominal de las acciones que se amortizan tiene que ser muy próximo al de la propia partida de capital social¹³⁹⁷. Si la reserva que se dota con la amortización de las rescatables fuese disponible, sería preceptivo garantizar el derecho de oposición de acreedores porque sólo la reducción para dotar la reserva legal y la reserva por capital amortizado excluye el derecho de oposición¹³⁹⁸. En consecuencia, la reserva del art. 501.3 TRLSC es una reserva indisponible como son las reservas que nacen de las diferentes modalidades de la reducción del capital que se pueden efectuar sin necesidad de garantizar el derecho de acreedores.

En la Segunda Directiva 77/91/CEE Europea existen cuatro reservas indisponibles: (i) la reserva del art. 33.1 que es la que nace de una reducción de capital «nominal» o «contable» en que se reduce el capital para su dotación (creación o incremento), (ii) la reserva del art. 36.1.d, que se dota en el caso de la operación de «retirada forzosa» prescrita o autorizada en los estatutos y al efecto de excluir la garantía del derecho de acreedores, (iii) la reserva del art. 37.2 que resulta de la amortización forzosa de las acciones en autocartera y con el mismo propósito de mantener los derechos de los acreedores y (iv) la reserva del art. 39.e. que nace de la amortización de las rescatables realizada con la «ayuda de sumas distribuibles». La reserva del art. 500.2 TRLSC es la reserva del art. 39.e II Directiva, que a su vez se inspira en la «*capital redemption reserve*» de la s. 264.3 de *The Companies Act 1984* británica.

La Segunda Directiva 77/91/CEE claramente establece el carácter indisponible de esta reserva, ya que su normativa le proporciona un estatuto homólogo al del propio capital social puesto que “esta reserva sólo podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas”¹³⁹⁹ y “en la medida en que los estados miembros permitan la operación, para compensar pérdidas”¹⁴⁰⁰.

¹³⁹⁶ El art. 501.2 TRLSC no indica el nivel de disponibilidad de la reserva. “Si se amortizarán estas acciones con cargo a beneficios o a reservas libres, la sociedad deberá constituir una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas”. Sin embargo la totalidad de la doctrina reconoce que la reserva debe ser indisponible. Vid. para todos ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *op. cit.*, 1999, 13-57.

¹³⁹⁷ Esto es compartido por la doctrina “A pesar del olvido legal por indicar este carácter, la reserva del art. 92 ter del TRLSA es indisponible, tanto por así imponerlo la normativa comunitaria ... como por la ratio a la que parece atender”. Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: “Notas en torno ...”, *op. cit.*, 2002, p. 954. La normativa comunitaria a la que se refiere el autor es el art. 39.g de la Segunda Directiva CEE en materia de Sociedades.

¹³⁹⁸ Cfr. art. 335 TRLSC.

¹³⁹⁹ Art. 33.1, art. 36.1.d, art. 37.2 y art. 39.e. de la II Directiva.

¹⁴⁰⁰ Art. 33.1, art. 36.1.d y art. 37.2 de la II Directiva.

La legislación mercantil española define una reserva asimilable a la establecida en el Derecho comunitario: una reserva “de la que sólo será posible disponer con los mismos requisitos que para la reducción del capital social”¹⁴⁰¹. La denominación de esta reserva es “reserva por capital amortizado”.

En el caso de la amortización de capital establecida en la legislación francesa y belga, la cuenta que se dota es la cuenta de «capital amortizado», “que no es sino la misma cuenta de capital social”¹⁴⁰². En los sistemas, como el español, en que la reducción de capital social entraña la reducción de la cifra de capital social, la cuenta de neto que se abona es una cuenta de reserva indisponible: la reserva por capital amortizado. En el ámbito comunitario la reserva de capital amortizado de las rescatables¹⁴⁰³ tiene un estatuto equiparable a la reserva indisponible de capital que nace de la amortización de acciones en el caso de la «retirada forzosa» prevista en estatutos al modo germánico¹⁴⁰⁴. Esta *Kapitalrücklage* alemana es el equivalente de la *Capital Redemption Reserve* británica, en términos de garantía del derecho de acreedores. En el ámbito de la legislación mercantil española, la operación de reducción del art. 335.c TRLSC se inspira en el Derecho alemán, mientras que la del art. 501 TRLSC en el Derecho británico. En el Derecho británico e irlandés la legislación contiene una extensa regulación del rescate y amortización de acciones propias¹⁴⁰⁵. La operación de amortización de las rescatables entraña la reducción de la cifra del capital suscrito (*company's issued share capital*) y puede realizarse mediante una nueva ampliación de capital social cuyos recursos se emplean a este propósito (*out of the proceeds of a fresh issue of shares made for the purpose*) o con cargo a beneficios (*out of the company's profits*)¹⁴⁰⁶. En este último caso, no se aplica el sistema de tutela de acreedores propio de la reducción de la cifra de capital social emitido, porque el importe nominal de las acciones rescatadas se destina a una cuenta de reserva indisponible denominada *capital redemption reserve*. La *capital redemption reserve* es indisponible, tanto es así que la s. 264.3 *The Companies Act 1984* y la s. 831.4 *The Companies Act 2006* las incluye entre las *undistributable reserves*. Este «quasi-capital social» sólo puede disponerse con los requisitos de la reducción de capital¹⁴⁰⁷. La reserva también puede emplearse para aumentar el capital con entrega de *bonus shares* a los accionistas. En este caso, la reserva de capital (*paid up capital*) se convierte en verdadero capital (*paid up share capital*)¹⁴⁰⁸.

A efectos de garantía frente a acreedores, la operación de amortización de capital es neutra, porque los recursos indisponibles alcanzarían la misma cifra.

Si la cuantía de las reservas disponibles no permite el rescate íntegro de todas las acciones rescatables, caben dos posibilidades. El primero es efectuar un rescate parcial, sólo hasta donde alcancen los recursos disponibles, y para el cual, o se reduce el valor nominal en

¹⁴⁰¹ Art. 335.1.3 del TRLSC. Dentro de los textos legislativos que no llegaron a ser aprobados, el art. 114.6 del texto denominado “Especialidades en materia de emisión por parte de entidades con valores admitidos en negociación”, elaborado por la Comisión Especial designada por el Presidente de la CNMV establece que “Salvo que se utilice para la realización de un aumento de capital, sólo podrá disponerse de dicha reserva con los mismos requisitos que para la reducción del capital social”. Este texto se pretendía incorporar, por vía de enmienda en el Senado, al Proyecto LRLMV. Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., 2004, p. 28.

¹⁴⁰² Vid. LANGLOIS, G.; FRIÉDÉRICH, M. y BURLAUD, A.: *Comptabilité approfondie*, 1998, p. 1137.

¹⁴⁰³ Art. 39.e II Directiva.

¹⁴⁰⁴ Art. 36.d de la Segunda Directiva 77/91/CEE inspirado en los § 237 (3) y 237 (5) AktG.

¹⁴⁰⁵ *Redemption and purchase: Part V chapter VII*, s. 159-181.

¹⁴⁰⁶ Cfr. la relación entre *section 160.1 The Companies Act 1985*; art. 501.1 del TRLSC y art. 39.d. II Directiva.

¹⁴⁰⁷ S. 170.4 *Companies Act*.

¹⁴⁰⁸ En el Derecho portugués, la amortización de acciones puede hacerse con o sin reducción de capital social (*artigos 346 y 347 CSC*). En el caso de amortización con reducción de capital deberán observarse los requisitos de tutela del derecho de acreedores establecidos en el art. 95 del *Código das Sociedades Comerciais*, salvo que se dote la reserva indisponible del art. 347 del *Código das Sociedades Comerciais*. Esa reserva se dota con cargo a reservas disponibles (*lucros e reservas distribuíveis*) por el importe del nominal de las acciones amortizadas y está sujeta al régimen de la reserva legal. En el Derecho portugués, a diferencia del británico, existe la obligación de dotar reserva legal con cargo a los beneficios del ejercicio. Vid. art. 295 CSC.

proporción a todas las acciones, o se sortean las acciones que van a ser rescatadas. El segundo es completar la operación con recursos extraídos de los otros dos métodos.

19. Reserva por fondo de comercio

Según el PGC 2007, la cuenta 1143. "Reserva por fondo de comercio"¹⁴⁰⁹ incluye la reserva constituida obligatoriamente en caso de que exista fondo de comercio en el activo del balance (art. 273.4 TRLSC). Esta reserva es indisponible mientras que en el balance de la sociedad exista la partida de fondo de comercio.

20. Reserva por pérdidas y ganancias actuariales y otros ajustes

Según el PGC 2007, la cuenta 115. "Reservas por pérdidas y ganancias actuariales y otros ajustes"¹⁴¹⁰ recoge el componente del patrimonio neto que surge del reconocimiento de pérdidas y ganancias actuariales y de los ajustes en el valor de los activos por retribuciones a largo plazo al personal de prestación definida, de acuerdo con lo dispuesto en las normas de registro y valoración. El TRLSC no establece ninguna restricción a la disponibilidad, por lo que es disponible.

21. Diferencias por ajuste del capital a euros

Según el PGC 2007, la cuenta 119. "Diferencias por ajuste del capital a euros" recoge las diferencias originadas como consecuencia de la conversión a euros de la cifra de capital de acuerdo con el contenido de la "Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre Introducción del Euro". El TRLSC no establece ninguna restricción a la disponibilidad, por lo que es disponible.

22. Otras Reservas

Entre las muchas partidas que se pueden incluir en la cuenta Otras reservas, se encuentran las siguientes: las Reservas derivadas de la libertad de amortización¹⁴¹¹ y las reservas de eventos culturales o deportivos, como por ejemplo, las de Reservas Juegos Olímpicos 1992¹⁴¹². Para estas reservas ha de observarse el régimen de indisponibilidad que recoja la Ley o el Reglamento que obligue su dotación. El TRLSC no establece ninguna restricción a la disponibilidad, por lo que es disponible.

23. Remanente

Dentro del epígrafe de fondos propios, título A-1 de la masa patrimonial de pasivo, se encuentran algunas partidas que el P.G.C. 2008 no ha considerado como reservas, fundamentalmente el remanente y los resultados positivos del ejercicio. Al pertenecer al patrimonio neto, debemos analizar si son recursos disponibles o indisponibles.

Se denomina remanente al saldo acreedor sobrante en la cuenta de pérdidas y ganancias después de realizar el reparto del beneficio de un ejercicio, importe que se conserva durante el período siguiente y que, junto con los resultados obtenidos en el mismo, pasa a formar la base del reparto de este último ejercicio.

¹⁴⁰⁹ Esta cuenta aparece en el PGC 2007, pero no en el PGC-PYMES.

¹⁴¹⁰ Esta cuenta aparece en el PGC 2007, pero no en el PGC-PYMES.

¹⁴¹¹ Real Decreto Ley 2/1985.

¹⁴¹² Ley 12/1988, art. 22.3.

Esta cuenta¹⁴¹³ sería innecesaria si la sociedad decidiera aplicar el resto del importe de la cuenta de pérdidas y ganancias no distribuida a otros conceptos como, por ejemplo, la dotación a la reserva voluntaria; sin embargo la costumbre (y el deseo de determinadas sociedades de dotar cantidades exactas) hace que la cuenta de remanente todavía siga teniendo un elevado grado de utilización¹⁴¹⁴.

La cuenta de remanente puede reflejar dos situaciones: (a) el beneficio aun no repartido por falta de acuerdo en la Junta General de Accionistas y (b) el saldo acreedor sobrante (no aplicado a ningún fin específico) de la cuenta denominada Resultado del ejercicio, después de realizar el reparto del beneficio que se conserva durante el periodo siguiente y que, junto con los resultados obtenidos en el mismo, formarán parte de la base de reparto en el citado ejercicio.

La cuenta de remanente, en la primera situación, es disponible, excepto la parte en que debemos incrementar la cuenta de reserva legal, reserva de fondo de comercio y estatutaria si ésta tuviera la consideración de indisponible. En la segunda situación, toda ella es de libre disposición, ya que si hubiese sido necesario, ya se habrían dotado las reservas de carácter obligatorio (legal y estatutaria). Aunando las dos situaciones, debe ser considerada reserva parcialmente disponible.

24. Resultado del ejercicio

En el Estado de Pérdidas y Ganancias se recoge el importe del beneficio obtenido o de la pérdida incurrida en el período contable al que hacen referencia los estados financieros, una vez deducidas las aplicaciones para terceros diferentes de los propietarios, como pueden ser el impuesto sobre beneficios, la participación de los administradores y del personal, etc. El importe de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias recoge la cifra de beneficio o pérdida que corresponde íntegramente a los propietarios de la entidad.

El saldo de estas cuentas¹⁴¹⁵ se obtiene por diferencia entre los ingresos y los gastos del ejercicio. Recoge tanto los resultados de la explotación como los procedentes de operaciones financieras o excepcionales¹⁴¹⁶. Mientras no se aplique, se ha de considerar parte integrante de los recursos propios, tanto si su saldo es positivo como si es negativo¹⁴¹⁷.

Los resultados positivos de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (beneficios), desde el punto de vista legal, pertenecen a los socios, propietarios de la sociedad, quienes decidirán sobre su destino, a través de la Junta General, determinando si lo reparten o se queda en la empresa como autofinanciación. Los beneficios que se mantienen en la empresa deben ser considerados parcialmente disponibles, porque son totalmente disponibles excepto la parte que debe incrementar la cuenta de reserva legal, la reserva por fondo de comercio y la de reserva estatutaria si ésta tuviera la consideración de indisponible.

¹⁴¹³ La cuenta 120. “Remanente” del PGC 2007 recoge los beneficios no repartidos ni aplicados específicamente a ninguna otra cuenta, tras la aprobación de las cuentas anuales y de la distribución de resultados.

¹⁴¹⁴ La cuenta de remanente se crea en cada período, al distribuir el resultado, abonando a la misma la parte sobrante del reparto. En el ejercicio siguiente se anulará, incorporando su saldo al resultado pendiente de distribución para realizar el nuevo reparto, pudiendo tras el mismo aparecer una nueva cantidad.

¹⁴¹⁵ La cuenta 121. “Resultados negativos de ejercicios anteriores” del PGC 2007 incluye los resultados negativos de ejercicios anteriores, mientras que la cuenta 129. “Resultados del ejercicio” recoge los resultados, positivos o negativos, del último ejercicio cerrado, pendientes de aplicación.

¹⁴¹⁶ Únicamente para el PGC 2007, también de actividades interrumpidas (no PGC-PYMES).

¹⁴¹⁷ Cuando se aplique el resultado, se cargará o abonará, con abono o cargo respectivamente, a las partidas correspondientes, según el acuerdo tomado por la junta de socios que decida su destino.

El cuadro 1 recoge la clasificación de los elementos del neto en función de su disponibilidad, observando la función que tienen esos recursos dentro de la empresa. Esta definición es válida exclusivamente para el territorio español y para el momento actual, cualquier modificación legislativa podría alterarla.

Cuadro 1. Indisponibilidad de los componentes del neto

<i>TOTALMENTE INDISPONIBLE</i>	<i>PARCIALMENTE INDISPONIBLE</i>	<i>LIBRE DISPOSICIÓN SI NO EXISTEN CIRCUNSTANCIAS ADICIONALES QUE LO MODIFIQUEN</i>
Capital social	Reserva legal	Prima de emisión
Reserva por participaciones recíprocas	Reserva de revalorización	Prima de asunción
Reserva para acciones o participaciones de la sociedad dominante	Reserva estatutaria	Reserva voluntaria
Reserva para acciones propias en garantía	Reserva para financiar el rescate de acciones rescatables (fondo de amortización)	Reserva por pérdidas y ganancias actuariales y otros ajustes
Reserva por capital amortizado	Remanente	Aportaciones de socios o propietarios
Reservas disponibles utilizadas para garantizar acciones propias y de participaciones o acciones de la sociedad dominante (art. 150 TRLSC)	Resultado del ejercicio	Diferencias por ajuste del capital a euros
Reserva por capital amortizado por rescate de acciones rescatables		Reservas derivadas de la libertad de amortización
Reserva por reducción de capital por amortización de participaciones cuya adquisición no haya significado devolución a los socios en SRL		Otras reservas
Reserva por reducción de capital por restitución de aportaciones a los socios de las SRL		
Reserva por opciones emitidas		
Reserva de valor razonable		
Reserva por fondo de comercio		
Patrimonio neto por emisión de instrumentos financieros compuestos		
Reserva disponible utilizada para garantizar deudas-obligaciones (art. 405 TRLSC)		
Reserva disponible que cubren gastos de I+D para poder repartir (art. 273 TRLSC)		

Fuente: elaboración propia

4.2.6. Efectos económicos del rescate

La emisión de acciones representa una modificación estatutaria que está sometida a un régimen jurídico que presta especial atención a la protección de los demás accionistas de la sociedad y activa los principios de defensa del capital social encargados de tutelar los intereses de los acreedores sociales.

La emisión de acciones rescatables, y sobre todo su amortización, puede provocar una modificación en los intereses y riesgos de los acreedores, accionistas rescatables, el resto de accionistas no rescatables, la sociedad emisora y la forma de determinar el precio de mercado de capitales¹⁴¹⁸. En este apartado se analizan los efectos del rescate sobre los intereses de los *stakeholders*¹⁴¹⁹ del emisor.

1. Defensa de los acreedores

Cada uno de los tres procedimientos de rescate de las acciones rescatables intenta salvaguardar las garantías de los acreedores de forma distinta, pero siempre teniendo claro que el legislador mercantil intenta, como principal medida, salvaguardar los intereses de los acreedores porque considera que es el principal medio para garantizar el tráfico mercantil.

2. Defensa de los accionistas rescatables

Es necesario tener en cuenta la aplicación de las cautelas del TRSLC para procurar un trato igualitario entre los accionistas rescatables en los supuestos de reducción de capital. No será necesaria la aprobación prevista en el art. 329 TRSLC¹⁴²⁰ porque la amortización de las acciones rescatables está prevista o prescrita desde el momento de su emisión; de esta forma, la amortización podrá realizarse sin aprobación o consentimiento a través de una votación separada de los titulares de acciones rescatables, quienes, se entiende, ya consintieron en el momento de la adquisición¹⁴²¹. Del mismo modo, la sociedad no tendrá que someterse a lo previsto en el art. 228 TRSLC porque el hecho de que se emitan con la característica de rescatables faculta a la sociedad para proceder a su amortización en las condiciones fijadas en los estatutos, y por lo tanto, sin necesidad de realizar una oferta al resto de accionistas. No se suscita ningún riesgo desde la perspectiva de la igualdad de oportunidades y de la paridad de trato de los accionistas, ya que no existe el riesgo de un trato no igualitario cuando la previsión estatutaria de la amortización es anterior a la suscripción de las acciones¹⁴²². En todo caso, para

¹⁴¹⁸ CHAMORRO estudia la política jurídica de la legislación española sobre las acciones rescatables, al analizar con detalle tanto los fines perseguidos con la emisión y suscripción como los efectos de la emisión y el rescate sobre los intereses de los actores y el mercado. *Vid.* CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, capítulo segundo, apartado A y B.

¹⁴¹⁹ *Stakeholder* es un término inglés utilizado por primera vez por FREEMAN para referirse a quienes pueden afectar o son afectados por las actividades de una empresa. *Vid.* FREEMAN, R.E.: *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston, 1984. Estos grupos o individuos son un elemento esencial en la planificación estratégica de negocios.

¹⁴²⁰ El art. 329 TRSLC establece que, cuando el acuerdo de reducción con devolución del valor de las aportaciones no afecte por igual a todas las participaciones o a todas las acciones de la sociedad, será preciso, en las sociedades de responsabilidad limitada, el consentimiento individual de los titulares de esas participaciones y, en las sociedades anónimas, el acuerdo separado de la mayoría de los accionistas interesados, adoptado en la forma prevista en el art. 293 TRSLC. En esta investigación nos centramos en la sociedad anónima, pues es la forma jurídica a la que actualmente se restringe la emisión de acciones rescatables.

¹⁴²¹ A favor de la no necesidad de aplicar el art. 329 TRSLC se sitúa GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Las acciones rescatables”, *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, pp. 1695-1696 y ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía nº 23, *Revista de Derecho de Sociedades*, 2004, pp. 300-301. A favor de la necesidad de aplicar el citado art. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima...*, *op. cit.*, 1999, pp. 44-45.

¹⁴²² A favor de la no necesidad de aplicar el art. 228 TRSLC opina GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Las acciones rescatables”, *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, pp. 1695-1698, URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. Y GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “La sociedad anónima: la acción en general” en *Curso de Derecho Mercantil*, I, Civitas, 1999, pp. 815-837, y ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía nº 23, *Revista de Derecho de Sociedades*, 2004, pp. 301-302.

que no exista desigualdad de trato, el precio de rescate debe ser el mismo para las acciones de cada una de las clases.

3. Defensa de los accionistas no rescatables

La normativa sobre aumento de capital asegura la protección de los intereses de los titulares de acciones no rescatables a través del cumplimiento de los requisitos de la modificación de estatutos, que incluyen mecanismos como el derecho de suscripción preferente o la necesidad de un acuerdo adicional adoptado en Junta Especial o por medio de votación separada en la Junta General por la mayoría de acciones pertenecientes a una clase cuyos titulares vean lesionados sus derechos directa o indirectamente como consecuencia de la nueva emisión de acciones.

A pesar de ello, la propia caracterización de las acciones rescatables puede provocar situaciones de injusticia frente al resto de clases. Una sociedad en crisis puede favorecer a ciertos socios librándolos de la mala situación financiera, por medio del ejercicio de rescate, y a la vez perjudicando a los que se quedan en la sociedad que tienen que asumir la mala situación empresarial¹⁴²³. De la misma forma, el rescate de acciones puede ser usado para conferir a sus titulares un derecho anticipado a la cuota de liquidación, articulado a través de un privilegio sobre los dividendos¹⁴²⁴.

La primera situación se subsana por medio de la fijación de un calendario de rescate y amortización en el folleto de emisión. De esta forma el accionista no podrá abandonar la sociedad en un momento de rescate no previsto; además, si la sociedad está en una situación prospera, tendrá que soportar la obligación de abandonar la sociedad, cuando seguramente querría mantenerse en ella.

Para la segunda situación se han establecido tres procedimientos de rescate que mantiene las garantías. Si la sociedad emisora goza de buena salud financiera, el rescate se llevará a cabo con una amortización de capital o una nueva emisión, mientras que si la sociedad atraviesa una mala situación, la carencia de fondos disponibles obligará a realizar el rescate con una reducción de capital.

4. Efectos sobre la sociedad emisora

La emisión de acciones rescatables supone un incremento del riesgo de endeudamiento financiero, al implicar un compromiso por parte del emisor de hacer frente al futuro rescate de las acciones que emite¹⁴²⁵. Sin embargo, este perjuicio es relativo, porque la emisión de rescatables proporciona a la sociedad la obtención de fondos que deberían permitir afrontar el posterior reembolso. De igual forma, en la mayoría de las situaciones, el emisor podrá prever anticipadamente el momento en que se producirá el rescate, bien porque tiene la iniciativa del rescate, bien porque está fijado un calendario para llevarlo a cabo o porque, aunque la iniciativa la posee el accionista, tiene un horizonte de tres años para preparar los flujos de caja del rescate. Además, el riesgo se puede atenuar con medidas como la dotación de un *sinking fund*.

5. Efectos sobre la formación del precio de las acciones en el mercado de capitales

¹⁴²³ Las acciones rescatables poseen un potencial riesgo de manipulación en el sentido de que una vez asegurado el control mediante la suscripción de acciones, podrían abandonar el futuro riesgo empresarial ante la aparición de dificultades “sin necesidad de tener que pasar por el juicio de mercado” y pudiendo además “hurtar información suficiente a los mercados”. Vid. GARCÍA CRUCES J.A.: “Notas en torno ...”, *op. cit.*, 2002, p. 910.

¹⁴²⁴ Vid. GARCÍA CRUCES J.A.: “Notas en torno al concepto y régimen jurídico ...”, *op. cit.*, 2002, p. 909.

¹⁴²⁵ Los riesgos de que la sociedad pueda verse obligada a realizar el rescate en un momento dado es observado ampliamente en la doctrina. Vid. SEAVEY, W.A.: *Ballantine's Problems in Law for Law School and Bar Examination Review*, 4ª ed., St. Paul, Minnesota, 1957, p. 266. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *op. cit.*, 1999, p. 30. VEGA JIMÉNEZ, J. J. DE LA; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: “Acciones rescatables...”, *op. cit.*, 1999, p. 55.

El rescate de las acciones rescatables puede servir para llevar a cabo manipulaciones del valor de las acciones en el mercado, tanto por la relación que posee con las acciones propias, como por sus características intrínsecas.

La adquisición de acciones propias supone una influencia directa sobre el valor de cotización de las acciones¹⁴²⁶. Incluso el mero anuncio de la realización futura de la compra basta para provocar una reacción de aumento en precio de cotización. Ambas situaciones son trasladables al rescate de las acciones rescatables.

Ante una caída en el precio de las acciones, una sociedad emisora de acciones rescatables puede ejercer el rescate de forma que atenúe la caída, o incluso, si no fuera muy grande, corrigiéndola. De esta forma, el emisor puede estabilizar los precios, reforzando la confianza de los inversores. Pero además, los administradores pueden utilizar la herramienta del rescate para aumentar el valor de mercado de las acciones en el momento que más les interese.

4.3. POSIBILIDADES DE MEJORAR LAS ACCIONES RESCATABLES

Existen algunos aspectos de las acciones rescatables que son usualmente definidos en otros ordenamientos, pero que no han sido recogidos en el Derecho español. La incorporación de estos elementos podría mejorar la regulación de la figura en nuestro país. Entre ellos destaca: la necesidad de habilitación estatutaria para la emisión, el establecimiento de medidas para asegurar la solvencia, la definición de una reserva disponible para financiar el rescate, la definición de un derecho de convertibilidad, la consecuencia del incumplimiento del rescate, la posibilidad de mantener las acciones rescatables en autocartera, la alternativa de emitir acciones rescatables combinadas con otras clases de acciones y la obligatoria publicidad registral. Aunque no hayan sido incluidos por nuestro legislador, la empresa emisora, en los estatutos o en el contrato de emisión, podrá incluir estas cláusulas de forma que las acciones rescatables se enriquezcan y puedan competir, en mejores condiciones, con el resto de alternativas en el mercado financiero.

4.3.1. Necesidad de habilitación estatutaria previa a la emisión

La regulación española omite un requisito que sí figura en la práctica totalidad de los ordenamientos jurídicos que regulan las acciones rescatables: la necesidad de previa habilitación estatutaria para la emisión de rescatables¹⁴²⁷. La previsión estatutaria puede ser inicial (en el momento de la fundación) o por medio de una modificación de los estatutos sociales.

La s. 159.1 *The Companies Act 1985* del Derecho británico, origen del precepto comunitario, exige que en los estatutos (*articles of association*) figure una cláusula de autorización para que la sociedad pueda acordar la emisión de rescatables. Según lo anterior, cualquier adquisición o rescate de acciones sin autorización estatutaria será ilícito¹⁴²⁸. Esto se matiza con la entrada en vigor *The Companies Act 2006*. A partir de este momento, sólo se exige autorización estatutaria previa a la emisión de acciones rescatables en el caso de que la empresa emisora sea una *public limited company* (art. 684.3 *The Companies Act 2006*). Por el contrario, en las *privates limited companies* no es necesaria dicha previsión; no obstante los

¹⁴²⁶ Vid. HABERSACK, M.; MAYER, C.: "Share Buybacks in English and German Company Law", *The Company Financial and Insolvency Law Review*, 3, 2000, pp. 330 y ss.

¹⁴²⁷ Ni el TRLSA ni el TRLSC aluden en ningún momento a este requisito, se limita a exigir que las condiciones para el ejercicio del rescate deben estar fijadas en el acuerdo de emisión.

¹⁴²⁸ El anterior precepto está redactado teniendo en cuenta que la emisión de acciones rescatables no supone modificación del capital autorizado, sino sólo del capital emitido.

articles de una *private company* podrán excluir o restringir la emisión de acciones rescatables (art. 684.2 *The Companies Act 2006*)¹⁴²⁹.

La Unión Europea establece, como requisito imprescindible para la suscripción, que la emisión estuviera establecida en estatutos antes de la suscripción de las acciones rescatables¹⁴³⁰. De este modo, ya sea desde la constitución o bien tras una alteración posterior, los estatutos deberán autorizar la emisión y posterior rescate de las acciones rescatables, teniendo en cuenta que la autorización deberá siempre ser anterior a la suscripción de las acciones.

El art. 345.1 *Código das Sociedades Comerciais* portugués, siguiendo el art. 39.a II Directiva, establece que la autorización estatutaria, previa a la emisión, es indispensable para la creación de acciones rescatables.

El art. L. 228-19 de la Ley francesa nº 81-1162 de 30 de diciembre de 1981 también indica que es requisito esencial para el rescate la inserción de autorización estatutaria¹⁴³¹.

El art. 6.01.c RMBCA estadounidense indica que los estatutos autorizarán la emisión de acciones que sean rescatables o que puedan convertirse en rescatables. La legislación del estado de Delaware presenta una redacción más rigurosa, al afirmar que es requisito indispensable para la emisión de acciones rescatables que esté recogida en estatutos (art. 102, art. 151.b y art. 151.g *Delaware General Corporation Law*). Aunque la regulación legal es clara en Estados Unidos, la situación jurisprudencial ha tomado un camino distinto. Actualmente, se acepta generalizadamente que la posibilidad de emitir acciones rescatables está limitada únicamente a las compañías que lo tengan previsto en los estatutos sociales; sin embargo, existe una doble jurisprudencia que defiende que si en el Estado existe una admisión legal de la emisión de acciones rescatables, las empresas podrán emitir estas acciones aún cuando los estatutos sociales no lo prevean¹⁴³².

El art. 27 *Canada Business Corporation Act 1985* establece que los estatutos sociales deben autorizar la emisión de cualquier clase de acciones, incluidas las acciones rescatables¹⁴³³.

Por tanto, existen dos formas distintas de regular la habilitación estatutaria en las diversas legislaciones internacionales. En Canadá, Estados Unidos y Portugal tiene una característica temporal (la habilitación debe ser previa a la emisión) y una característica de contenido (legitimidad para emitir los títulos). Por su parte, en el Derecho británico y comunitario¹⁴³⁴ existe una triple necesidad de legitimación estatutaria: una característica temporal (la habilitación debe ser previa a la emisión) y dos características de contenido (la legitimación para emitir¹⁴³⁵ y la legitimación para rescatar las acciones que se emitan con la condición de rescatables¹⁴³⁶).

¹⁴²⁹ Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de sociedades británico y estadounidense*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), p. 152.

¹⁴³⁰ La Segunda Directiva 77/91/CEE recoge, en su art. 39.a, que la recuperación de las acciones rescatables «deberá estar autorizada por los estatutos o por la escritura de constitución antes de la suscripción de las acciones recuperables».

¹⁴³¹ La doctrina extrapola la actuación de la empresa a partir de las soluciones de las acciones sin voto; los estatutos deben prever las acciones sin voto y, si no lo hacen, se impone modificar dichos estatutos previamente a la emisión. Vid. JAUFFRET-SPINOSI: “Les actions à dividend prioritaire sans droit de vote”, *Revue des Sociétés*, 1979, p. 32.

¹⁴³² Vid. *Butler versus Beach*, 82 (Conn) 417, 74 Atl. 748 (1909) y *Ericksen versus Winnebago Industries Inc.*, 342, F. Supp. 1190 (D. Minn. 1972).

¹⁴³³ En Canadá, las acciones preferentes rescatables están reguladas en el art. 36 *Canada Business Corporation Act 1985*.

¹⁴³⁴ Y francés, aunque no expresado para las acciones rescatables, sino para el conjunto de instrumentos financieros en general.

¹⁴³⁵ Cfr. art. 39.a Segunda Directiva 77/91/CEE y s. 159.1 *Companies Act 1985*.

¹⁴³⁶ Cfr. art. 39.c Segunda Directiva 77/91/CEE y s. 159.a *Companies Act 1985*.

Al contrario que lo establecido en el Derecho comparado, el legislador español no requiere habilitación estatutaria expresa de ningún tipo. El art. 500.1 TRLSC se limita a indicar que: «En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate».

Parte de la doctrina española¹⁴³⁷ participa de que la inclusión de la habilitación estatutaria de la emisión hubiese sido imprescindible, basándose en que así se ofrece más garantía y porque es más coherente con la legislación británica en la que se basa¹⁴³⁸. Un argumento a favor de esta idea es que la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles, en su art. 384.1, establecía que “La autorización para emitir acciones rescatables y las condiciones y modalidades para el ejercicio del derecho de rescate habrán de constar en los estatutos de la sociedad emisora”.

Algunos autores han denunciado la omisión de este requisito e, incluso, han apuntado la necesidad de completar la laguna legal con lo previsto en el precepto comunitario para conseguir una “interpretación conforme”¹⁴³⁹. La omisión del requisito de la habilitación estatutaria es, para ellos, una manifestación de que se ha forzado la recepción de una institución difícilmente incorporable a un ordenamiento como el nuestro, tan alejado del país de origen (Reino Unido).

Existen tres argumentos para afirmar que el legislador español actuó correctamente al no obligar a incluir una habilitación estatutaria previa. En primer lugar, el requisito de modificación estatutaria previa para la posibilidad de emisión de rescatables tiene explicación en el Derecho británico de 1985 (como mecanismo para satisfacer las exigencias relativas al «capital autorizado»), pero no en el español (donde no es necesario satisfacer esas exigencias). En los ordenamientos jurídicos como el español, donde no existe el doble concepto del capital (autorizado y emitido), la previsión estatutaria cumple únicamente la función de impedir cualquier derecho del socio a resistir una amortización inconsciente de acciones, finalidad que se cubre satisfactoriamente cuando la previsión del rescate existe antes de la suscripción¹⁴⁴⁰. Además, el acuerdo de emisión de acciones rescatables entraña por sí mismo un acuerdo de modificación estatutaria que incorporará la previsión del rescate, lo que significa que la emisión de acciones rescatables presupone siempre una modificación de estatutos¹⁴⁴¹.

El segundo argumento para afirmar que en la legislación mercantil española no tiene sentido exigir que exista una dotación estatutaria específica, previa a la emisión, autorizando a la sociedad para emitir rescatables, es que el art. 39.a y art. 39.c Segunda Directiva 77/91/CEE exige que la condición de rescatables de las acciones y su modalidad del rescate queden fijadas en los estatutos, con el objetivo de que algunas acciones ordinarias se rescataran¹⁴⁴². Sin

¹⁴³⁷ Entre los autores españoles que opinan que el legislador de nuestro país debería haber establecido la obligatoriedad de establecimiento en los estatutos para la emisión de rescatables, destacan SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1988...*, op. cit. p. 32, GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: “Las acciones rescatables”, op. cit., p. 17 y CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, p. 204.

¹⁴³⁸ La doctrina británica reconoce las bondades de la necesidad de legitimación estatutaria, tanto de emisión como de rescate. Vid. BUXBAUM, R.M.: “Preferred Stock-Law and Draftsmanship”, op. cit., p. 265. DAVIES, PAUL, L.: *Gower’s Principles of Modern Company Law*, 6ª ed. Sweet&Maxwell, London, 1997, p. 250.

¹⁴³⁹ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1988...*, op. cit., p. 31. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: “Las acciones rescatables”, op. cit., p. 930. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, op. cit., p. 204.

¹⁴⁴⁰ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones ...*, op. cit., pp. 234 y ss.

¹⁴⁴¹ Este autor cree que, como la emisión de acciones rescatables presupone siempre una modificación de estatutos, con esto queda cumplido el requisito del art. 39.a de la II Directiva. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., p. 238.

¹⁴⁴² ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, op. cit., pp. 32-33, no cree necesario un previo pronunciamiento estatutario. “porque la Directiva lo único que exige es que la condición de rescatables de las acciones, así como la modalidad a través de la cual se va a llevar a cabo el rescate, figuren en los estatutos con la clara intención de evitar la posibilidad de que se emitan acciones ordinarias a las que luego pudiera llamar la sociedad para su rescate”.

embargo, el ordenamiento mercantil español exige que los estatutos sociales indiquen la clase y serie de todas las acciones, por lo que está asegurado que todas las acciones, incluidas las rescatables, figuren en los estatutos¹⁴⁴³.

El tercer argumento es que en el ordenamiento español (a diferencia del británico), la sociedad puede emitir acciones de diferentes clases (preferentes, ordinarias, sin voto,...)¹⁴⁴⁴, sin autorización previa en los estatutos, siendo suficiente que en los estatutos no aparezca previsión estatutaria limitativa o prohibitiva¹⁴⁴⁵. Esa libertad de emisión de las diferentes clases de acciones ha existido históricamente en nuestro Derecho de sociedades y no existe precepto que lo contradiga en el art. 500 TRLSC.

La argumentación de los párs. anteriores no supone que no sea necesario modificar los estatutos para que se emitan las acciones rescatables, ya que, según el art. 296 TRLSC todo aumento de capital debe cumplir los requisitos para modificar los estatutos. Por el contrario, queremos afirmar que la modificación no tiene por qué ser anterior, sino que puede ser simultánea a la emisión. Los arts. 500 y 501 TRLSC deberían incorporar que es necesario que los estatutos recogieran la emisión de acciones rescatables, ya que el Derecho español obliga a recoger estatutariamente toda ampliación de capital, especificando el número, serie y clase de la totalidad de las acciones en que se divide el capital social (arts. 122 y 166 RRM).

Los autores partidarios de habilitación estatutaria¹⁴⁴⁶ han vinculado dos ideas muy diferentes: "la necesidad de constancia estatutaria" y que ello sea "una condición preliminar"¹⁴⁴⁷. Estamos de acuerdo con todo el desarrollo doctrinal sobre la necesidad de modificación estatutaria, sin embargo, no compartimos la idea de que tenga que ser preliminar. No parece razonable que la modificación estatutaria sea anterior a la emisión, sino que el acuerdo de emisión puede ser simultáneo al de la modificación estatutaria.

Esto no ha sido entendido así por las sociedades españolas. Las empresas y grupos españoles que observan a las acciones rescatables como una forma de financiación interesante, modifican sus estatutos para posibilitar su emisión con anterioridad a cualquier decisión de utilización. De esta forma, es posible observar como un gran número de empresas o grupos españoles¹⁴⁴⁸ han decidido modificar los estatutos para admitir la posible emisión futura de

¹⁴⁴³ Los autores que apoyan este argumento afirman que como el ordenamiento mercantil español exige que en los estatutos sociales debe aparecer la clase y serie, se está asegurado que todas las acciones figuren en los estatutos, y con ello se está cubriendo la exigencia establecida en la normativa comunitaria. Vid. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, p. 33. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, p. 234 y ss.

¹⁴⁴⁴ FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, pp. 237 y 238. se apoya en este argumento incluyendo entre todas estas clases de acciones, también las rescatables.

¹⁴⁴⁵ Por ejemplo, en las acciones sin voto basta con que los estatutos no contengan previsión estatutaria limitativa o prohibitiva.

¹⁴⁴⁶ Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1988...*, *op. cit.*, pp. 31-32. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, pp. 17 y 930. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, *op. cit.*, p. 204. MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables", *op. cit.*, p. 495.

¹⁴⁴⁷ Por ejemplo, MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto ...", *op. cit.*, p. 495, afirma que "la previsión estatutaria y la correspondiente publicidad de la emisión y existencia de acciones son características intrínsecas a la propia modificación de los estatutos sociales que conlleva la ampliación de capital mediante la emisión de acciones rescatables".

¹⁴⁴⁸ Entre las empresas y grupos españoles que han modificado sus estatutos para dar cobertura a una futura emisión de acciones rescatables se encuentran: ACS, Actividades de Construcción y Servicios, SA, Azkoyen, Banco de Andalucía, Banco de Castilla, Banco de Crédito Balear, Banco de Galicia, Banco Vasconia, Bankinter, BBVA, Banco Guipuzcoano, Banco Popular, Banco Sabadell, ENDESA, FADESA, Papeles y cartones de Europa (EUROPAC), Recoletos, Sogecable, Sol Melia y Unión Fenosa. De la misma forma, las empresas y grupos extranjeros que cotizan en el mercado bursátil español han incluido, casi en su totalidad, habilitación estatutaria para emitir acciones rescatables: Aracruz Celulose, Bradesco, Bradespar, Braskem, Copel, Eletrobras, Jazztel, Net Serviços, Petrobras, Reno de Medici, Sadia, Suzano Celulose, Suzano Petroquímica y Vale do Rio.

acciones rescatables en un momento muy anterior a una posible emisión que todavía no se ha producido¹⁴⁴⁹.

La vigencia del art. 39.a de la Segunda Directiva CEE en materia de sociedades, y el silencio del Derecho español, pueden provocar dudas sobre si sería válida la emisión de estos valores sin modificación de los estatutos previa. Más aun, cuando el art. 384.1 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles establece que la autorización para emitir acciones deberá constar en los estatutos de la sociedad emisora. De ser así, la autorización para emitir acciones rescatables podría ser otorgada en los estatutos iniciales, o posteriormente, por medio de una modificación de los mismos. El proceso de emisión de acciones rescatables distinguiría dos fases distintas: una primera constituida por la modificación estatutaria que autorice la emisión de acciones con el carácter de rescatables o, en caso de redacción inicial de estatutos, una previsión que autorice la emisión de los valores y, una segunda fase correspondiente al proceso mismo de creación de las acciones rescatables por medio de un aumento de capital¹⁴⁵⁰.

Sin duda alguna, la constancia estatutaria y la publicidad de la misma es una exigencia legal y, por tanto, es de obligado cumplimiento, aunque no lo recojan los concretos arts. que regulan la emisión y amortización de las acciones rescatables. Pero, para realizar ambas, es posible esperar a la propia ampliación de capital de las acciones rescatables.

¹⁴⁴⁹ La inclusión de la posibilidad de emitir acciones rescatables está englobada en una estrategia más amplia. Tras la modificación, los estatutos posibilitan que las nuevas emisiones puedan realizarse por cualquiera de las clases de acciones reguladas en nuestra legislación (privilegiadas, rescatables y sin voto), y además, permite la exclusión del derecho de suscripción preferente a voluntad de la entidad emisora.

Como ejemplo de empresas que todavía no han emitido acciones rescatables, pero que han modificado sus estatutos para poder emitir cualquier tipo de acciones privilegiadas se muestra la información recogida en los Estatutos del Banco de Andalucía en el año 2004 (p. 13): “Art. Final.- 1. Cuando un aumento de capital se realice por emisión de nuevas acciones, podrá efectuarse por emisión de acciones ordinarias, acciones sin derecho a voto, acciones privilegiadas o acciones rescatables, pudiendo, en su caso, excluirse el derecho de suscripción preferente cuando así lo exija el interés del Banco, todo ello de conformidad con la legislación vigente en cada momento.

2. Los titulares de acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable que apruebe la Sociedad en el acuerdo de emisión correspondiente. La Sociedad estará obligada a acordar el reparto de dicho dividendo siempre que existan beneficios distribuibles. De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, el dividendo preferente total o parcialmente impagado deberá ser satisfecho a los titulares de acciones sin voto en los cinco ejercicios siguientes, sin atribuírseles durante ese período el derecho de voto. Los titulares de estas acciones podrán, de acuerdo con lo previsto en la Ley, ejercitar el derecho de suscripción preferente si así lo acordara la Sociedad al emitir acciones u obligaciones convertibles en acciones.

3. En las acciones privilegiadas en las que el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, la Sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles. De no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, el dividendo preferente total o parcialmente impagado deberá ser satisfecho en los cinco ejercicios siguientes. En materia de dividendos, los titulares de esta clase de acciones tendrán derecho a percibir sólo el dividendo que corresponda a la acción privilegiada, determinándose su cuantía en el acuerdo de emisión.

4. La Junta General o, en su caso, el Consejo de Administración, en el momento de adoptar el acuerdo de emitir acciones rescatables, determinará si el rescate tendrá lugar a solicitud de la Sociedad emisora, de los titulares de dichas acciones o de ambos, y fijará las condiciones para el ejercicio de ese derecho. En el caso de acciones rescatables privilegiadas o sin voto, el dividendo preferente no repartido carecerá de carácter acumulativo.

5. Por acuerdo de la Junta General Ordinaria y Extraordinaria de 12 de abril de 2002, el Consejo de Administración podrá aumentar el capital social hasta el máximo legal permitido, por elevación del valor nominal de las acciones existentes o mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias, privilegiadas, rescatables, con o sin prima, con o sin voto, conforme a las clases y tipos admitidos legal y estatutariamente, en la oportunidad y cuantía que decida, sin previa consulta a la Junta General, en una o varias veces, dentro del plazo de cinco años, que finalizará el 11 de abril de 2007, de conformidad con lo establecido en el art. 153.1.b) de la vigente Ley de Sociedades Anónimas, con la previsión de lo dispuesto en el art. 161.1 de la Ley de Sociedades Anónimas, y podrá excluir el derecho de suscripción preferente de acuerdo con el art. 159.2 de la vigente Ley de Sociedades Anónimas”.

¹⁴⁵⁰ Este análisis es realizado por CHAMORRO, aunque, posteriormente afirma que “una reforma legislativa en este sentido no dejaría de tener un carácter superfluo, ya que ... el régimen actualmente vigente contenido en la LSA hace innecesaria la exigencia expresa de habilitación estatutaria previa a la emisión de acciones rescatables”. Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., 2007, p. 306.

No hace falta modificar los estatutos con carácter previo a la emisión. Es suficiente con que sea en el momento de la emisión¹⁴⁵¹. El principal argumento es el ahorro de costes que supondría realizar una única modificación estatutaria que incluyese, tanto la admisión de la emisión de acciones rescatables (y su rescate), como el acuerdo de la emisión. Establecer la necesidad de una modificación estatutaria previa llevaría al absurdo de tener que realizar dos modificaciones de estatutos sucesivas para emitir estos títulos: una para admitir la emisión de este tipo de acciones y otra cuando se acuerde la efectiva emisión¹⁴⁵². Además de la disminución de costes, la validación de las dos operaciones, en una única modificación estatutaria, acortaría el tiempo para llevar a cabo la operación, aumentando la operatividad y la flexibilidad de la operación. Por si fuera poco, la posibilidad de modificar los estatutos en el momento de la emisión, permite realizar una modificación concreta y específica de ellos, indicando las características y plazos de rescate, por lo que evitamos la modificación genérica de los estatutos, que permite únicamente que la empresa pueda emitir en el futuro acciones rescatables; una modificación concreta y específica permite diseñar el producto con más detalle, pudiendo protegerse de emisiones futuras no aconsejables.

Un problema distinto es el debate sobre las características de contenido. Al modificar los estatutos de forma específica, en el momento de la emisión, se introducen las características de la emisión, entre ellas las relativas al posterior rescate. Al aprobar su introducción en los estatutos, se están aprobando la emisión de sus títulos y los procedimientos allí descritos para el rescate. De esta forma, la habilitación estatutaria está validando las dos características de contenido: la legitimación para emitir y la legitimación para rescatar las acciones que se emitan con la condición de rescatables.

En conclusión, toda modificación del capital implica modificación de los estatutos, por lo que la legislación no necesita establecer que se requiera modificación estatutaria. Sin embargo, al ser modificaciones de capital tan peculiares, debería estar definido, expresamente en el texto legal, la profundidad de esta modificación estatutaria, porque así se evitarían las dudas por saber si es necesaria la constancia estatutaria de emisión, si ésta debe ser previa y si debe incluir también la modificación del rescate¹⁴⁵³.

4.3.2. Medidas para asegurar la solvencia

La legislación española, ni ha recogido de forma obligatoria, ni ha recomendado para los casos que creyera necesario, la previsión de medidas adicionales para asegurar la solvencia de la sociedad emisora de acciones rescatables.

Sí están establecidas medidas de este tipo en las legislaciones norteamericanas, donde existe un concepto de capital distinto al establecido en la Europa continental¹⁴⁵⁴. Tanto las

¹⁴⁵¹ Estamos de acuerdo con que “a falta de la mención estatutaria no debería permitirse la emisión de rescatables en España, a menos que los estatutos se reformen”. Vid. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1988...*, op. cit., p. 33. Lo que no estamos de acuerdo es con que tenga que realizarse la modificación estatutaria en un momento anterior a la emisión.

¹⁴⁵² Establecer la necesidad de una modificación estatutaria previa obligaría a “llevar a cabo dos modificaciones de estatutos sucesivas. La primera para admitir la emisión de este tipo de acciones y la segunda cuando se acuerde la efectiva emisión”. Vid. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad ..”, op. cit., p. 35.

¹⁴⁵³ No se puede estar de acuerdo con algún autor que justifica la ausencia de explicitación legal acerca de la constancia estatutaria. Por ejemplo, MARTÍN GARCÍA, J.M: “Acciones sin voto y acciones rescatables”, op. cit., p. 495, argumenta que “Probablemente el legislador consideraba innecesario introducir un nuevo requisito en la norma que resultaba redundante con el sistema general del TRLSA sobre modificaciones estatutarias en general, y ampliaciones de capital en particular”.

¹⁴⁵⁴ En el sistema continental europeo, el capital social actúa como un parámetro para determinar el grado de disminución del patrimonio neto, pero en esencia lo que sirve de protección a los acreedores es la existencia de un patrimonio neto positivo mínimo que garantiza la existencia de activos suficientes para cubrir los pasivos de la sociedad. Para determinar el margen del patrimonio neto que se quiera fijar como una medida de protección de los acreedores, se puede utilizar como parámetro de referencia no solamente al capital social, sino también un ratio de solvencia o un examen de solvencia. En nuestra legislación se ha establecido como parámetro de referencia a la cifra capital, por lo que no se aprecia un criterio de referencia basado en la protección de un determinado margen de solvencia del patrimonio neto. En el derecho norteamericano sí existen algunos casos en que se ha introducido como

Leyes federales, como estatales, de Estados Unidos y Canadá¹⁴⁵⁵, frecuentemente¹⁴⁵⁶ articulan la protección de las garantías frente a los acreedores a través de métodos¹⁴⁵⁷ que aseguren la solvencia de la sociedad ante la disposición de fondos para hacer frente al rescate¹⁴⁵⁸.

parámetro de referencia la protección de un determinado grado de solvencia del patrimonio neto: RMBCA, Delaware General Corporation Law, New York Business Corporation Law, California General Corporation Law Code y Pennsylvania Business Corporation Law para Estados Unidos y Canada Business Corporations Act para Canadá.

A diferencia del sistema continental europeo que básicamente ha utilizado el capital social como parámetro de referencia para la protección de una determinada cifra del patrimonio neto, en el derecho comparado se observan algunos casos en los que se utiliza un criterio de solvencia y liquidez a efectos de proteger un margen del patrimonio neto en reemplazo de la cifra capital. En el sistema continental europeo de protección de los acreedores la preservación de la cifra capital implica que no puede repartirse resultados si con ello el patrimonio neto se reduce por debajo de la cifra capital. En un sistema de protección de los acreedores basado en el patrimonio neto lo que se busca es la preservación de un grado de solvencia del patrimonio neto, de tal forma que para el caso de la distribución de beneficios solamente puede ser efectuada si no se afecta este límite de solvencia.

El sistema de protección de los acreedores basado en el patrimonio neto utiliza como parámetro de referencia el ratio de solvencia, grado de propiedad o autonomía financiera. De esta forma, el porcentaje o grado de solvencia que se establezca como cifra intangible determinará la posibilidad de distribuir o no beneficios. Si no se afecta el grado de solvencia, la sociedad podría repartir beneficios. En el caso que la administración distribuya beneficios contraviniendo el límite de solvencia, se podría aplicar los mismos criterios que rigen la infracción de repartir beneficios cuando el patrimonio neto disminuye por debajo de la cifra capital.

La función de garantía a favor de los acreedores la cumple en realidad el patrimonio neto, por cuanto lo que sirve de protección a los acreedores es la permanencia de un mínimo de patrimonio neto positivo que garantice la existencia de activos suficientes que sirvan para cubrir los pasivos de la sociedad. El grado de protección a favor de los acreedores dependerá del mínimo de patrimonio neto que se establezca, pudiendo utilizarse como parámetro de referencia a la cifra capital o determinados criterios de solvencia. La existencia de un patrimonio neto positivo cumple no solamente una función de garantía a favor de los acreedores, sino también una función complementaria de naturaleza preventiva para evitar la insolvencia de la sociedad. De esta manera, cuando el patrimonio neto se reduce por debajo del mínimo establecido, se activa una serie de mecanismos conducentes a eliminar la situación de insolvencia de la sociedad o, en su caso, optar por la disolución de la sociedad, a fin de evitar que el riesgo del negocio se traslade sobre los acreedores aprovechando la responsabilidad limitada de que gozan los socios.

¹⁴⁵⁵ Art. 6.40 RMBCA, art. 160 Delaware General Corporation Law, art. 513.a New York Business Corporation Law, art. 500.a y 114 California General Corporation Law Code y art. 1103, 1551.a y 1551.b Pennsylvania Business Corporation Law para Estados Unidos y art. 36 de la Canada Business Corporations Act para Canadá.

¹⁴⁵⁶ Vid. METZGER, M.B.; MALLOR, J.; BARNES, A.; PHILLIPS, M.: Business law and the Regulatory Environment, 8ª ed. Homewood, 1992, p. 995.

¹⁴⁵⁷ Se trata de introducir formalmente (como obligación de los administradores) lo que todos los auditores usan, y sin duda informan a los administradores sociales.

¹⁴⁵⁸ La legislación española ha establecido como parámetro de referencia la cifra capital, por lo que no se aprecia un criterio de referencia basado en la protección de un determinado margen de solvencia del patrimonio neto. En el Derecho comparado sí existen algunos casos en que se ha introducido como parámetro de referencia la protección de un determinado grado de solvencia del patrimonio neto. En los Estados Unidos la protección se ha realizado en dos caminos no idénticos, aunque similares en su filosofía. Por su parte, El método más importante, por su repercusión, es el establecido en el Texto Revisado en 1980 del *Model Business Corporation Act* de la *American Bar Association*, que estableció la protección de un determinado margen del patrimonio neto a través del sometimiento a un determinado *solvency test*, de tal forma que no pueden distribuirse beneficios si no se satisface este examen de solvencia. La RMBCA limita la tutela de acreedores sociales al respeto de un test de insolvencia (*equity insolvency test*), en virtud del cual no pueden distribuirse nada a los socios cuando la sociedad es insolvente, o cuando se vuelve tal con la distribución. Considera insolvente a la sociedad que en el curso normal de su actividad no está en condiciones de pagar al vencimiento sus propios débitos. La RMBCA establece una presunción de insolvencia: se considera insolvente la sociedad cuyo activo total sea inferior al pasivo total aumentado de cuanto corresponde pagar a los accionistas privilegiados en caso de liquidación. Por su parte, la California General Corporation Law Code condiciona la distribución de beneficios al respeto de dos exámenes de las cuentas sociales en términos matemáticos y financieros, de tal manera que se genere indisponible una determinada fracción del patrimonio neto, variable en función de la cantidad y calidad del pasivo, presentando una forma nueva del principio de intangibilidad del capital, basado en el patrimonio. Vid. PORTALE, G.: "Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata", en *Rivista della Società*, n° 1, ener.-febr., 1991, p. 25. ESCRIBANO GÁMIR, R. C. *La protección de los acreedores sociales*, op. cit., 1998, p. 44-48. La Ley de California condiciona la distribución a los socios a un coeficiente de solvencia (*Quantitative Solvency Test*) -que es un *Equity Insolvency Test* simplificado- y a un coeficiente de liquidez (*Quantitative Liquidity Test*). Otro método de protección, fuera de Estados Unidos, es el establecido en la República de Vanuatu, localizada en el Océano Pacífico Sur. En el paraíso fiscal de Vanuatu se ha establecido un *solvency test* que condiciona la distribución de beneficios y la adquisición de las acciones propias a la satisfacción de un examen de solvencia, de forma que sólo se permite distribuir beneficios así como adquirir acciones propias siempre que se satisfaga el *solvency test*. En Vanuatu se considera que se satisface tal examen en el caso que la sociedad pueda pagar

La principal medida es que las empresas no podrán ejercitar el rescate¹⁴⁵⁹, aun cuando estuviera previsto en su emisión¹⁴⁶⁰, si como consecuencia del rescate, la sociedad se convirtiera en insolvente¹⁴⁶¹. Esta medida se materializa en la idea de que sólo se podrá realizar el rescate cuando no existan motivos razonables¹⁴⁶² para pensar que, después del pago, la sociedad será incapaz de cumplir con las obligaciones que ya tenía contraídas o que el valor realizable de sus activos va a ser menor que la suma de sus obligaciones¹⁴⁶³.

La regulación concreta de la medida anterior tiene su origen en la RMBCA, en la cual se explicita que una sociedad que rescate sus acciones debe someterse a los mismos requisitos y limitaciones que rige la distribución de dividendos [s. 6.03 (b) y 6.40 RMBCA], bajo la argumentación de que, desde el punto de vista financiero, el rescate de acciones no se diferencia de un reparto de dividendos o cualquier otro tipo de reparto de activos entre los accionistas¹⁴⁶⁴. Esta idea aparece también en la s. 1.40 RMBCA, donde al definir el concepto de distribuciones, se equiparan los dividendos a los pagos en concepto de recompra de acciones, porque desde el punto de vista financiero son situaciones análogas¹⁴⁶⁵. Con esta equiparación, sólo será posible la distribución (el rescate en este caso)¹⁴⁶⁶ si se cumplen dos límites (arts. 6.40.c.1 y 6.40.2 RMBCA): el primero es que, como consecuencia del rescate, la sociedad no vaya a estar incapacitada para hacer frente al pago de las deudas ordinarias y usuales del negocio, y el segundo que, tras el rescate, los activos totales de la sociedad sean mayores que la cantidad equivalente a sus pasivos¹⁴⁶⁷.

sus deudas cuando ellas llegan a ser exigibles, y que el valor de sus activos realizables sean mayores que sus obligaciones, incluidas las contingencias.

¹⁴⁵⁹ El art. 6.40 RMBCA establece que los administradores son los que tienen la capacidad para distribuir recursos a los accionistas, por lo que serán ellos los encargados de decidir sobre el pago de la contraprestación de rescate.

¹⁴⁶⁰ Existen tres Sentencias de los Tribunales de Estados Unidos en las que se obligó a los titulares de acciones rescatables a devolver las cantidades recibidas en pago de su rescate porque la sociedad emisora se encontraba en estado de insolvencia. *Vid.* Sentencia *Jackson v. Colagrossi*, 50 Wahington 2d 572, 313 P.2d 697 (1957). Sentencia *Field v. Hauptert*, 58 Oregon App. 117, 647 P.2d 952 (1982). Sentencia *Witter v. Triumph Smokes, Inc.* 464 F.2d 1078 (5th Cir. 1972).

¹⁴⁶¹ Art. 6.d, 66 RMBCA, art. 160.a.1 Delaware General Corporation Law, art. 513.c New York Business Corporation Law y art. 1103 y 1551.a) y b) Pennsylvania Business Corporation Law Code para Estados Unidos y art. 36 de la Canada Business Corporations Act para Canadá.

¹⁴⁶² En el entorno estadounidense, el órgano de administración evalúa discrecionalmente si es razonable entender que los beneficios esperados van a ser capaces de atender las deudas contraídas con los terceros. La discrecionalidad queda sujeta a la severa responsabilidad de los administradores para la hipótesis en que la sociedad deviniera insolvente. *Vid.* GARCÍA MANDALONIZ, M.: “El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social”, *op. cit.*, 2010, p. 328. En la legislación estadounidense, la salvaguarda de los acreedores es defensiva *a posteriori* o *ex post*, frente a él, el mecanismo español de tutela preventiva es un derecho de oposición *a priori* o *ex ante*. *Vid.* ESCRIBANO GÁMIR, R. C.: “La Directiva 2006/68/CE, ...”, *op. cit.*, 2007, pp. 27 y 114. El mismo autor argumenta que la protección anglosajona no descansa en normas coercitivas sino en un sistema flexible y adecuado a las reglas del mercado sustentado en cláusulas contractuales. *Ibidem*, p. 169.

¹⁴⁶³ Art. 6, 66 y 67 RMBCA, art. 160 Delaware General Corporation Law, art. 513.a New York Business Corporation Law y art. 500.a y 114 California General Corporation Law Code para Estados Unidos y art. 36 de la Canada Business Corporations Act para Canadá.

¹⁴⁶⁴ *Vid.* HENN, H. G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, *op. cit.*, p. 936. METZGER, M.B.; MALLOR, J.; BARNES, A.; PHLLIPS, M.: *Business Law and the Regulatory Environment*, 8^a ed. Homewood, 1992, p. 996. CHOPER, J.H.; COFFEE, J.; GILSON, R.: *Cases and Materials on Corporations*, 4^a ed., Boston, 1995, p. 228.

¹⁴⁶⁵ El art. 1.40 RMBCA define el concepto de distribuciones y equipara las mismas a los dividendos, pagos en concepto de acciones, pagarés, deuda, repartos en fase de disolución y repartos en fase de liquidación.

¹⁴⁶⁶ En un sistema de protección de los acreedores basado en la preservación de un margen mínimo de solvencia del patrimonio neto debería extenderse a otros campos, no solamente para la distribución de beneficios, sino también para el rescate de acciones rescatables, la adquisición de la sociedad de sus propias acciones, la reducción de capital, y en su caso la disolución de la sociedad. Este margen mínimo de patrimonio neto actuará como nueva cifra indisponible en protección de los acreedores, y servirá como límite para que la sociedad pueda distribuir beneficios, rescatar las acciones recuperables, adquirir sus propias acciones y emitir acciones bajo la par. Asimismo, este criterio también servirá para fijar los límites de la reducción de capital y la causa de disolución de la sociedad por pérdida patrimonial.

¹⁴⁶⁷ Incluidos los dividendos de las clases de acciones con preferencia en la cuota de liquidación a las acciones que se rescatan.

Estos dos límites se relacionan respectivamente con dos tipos de pruebas o test, que deberán ser realizados a la sociedad¹⁴⁶⁸ para poder realizar legalmente un rescate: el test de insolvencia (*equity insolvency test*) para asegurar el buen estado financiero de la sociedad que se dispone a realizar la distribución y evitar que la misma se vea incapacitada para realizar los pagos de las deudas ordinarias, y el test sobre el balance (*balance sheet test*)¹⁴⁶⁹ para asegurar que los activos sean superiores a las obligaciones¹⁴⁷⁰.

El test de insolvencia¹⁴⁷¹ tiene como objetivo asegurar que el rescate no producirá una situación de insolvencia en la que sea imposible afrontar las deudas existentes y aquéllas derivadas del normal desarrollo del negocio¹⁴⁷². El test de balance [art. 6.40.c.(2) RMBCA] requiere que los activos de la sociedad sean suficientes para cubrir las obligaciones de la misma, así como para abonar su remuneración a los titulares con preferencia en el cobro de la cuota de la liquidación sobre las acciones que van a ser rescatadas¹⁴⁷³.

Aunque la prueba considerada fundamental en Estados Unidos y Canadá es el test de insolvencia¹⁴⁷⁴, la prueba más frecuente es el test de balance¹⁴⁷⁵, ya que es la única de aplicación generalizada internacionalmente: como uno de los dos test fundamentales en Norteamérica y como la única medida fundamental de garantía en el resto de los derechos mercantiles, entre ellos el de la Unión Europea.

La Segunda Directiva 77/91/CEE presenta un régimen de mantenimiento del capital social en el que se prohíbe las "distribuciones" que no satisfagan un "*balance-sheet test*" (patrimonio contable superior a la cifra de capital social)¹⁴⁷⁶. La regulación comunitaria del mantenimiento de la integridad del capital, contenida en la II Directiva, constituye un Derecho "de mínimos"¹⁴⁷⁷, de forma que nada impide la existencia de un régimen "reforzado" de solvencia ("*enhanced balance-sheet test*") en el Derecho nacional de los estados miembro que proteja adicionalmente a los acreedores. Dicho régimen potestativo puede articularse mediante una exigencia adicional de cumplimiento de ciertos requisitos de solvencia o de liquidez a través de los correspondientes "tests" alternativos al del capital social, a semejanza de lo utilizado en

¹⁴⁶⁸ Los administradores pueden encargar la realización de estas pruebas a expertos contables o auditores, o como permite el art. 8.30.b RMBCA, hacerlas ellos mismos basándose en los informes de estos profesionales. *Vid.* SOLOMON, L.D.; BAUMAN, J.: *Selected Cooperation and Partnership*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1992, pp. 40 y 41. El art. 8.33 RMBCA determina la potencial responsabilidad de los administradores por realizar indebidamente el reparto. Pueden observarse comentarios a esta potencial responsabilidad en MANNING, B.; HANKS, J.: *Legal capital*, 3ª ed., New York, 1990.

¹⁴⁶⁹ Para profundizar en el *balance sheet test*, estudiar PORTALE, G.: "Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata", en *Rivista della Società*, nº 1, ener.-febr., 1991, pp. 3 y ss.

¹⁴⁷⁰ *Vid.* SOLOMON, L.D.; BAUMAN, J.: *Selected Cooperation and Partnership*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1992, pp. 38 y ss.

¹⁴⁷¹ Art. 6.40.c.(1) RMBCA. El inspirador de este test de insolvencia es el test regulado en el art. 501 California General Corporation Law Code.

¹⁴⁷² La existencia de un informe de auditoría de estados financieros sin salvedades es un aspecto favorable para autorizar la distribución. *Vid.* CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, p. 486.

¹⁴⁷³ *Vid.* CHOPER, J.H.; COFFEE, J.; GILSON, R.: *Cases and Materials on Corporations*, 4ª ed., Boston, 1995, p. 229.

¹⁴⁷⁴ En opinión del *Committee on Corporate Laws* del *American Bar Association*, el test de insolvencia representa la limitación central y principal de los repartos a los accionistas.

¹⁴⁷⁵ Aunque es la prueba más frecuente, el test de balance es también la prueba más discutida. El *Committee on Corporate Laws* del *American Bar Association* avala la necesidad de mantener el test de balance, sobre todo por la objetividad que dicho test ofrece. Como contrapunto existen voces críticas sobre esta prueba, que proclaman su eliminación. *Vid.* JENNINGS, R.W.; BUXBAUM, R.M.: *Corporations (cases and materials)*, 5ª ed. West Publishing Co., Saint Paul, Minnesota, 1989, p. 922. MANNING, B.; HANKS, J.: *Legal capital*, 3ª ed., New York, 1990, p. 184. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, pp. 489-490.

¹⁴⁷⁶ Existe otro requisito adicional a éste, pues también se exige que en la base de reparto del dividendo sólo se puedan incluir "plusvalías realizadas" ("*retained earnings test*").

¹⁴⁷⁷ *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "El requisito de mantenimiento de la integridad del capital social tras la reforma contable (Ley 16 /2007, de 4 de julio)", *18º Forum de l'auditor profesional*, Sitges, 3 y 4 de julio, 2008.

Norteamérica¹⁴⁷⁸. El legislador español ha optado por no incluir test adicionales al de balance¹⁴⁷⁹.

El aspecto central de este apartado es identificar si lo establecido para la aplicación del resultado se debe ampliar al precio de rescate de las acciones rescatables, como sí se ha entendido en la legislación estadounidense¹⁴⁸⁰ donde se originaron. No se debe realizar esta extrapolación porque al definir el “*balance-sheet test*”, afirmando que sólo podrán reconocerse dividendos si “el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social” (art. 273.2 TRLSA), no se debe entender que debe aplicarse a todas las salidas de recursos; mucho más cuando el citado artículo 273 se denomina claramente “Aplicación del resultado”¹⁴⁸¹. Pero, aunque se pudiera entender que sí es posible la extrapolación, creemos acertada la no inclusión de medidas adicionales.

El legislador español ha definido su particular test sobre el balance en el art. 273.2 TRLSA¹⁴⁸², entendido como que sólo es posible la distribución si el patrimonio contable es igual o superior a la cifra de capital social¹⁴⁸³. Sin embargo, no ha explicitado una medida similar al

¹⁴⁷⁸ Vid. RICKFORD, J. “Legal approaches to restricting distributions to shareholders: balance sheet tests and solvency tests”, *European Business Organizations Review*, nº 7, 2006, pp. 135-179.

¹⁴⁷⁹ Estas medidas evitan algunas de las dificultades que suscita la institución del capital nominal (principalmente, su misma presencia, con los límites que impone y que, responden a una visión estática de la sociedad). Sin embargo, acudir a otras instituciones más dinámicas para procurar el justo equilibrio entre la actuación de la sociedad en el tráfico y la protección mínima que éste requiere y que asegura su funcionamiento también presenta trabas. Vid. PORTALE, G.: “Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata”, en *Rivista della Società*, nº 1, ener.-febr., 1991, p. 25. ESCRIBANO GÁMIR, R. C. *La protección ...*, op. cit., 1998, pp. 45-46.

¹⁴⁸⁰ Cfr. s. 1.40 RMBCA, s. 6.03 (b) RMBCA y 6.40 RMBCA.

¹⁴⁸¹ En el Derecho positivo español no existe el término legal de “distribución de beneficios” que sí figura en la II Directiva Sociedades (art. 15.1.d Directiva 77/91/CEE), sino el de “aplicación de resultados”. Dicha aplicación de resultados integra junto al reparto o distribución de los dividendos (art. 273 TRLSA) otras aplicaciones “contables” tales como son el saneamiento o “compensación” de pérdidas (art. 273.2 TRLSA) y las dotaciones de reservas, empezando por la legal (art. 274 TRLSA).

¹⁴⁸² El art. 273.2 TRLSA establece “Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, sólo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social. A estos efectos, los beneficios imputados directamente al patrimonio neto no podrán ser objeto de distribución, directa ni indirecta”.

¹⁴⁸³ El establecimiento del test de balance como comparación entre el patrimonio neto y el capital social, requiere una fijación del patrimonio neto a efectos mercantiles de protección de los acreedores. Las IFRS asignan al balance y demás documentos que conforman las cuentas anuales una función meramente informativa a los usuarios de los estados financieros entre los que se encuentran en lugar preeminente los inversores, tanto actuales como potenciales (Vid. IASB: *Framework for the preparation and presentation of financial statements (NIC M)*, July, IASB, 1989, London, pp. 9 y ss.) La filosofía que subyace a las IFRS está muy poco orientada a la protección de los acreedores (“*creditor-oriented*”). Vid. STRAMPELLI, G.: “Le riserve da fair value: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e natura del patrimonio netto”, *Rivista della Società*, 2006, fasc. 2-3ª, pp. 243 y ss.. Ante este hecho, existen, en el Derecho comparado, dos soluciones básicas para conciliar la contabilidad con el requisito sustantivo de protección de la integridad de capital. Vid. COLOMBO, G.E.: “International Accounting Principles (IAS/IFRS), Share Capital and Net Worth”, en *European Company and Financial Law Review*, 2007, vol. 4 No. 4, pp. 556 y ss. STRAMPELLI, G. “Le riserve da fair value ...”, op. cit., pp. 243-247. La primera solución es la elaborada por el legislador alemán, tras la promulgación de la *Bilanzrechtsreformgesetz* de diciembre de 2004 (BilReG) en relación con las sociedades que han adoptado las IFRS (&325 HGB, Abs. 2 y & 267 HGB, Abs. 3) y que consiste en la elaboración de dos juegos documentales por medio de la teneduría de una doble contabilidad: de una parte, las cuentas anuales formuladas de acuerdo con las IFRS a efectos puramente informativos y, de otra, los estados financieros elaborados con arreglo a la normativa nacional, que suministran utilidad mercantil a efectos del acuerdo de distribución de resultados y de reconocimiento de dividendos. Como esta medida encarece el proceso contable, el legislador italiano se limita a corregir el balance confeccionado conforme a las IFRS con ciertos ajustes “sustantivos” (art. 6 d.lgs. 38/2005). Esta última es la alternativa seguida por el legislador español en los arts. 273.2 TRLSA y 36.1.c) C.Com. El balance elaborado según las IFRS, o con sus adaptaciones nacionales como el PGC 2007 y el PGC-PYMES, debe soportar ciertos ajustes a efectos sustantivos de aplicación de resultados, reducción forzosa de capital (supuesto inexistente en SRL) y disolución por pérdidas. En definitiva, el “patrimonio neto” del art. 273.2 TRLSA es el contable según balance, “corregido” con los ajustes contemplados en el art. 36.1.c) C.Com. El test de integridad del capital a efectos del reparto de dividendos y de la adquisición derivativa de acciones/participaciones propias es el siguiente: + patrimonio neto contable + capital no exigido + pasivos financieros asimilados a patrimonio neto – beneficios imputados directamente a patrimonio neto = patrimonio neto ajustado. El test de integridad a efectos de la reducción de capital y disolución obligatorias es el siguiente: + patrimonio neto contable + capital no exigido + pasivos financieros asimilados a patrimonio neto – beneficios imputados directamente a patrimonio neto +

test de insolvencia y, esto es correcto porque no es necesario. No tiene sentido que la normativa general española de las acciones preferentes, privilegiadas y sin voto, donde es obligatorio el pago de la remuneración en cuanto existan resultados positivos, coincida con el establecimiento de test de insolvencia alguno. No tiene sentido que una empresa con resultados positivos en un ejercicio, pero con unos niveles de pasivo superior a los de activo, entregue la remuneración de sus acciones privilegiadas y no pague el precio de rescate de las acciones rescatables. Las acciones rescatables se han establecido por medio de un contrato en el que queda fijado que lo importante es realizar el rescate, y no hacerlo supondría un incumplimiento de un contrato. En Estados Unidos y Canadá la regulación de acciones rescatables es distinta, porque allí se puede obviar voluntariamente el pago de la remuneración periódica de las acciones privilegiadas, por lo que parece coherente establecer medidas preventivas para no ejecutar el rescate si atenta con la solvencia empresarial.

Además de la principal medida para proteger la solvencia tras el rescate, la legislación norteamericana establece dos medidas adicionales¹⁴⁸⁴ para profundizar en el mantenimiento de las garantías. La primera es que el rescate será financiado siempre con cargo a recursos disponibles (*surplus*)¹⁴⁸⁵. Sólo algunas legislaciones estatales permiten la disminución del *stated capital*, siempre y cuando la sociedad no se encuentre en estado de insolvencia o pueda incurrir en él¹⁴⁸⁶. La segunda es que la sociedad disponga de medios suficientes como para que el rescate no perjudique otros derechos iguales o preferentes del resto de acciones, ya sean en el derecho a recibir la cuota de liquidación de la sociedad¹⁴⁸⁷ o en el derecho a percibir los dividendos ya acordados¹⁴⁸⁸. La legislación española tampoco debería haber incorporado ninguna de estas medidas accesorias. Respecto a la primera, el legislador español tiene perfectamente previsto los tres procedimientos de rescate, incluyendo una preferencia implícita entre ellos; su regulación parece acertada porque establece la primacía del rescate sobre otras consideraciones, protegiendo adecuadamente al conjunto de agentes interrelacionados en la sociedad emisora. Respecto a la segunda, no tiene sentido porque si los estatutos han autorizado el rescate, el rescate debe realizarse, aunque suponga perjuicio a otras clases de acciones de la compañía, toda vez que la emisión de rescatables ya se debió realizar respetando el sistema de tutela de los demás accionistas, de manera que al ejercitar el rescate no cabe oposición pues se presume que los restantes accionistas ya conoce el hecho¹⁴⁸⁹.

Por todo ello, podemos afirmar que el legislador español ha acertado al no complementar, con medida adicional alguna, las garantías generales para asegurar la solvencia de la sociedad emisora de acciones rescatables. Las únicas medidas necesarias son las comunes para todas las operaciones mercantiles: definir correctamente los recursos indisponibles, pues es la verdadera garantía frente a los acreedores, y modificar el patrimonio neto contable para

préstamos participativos + deterioros de inmovilizado material, inversiones inmobiliarias y existencias = patrimonio neto ajustado.

¹⁴⁸⁴ Estas dos medidas adicionales son accesorias pues se establecen siempre cumpliendo la principal, no podrán ejercitar el rescate, si como consecuencia del rescate, la sociedad se convirtiera en insolvente.

¹⁴⁸⁵ Art. 6.d y 66 RMBCA para Estados Unidos y art. 36 de la Canada Business Corporations Act para Canadá. Una previsión estatutaria contraria a una norma que ordene el rescate sólo con cargo a surplus no será válida. *Vid.* Sentencia *Kraft v. Rochambeau Holding Co.*, 210 Md. 325, 123 A 2d 287 (1956). Sentencia *Mueller v. Kraeuter & Co.* 131 New Jersey Eq. 475 25 A. 2d. 874 (1942).

¹⁴⁸⁶ Art. 160 Delaware General Corporation Law, art. 513.c New York Business Corporation Law, art. 1103, 1551.a y 1551.b Pennsylvania Business Corporation Law y arts. 500.a y 114 California General Corporation Law Code para Estados Unidos. Para todo ello véase HENN, H. G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, West Publishing Co., Saint Paul, Minnesota, 1986, p. 940. BALOTTI, F.R.; FINKELSTEIN, J.: *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, 3ª ed., Dover, 1998, pp. 5-15.

¹⁴⁸⁷ Art. 502 California General Corporation Law Code. Para todo ello véase ADKINS, L.D.: *Modern Business Corporations Act annotated*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, p. 264.

¹⁴⁸⁸ Art. 503 California General Corporation Law Code.

¹⁴⁸⁹ Este mismo argumento fue descrito en la Sentencia *Crimmins & Peirce Co. V. Kidder Peabody Acceptance Corp.* 282 Massachusetts 367, 185 N E 383 (1988).

que exista un patrimonio neto a efectos mercantiles que satisfaga los requerimientos de cada operación societaria¹⁴⁹⁰.

4.3.3. Reserva para financiar el rescate

Frente a las medidas legislativas analizadas anteriormente, podemos encontrar otra, muy frecuente¹⁴⁹¹, pero que nace de la práctica, no de la regulación¹⁴⁹². Muchas compañías estadounidenses dotan anualmente en sus emisiones una "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables"¹⁴⁹³.

La legislación española sobre acciones rescatables ni ha recogido de forma obligatoria, ni ha recomendado para los casos que creyera necesario, la previsión de la dotación de una "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables"¹⁴⁹⁴. Esta reserva presenta diferentes denominaciones según los autores: "*sinking fund*"¹⁴⁹⁵, "fondo de amortización" o "reserva afecta a la amortización de rescatables"¹⁴⁹⁶.

El acuerdo de emisión de acciones rescatables puede contener, a parte de las obligatorias, diferentes previsiones voluntarias sobre el rescate. Una de ellas es la "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables". El mecanismo denominado "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables"¹⁴⁹⁷ es un instrumento aplicable en la emisión de rescatables,

¹⁴⁹⁰ El establecimiento del test de balance como comparación entre el patrimonio neto y el capital social, requiere una fijación del patrimonio neto a efectos mercantiles de protección de los acreedores. El patrimonio neto a efectos mercantiles es el establecido en el balance elaborado según las IFRS, el PGC 2007 y el PGC-PYMES, corregido con los ajustes contemplados en el art. 36.1.c) C.Com., a efectos sustantivos de aplicación de resultados, reducción forzosa de capital (supuesto inexistente en SRL) y disolución por pérdidas.

¹⁴⁹¹ Nos referimos en este apartado a la dotación interna de la reserva. No incidimos en la dotación externa por medio de un fideicomisario (*trustee*). Para garantizar el rescate, algunas empresas constituían un fondo que se deposita en un banco en manos de un fideicomisario. A este fondo se aporta cada ejercicio contable un determinado porcentaje del valor de la acción rescatable, con lo que llegado el momento de la redención el montante del valor se encontrara en poder del depositario. Vid. VARGAS VARGAS, M.: *La sociedad anónima en el derecho angloamericano*, Santiago de Chile, 1964, p. 159. Cfr. Sentencia *La Salle Hotel Realty Co. v. Taft* (1936).

¹⁴⁹² La única legislación donde está recogida esta figura, aunque no obliga a dotarla, es el art. 512.d New York Business Corporation Law.

¹⁴⁹³ Vid. VAN HORNE, J.C.: *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall, New York, 1997, pp. 578 y 688. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., p. 265.

¹⁴⁹⁴ Ejemplos de esta reserva puede observarse en WARREN, L. H.: *Introduction to Corporate Law*, 2ª ed., West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, p. 175.

¹⁴⁹⁵ No utilizaremos la denominación "*sinking fund*", preferida por FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., p. 265, y FONDEVILA ROCA, E.: *Fusiones y Adquisiciones*, Cedecs, Barcelona, 1997, p. 69, porque puede provocar confusión con el concepto más frecuente del término. Normalmente el *sinking fund* no es un sistema de amortización contable, sino un sistema de amortización de préstamos, caracterizado por el hecho de que la totalidad del capital prestado se devuelve de una sola vez en la última cuota, mientras que durante toda la vida de la operación tan sólo se liquidan los intereses. En este caso durante toda la vida de la operación se constituye un capital con el que realizar la amortización del préstamo a su vencimiento. Este sistema de amortización consiste en el pago periódico de los intereses al prestamista (préstamo americano), y al mismo tiempo una aportación a un fondo para construir un capital, con el que cancelar el principal del préstamo americano a su vencimiento. Desde un punto de vista operativo, al mismo tiempo que se contrata el préstamo americano se abre un fondo asociado al préstamo. De esta forma, el prestatario de la operación de amortización al mismo tiempo se le considera deudor en el préstamo americano y acreedor en fondo que está constituyendo para devolver el préstamo.

¹⁴⁹⁶ Más adecuados con el concepto que pretenden exponer son los términos "fondo de amortización" o "reserva afecta a la amortización de rescatables", también utilizados por FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 265. A pesar de su validez, preferimos utilizar la nomenclatura "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables" porque parece designarla de forma concreta.

¹⁴⁹⁷ La doctrina estadounidense recoge amplios trabajos sobre ella. Vid. BUXBAUM, R.M.: "Preferred Stock-Law and Draftsmanship", op. cit., 268 y ss. HENN, H. G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, West Publishing Co., Saint Paul, Minnesota, 1986, p. 292. MOYE, J. E.: *The law of business organizations*, 3ª ed. West Publishing Co. 1989, p. 172. WILSON RICHARD; FABOZZI, FRANK J.: *The new corporate bond market*, Probus Publishing Co., Chicago, 1990, p. 188.

según la cual la sociedad se obliga¹⁴⁹⁸ a dotar una reserva afecta a la cobertura financiera de la amortización de las rescatables¹⁴⁹⁹.

La “reserva para financiar el rescate de acciones rescatables” es una verdadera reserva pensada para ser aplicada en todo tipo de sociedades y actividades productivas. No debe confundirse con el fondo de reversión al que estaban obligadas hasta el uno de enero de 2008 las empresas que explotaban activos revertibles¹⁵⁰⁰. No es una provisión¹⁵⁰¹. Y tampoco debe confundirse con la reserva indisponible dotada en el procedimiento de amortización de capital de las acciones rescatables¹⁵⁰².

Esta práctica contable beneficia a la sociedad, a los inversores en general, a los titulares de las acciones rescatables e incluso a los acreedores. Ofrece ventajas a los inversores porque el rescate suele incrementar el valor de mercado de las restantes acciones¹⁵⁰³. En cuanto al accionista rescatable, la dotación sistemática de la reserva le garantiza un cierto nivel de mantenimiento de recursos en la empresa emisora sin que se distribuyan en forma de dividendos¹⁵⁰⁴. También los acreedores¹⁵⁰⁵ están interesados en que se dote esa reserva, pues atenúa el riesgo de que la sociedad alcance a una mala situación económica en el momento del rescate¹⁵⁰⁶. Pero, sobre todo, ésta medida es útil a la sociedad emisora, porque con ella es posible repartir de una manera razonable y sistemática en el tiempo la carga financiera del rescate¹⁵⁰⁷.

Para la sociedad emisora, la finalidad de la “reserva para financiar el rescate de acciones rescatables” es doble, pues proporciona utilidad tanto a los rescates escalonados como a las emisiones con una única fecha de rescate: permite rescatar un número de acciones cada año, pero también sirve para depositar una cantidad de dinero para rescatar el conjunto de las acciones cuando llegue el momento del rescate¹⁵⁰⁸. En primer lugar, la carga financiera del

¹⁴⁹⁸ En los países donde la legislación no está obligada a dotarla, la obligación puede ser estatutaria.

¹⁴⁹⁹ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 265, quien establece que esta reserva es “una reserva afecta a la cobertura financiera de la amortización de las rescatables”.

¹⁵⁰⁰ Con el PGC 1990, era obligatorio realizar un fondo de reversión en las empresas que explotaban activos revertibles, por ejemplo, en las empresas dedicadas a la construcción de infraestructuras que revierten al Estado transcurridos unos años.

¹⁵⁰¹ Las provisiones están recogidas en el PGC 2007 en el subgrupo 14 si son largo plazo y en las cuentas 499 y 529 si son corto plazo. Estos conceptos son asimilables a la provisión para riesgos y gastos del subgrupo 14 del PGC 1990.

¹⁵⁰² La reserva imprescindible para realizar el procedimiento de amortización de capital es indisponible por la legislación española, la “reserva para financiar el rescate de acciones rescatables” no está recogida en el TRLSC, por lo que en caso de existir sería estatutaria.

¹⁵⁰³ La dotación de la reserva “ofrece ventajas a los inversores porque el proceso de rescate ejerce una presión ascendente sobre el precio del mercado de las restantes acciones”. Vid. VAN HORNE, J.C.: *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall, New York, 1997, p. 578.

¹⁵⁰⁴ “Si ese fondo tiene la naturaleza de reserva afecta, el accionista rescatable “obtendrá una garantía de que la sociedad no distrae para el reparto a otros fines de recursos que pueden luego resultar necesarios para la amortización”. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 274.

¹⁵⁰⁵ Más adelante observaremos la calificación jurídica del accionista rescatable. Aunque existen dudas sobre su calificación, parece consensuado que “no puede ser considerado tercero-acreedor, tal y como ocurriría con un obligacionista”. Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: “Notas en torno al concepto...”, op. cit., p. 924.

¹⁵⁰⁶ Los acreedores están interesados en que se dote, de una manera sistemática, un fondo afecto a la amortización, “ya que evita que la sociedad llegue a una mala situación económica en el momento del rescate”. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., p. 274. Es positivo para los acreedores porque con su establecimiento se “reducen las probabilidades de una crisis económica causada por la realización del rescate”. Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ: *Las acciones rescatables ...*, op. cit., 2007, 491.

¹⁵⁰⁷ A la sociedad emisora le “permite repartir de una manera razonable y sistemática en el tiempo la carga financiera del rescate de modo similar a como se hace con la amortización del inmovilizado”. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 273.

¹⁵⁰⁸ Aunque la reserva está destinada a facilitar el rescate, la jurisprudencia permite que se utilicen sus fondos en caso de peligro de insolvencia. Vid. Sentencia *Ammon v. Cushman Motor Works*, 258 N.W., 649. Sentencia *Campbell v. Grant Trust and Savings Co.*, 182 N.E. 267. Éstas y otras Sentencias sobre el tema aparecen comentadas por WILSEY, H.L.: “The Use of Sinking Funds in Preferred Stock Issues”, *The Journal of Finance*, Vol. 2, No. 2, October, 1947, pp. 31-42.

rescate puede ser lo suficientemente cuantiosa para que sea más adecuado repartirla en varios ejercicios¹⁵⁰⁹. En estos casos, el rescate de valores puede plantear a la compañía emisora problemas de liquidez. Para resolverlos, es posible crear una "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables", destinada a retirar, de forma paulatina, las acciones en circulación¹⁵¹⁰. En segundo lugar, la "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables" sirve para dotar periódicamente una cantidad para tener recursos necesarios que permitan rescatar las acciones cuando llegue el momento del rescate, ya sea porque ha transcurrido el plazo o porque el sujeto que tiene la opción de rescate la ejecute¹⁵¹¹.

Tras analizar los beneficios que supondría, para todos los sujetos que concurren en una emisión de acciones rescatables, esta investigación evalúa la posibilidad de recomendar la constitución de esta reserva en las empresas españolas¹⁵¹² desde dos dimensiones. La primera es reflexionar sobre si el legislador debía haberla incluido en el Derecho español, ya sea para todas las emisiones o al menos para algunos casos en concreto. Como no ha sido así, la segunda dimensión es analizar si se debe recomendar a las empresas emisoras que lo establezcan estatutariamente.

Es indudable que la legislación española mejoraría si se hubiera incluido la dotación obligatoria de una "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables"¹⁵¹³, de forma obligatoria para un supuesto¹⁵¹⁴, siempre que se hubiera establecido con un criterio de disponibilización diferente.

El legislador debería haber establecido la obligación de dotar la reserva, al menos para los casos que esté determinada la amortización de parte de las acciones en circulación de forma periódica y organizada, pues en este caso asegura parcialmente el retiro ordenado de las acciones¹⁵¹⁵. La principal razón por la que el legislador español no recogió la dotación de esta reserva es que no incluyó, entre las posibilidades de rescate, la amortización de las acciones en circulación de forma periódica y organizada.

En principio, nuestra recomendación de dotación se limita a este tipo de emisiones porque para las rescatables a opción del emisor, a opción del inversor o a opción de ambos, no se sabe a ciencia cierta la fecha de rescate, por lo que no se puede realizar una dotación sistemática al desconocer el momento exacto en el que se llevará a cabo. La dotación de la reserva en un rescate con una fecha incierta tendría fundamento, pero no es recomendable porque su dotación supondría una medida excesivamente prudente.

Los beneficios de su dotación en las acciones rescatables a opción exclusiva del emisor son claros, pues al ser el único que posee el rescate anticipado puede realizar una planificación financiera exacta con el plazo de duración de las acciones rescatables obtenido de su estrategia

¹⁵⁰⁹ "La carga financiera del rescate puede ser lo suficientemente relevante para que interese repartirla en varios ejercicios". Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 265.

¹⁵¹⁰ Para resolver los problemas de liquidez se puede "crear un sinking fund destinada a retirar, de forma paulatina, los títulos en circulación". Vid. FONDEVILA ROCA, E.: *Fusiones y Adquisiciones*, op. cit., 1997, p. 70.

¹⁵¹¹ Esta reserva debe constituirse con los beneficios que se van produciendo anualmente, y lo correcto es que se provea de los beneficios no repartidos antes de los dividendos ordinarios.

¹⁵¹² Parte de la doctrina española se cuestiona sobre la posibilidad de recomendar la creación de esta reserva en nuestras sociedades. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002, pp. 273-276. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2007, cap. segundo, apartado B.IV.

¹⁵¹³ Entre los partidarios de que los estatutos prevean unos fondos de amortización para el rescate se alinean BUXBAUM, R.M.: "Preferred Stock-Law and Draftsmanship", op. cit., pp. 243-260. HENN, H. G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, Saint Paul, Minnesota, 1986, p. 292. VEIGA COPO, A.B.; MARTÍN MOLINA, P.B.: "La reforma de la Ley...", op. cit., p. 178, y sobre todo, FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables ...", op. cit., p. 1172.

¹⁵¹⁴ Aunque no es materia del legislador, es interesante la recomendación voluntaria de la medida para otros supuestos.

¹⁵¹⁵ La reserva es muy útil para los supuestos en que esté establecida la amortización de parte de las acciones en circulación de forma periódica y organizada, pues en este caso asegura parcialmente el retiro ordenado de las acciones.

financiera. También tiene ventajas, para el emisor, la dotación en el supuesto de acciones con opción de rescate para el titular. El principal inconveniente de emitir rescatables a opción del inversor es que los accionistas pueden exigirlo en el momento que deseen, lo que puede perjudicar los intereses del emisor. El rescate puede darse cuando los tipos de interés de otras inversiones tiendan a ser mayores, lo que conlleva la pérdida de esa financiación y la obligación de autofinanciarse o buscar financiación a tipos más altos. Ante este hecho, la empresa está obligada a reducir capital, lo que aumentaría (y, por tanto, empeoraría) la ratio de endeudamiento (recursos ajenos/recursos propios) de la empresa, empeorando los indicadores de solvencia. Esta situación obliga a la captación posterior de nueva financiación ajena a menor coste o, si no se quiere captar más recursos, provoca un inevitable desprestigio de la empresa frente a acreedores. Por esta razón, en la emisión de rescatables a opción del inversor, la sociedad puede dotar un fondo que permita tener reservas disponibles que no provoquen estos efectos negativos.

A pesar de concluir que la dotación de la reserva tiene fundamento, creemos que no es conveniente recomendar su incorporación legislativa generalizada. En las rescatables a opción del emisor, a opción del inversor o a opción de ambos, se desconoce la fecha de rescate, por lo que la forma de operativizarlo sería realizar la dotación anual con el mayor período posible, que atisbamos probablemente no es el que se producirá porque en algún momento algún sujeto lo rescatará. Sobre esta idea ofrecemos dos matices sobre las realizadas a opción del emisor y las que se produzcan en empresas con vida definida. En las empresas con rescatables a opción del emisor, contractualmente no está establecida la fecha de rescate, pero internamente el emisor puede haber establecido una estrategia financiera con la acotación del rescate a un plazo determinado; pues bien, en este caso el emisor podría, si particularmente le interesa lo suficiente, realizar una dotación sistemática de esta reserva. En las empresas que estatutariamente tengan definido un plazo de duración de la vida de la sociedad, es posible realizar una dotación de la reserva sin que sea tan excesivamente prudente, porque el horizonte de la dotación sería la fecha de extinción de la sociedad, lo que ocurre es que, aunque menos prudente, es un plazo erróneo porque alguno de estos sujetos seguramente rescatará las acciones antes de la extinción de la emisora.

La posible inclusión de la obligación de establecer esta reserva en la legislación española sería inútil si el régimen de la reserva fuese disponible. La "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables" debe ser, inexcusablemente, indisponible porque en caso contrario podría disponerse de ella al poco tiempo de su dotación. Puede ser indisponible porque el grado de disponibilidad de las reservas estatutarias depende de lo establecido por la empresa. En los casos en que se conozca el precio y el momento del rescate, debería dotarse una reserva indisponible para que existan recursos suficientes en el momento de realizar el rescate. La reserva existiría mientras las acciones no estuviesen amortizadas, después se desdota. En el supuesto de rescate por medio del método amortización de capital, lo que realmente ocurre es que existe un cambio de reserva: de "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables" a "reserva de capital amortizado para rescatar acciones rescatables".

La segunda dimensión del análisis es observar si, ante la ausencia de la obligación de incluir la "reserva para financiar el rescate de acciones rescatables", parece una buena medida, observando los efectos beneficiosos que proporciona, que las sociedades emisoras de acciones rescatables incluyan voluntariamente (en los estatutos) la dotación de esta reserva, al igual que realizan muchos emisores estadounidenses. La popularidad de la acción privilegiada rescatable con fondo de amortización recibió un impulso en 1979 cuando la *National Association of Insurance Commissioners*¹⁵¹⁶ dictaminó que las compañías de seguros podían mantener las emisiones con fondos de amortización para fines de inversión a su valor histórico, mientras que el resto de las privilegiadas tenían que registrarse a sus valores de mercado. Desde esta

¹⁵¹⁶ NAIC: Accounting Practices and Procedures Manual, National Association of Insurance Commissioners, NAIC, Kansas City, 1979.

declaración, ha aumentado la demanda de las emisiones con fondos de amortización, incluso con rendimientos inferiores respecto a las emisiones que no tengan fondos de amortización¹⁵¹⁷.

Con la legislación actual, esta reserva debe ser establecida en los contratos de emisión de forma voluntaria, porque la legislación no obliga a dotarla, aunque es recomendable, al menos para los casos que esté determinada la amortización de parte de las acciones en circulación de forma periódica y organizada. En estos supuestos, la dotación de la reserva concedería ventajas al emisor, pero también concederían otras a los inversores, lo que situaría a las acciones rescatables en una posición de ventaja competitiva respecto al resto de emisiones de inversión-financiación. En este caso, si la dotación fuese voluntaria y no legal, la reserva no sería indisponible como hubiera sido necesario si la dotación estuviera establecida en la Ley; por el contrario la reserva para amortización de rescatables tendría el mismo régimen de disponibilidad de todas las reservas estatutarias: una reserva parcialmente indisponible.

4.3.4. Derecho de convertibilidad

El derecho de convertibilidad de las acciones es el derecho de ser transformado en obligaciones¹⁵¹⁸ o en otra clase de acciones¹⁵¹⁹.

En el Derecho comparado, sobre todo en Estados Unidos, es relativamente frecuente¹⁵²⁰ que las rescatables sean a la vez convertibles¹⁵²¹. Estas acciones serán más flexibles, por la doble condición de rescatables y convertibles de la que gozan; por esta razón los inversores deberán pagar más por ellas para adquirirlas¹⁵²².

El derecho de convertibilidad (como el de rescate) puede depender de la voluntad del emisor, del inversor, de ambos, de un tercero, o puede estar establecido en una fecha o período determinado, o cuando acontezca un evento¹⁵²³.

Las sociedades españolas podrían realizar emisiones de acciones convertibles, ya que no son contrarias a nuestra legislación¹⁵²⁴. Sin embargo, las características de las emisiones de acciones convertibles serían diferentes en España que en Estados Unidos; el origen de estas diferencias se derivan de que las distintas características de las acciones y los mercados en

¹⁵¹⁷ Desde 1979, cuando la *National Association of Insurance Commissioners* dictaminó que las compañías de seguros podían mantener las emisiones con fondos de amortización para fines de inversión a su valor histórico, ha aumentado la demanda de las emisiones con fondos de amortización, “incluso con rendimientos inferiores respecto a las emisiones que no tengan fondos de amortización”. Vid. MC DANIEL, WILLIAM: “Reserva para financiar el rescate de acciones rescatables preferred stock”, *Financial Management*, 13, spring, 45-52, 1984, p. 45.

¹⁵¹⁸ La posibilidad de que las acciones convertibles puedan ser transformadas también en obligaciones está recogida en PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones...*, op. cit., 2008, p. 159.

¹⁵¹⁹ La conversión es un derecho, no una obligación, y está directamente relacionada con el valor de mercado. Si el valor de mercado evoluciona ascendentemente, llegará un momento en que el canje será beneficioso, ocasión que debe aprovechar el inversor antes de que, en caso de ser rescatable a opción del emisor o de ambos, el título sea amortizado por la compañía con anterioridad al vencimiento. Con la conversión se intenta sustituir un título seguro por un título más especulativo, más lucrativo para el inversor, aunque con más riesgos.

¹⁵²⁰ “La cuarta parte de las acciones privilegiadas que se emiten Estados Unidos contienen una cláusula de convertibilidad en acciones ordinarias, en un momento optativo a elegir por parte del inversor”. Vid. FONDEVILA ROCA, E.: *Fusiones y Adquisiciones*, Cedecs, Barcelona, 1997, p. 67.

¹⁵²¹ En Estados Unidos es usual que aparezcan simultáneamente en una misma clase de acciones privilegiadas los rasgos de convertibilidad y redimibilidad. Vid. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de sociedades británico y estadounidense*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), p. 438. De hecho su regulación es idéntica, pues ambas se disciplinan en la sección 6.01. (c) (2) MBCA.

¹⁵²² Vid. GRIER, N.: *UK Company Law*, op. cit., 1998, p. 151.

¹⁵²³ La convertibilidad “puede subordinarse a término o entregarse a la voluntad de la sociedad emisora, del inversor, de ambos o de un tercero”. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., p. 275. La doctrina británica incluye los mismos supuestos, añadiendo, además, la posibilidad de que la convertibilidad se produzca con el acaecimiento de un hecho. Vid. LORRY, M.; WATSON, L.: *Company Law*, London, 2001, p. 136. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar’s Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, p. 23. PENNINGTON, ROBERT R.: *Company Law*, Butterworths, London, 2001, pp. 215 y 216.

¹⁵²⁴ En opinión de FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 275: “No hay ningún inconveniente” en emitir acciones con estas características.

ambos países. Las emisiones de las acciones convertibles en Estados Unidos deben ser analizadas porque tienen cuatro peculiaridades que normalmente no se aplicarán a las acciones rescatables en España: normalmente suelen ser cotizadas, los derechos que conceden a sus titulares son distintos, también son diferentes los sujetos que poseen el derecho de conversión y, finalmente, las acciones rescatables en el mercado financiero estadounidense pueden convertirse en cada ejercicio económico después del reparto de beneficios.

En primer lugar, el derecho de convertibilidad de otras figuras en España no está relacionado con la cotización, pues existen numerosos ejemplos de emisiones de empréstitos convertibles en el mercado financiero español que no cotizan en ningún mercado. Por el contrario, prácticamente la totalidad de emisiones estadounidenses de acciones convertibles cotizan en el mercado secundario, lo que influye decisivamente a la hora de establecer las cláusulas y condiciones de rescate¹⁵²⁵.

En segundo lugar, las características de las emisiones de acciones convertibles serían diferentes a las *convertible adjustable preferred stock* y *las convertible exchangeable preferred stock* emitidas por las compañías estadounidenses¹⁵²⁶ y canadienses, debido a los distintos rasgos definitorios y motivaciones de la legislación española, fundamentalmente en las normas que regulan los empréstitos. Normalmente, las emisiones de *convertible adjustable preferred stock* conceden a sus titulares dos derechos: un derecho a un dividendo acumulativo, ajustable periódicamente en función de un tipo de referencia y un derecho a convertirse en acciones ordinarias, a voluntad del accionista, en cada fecha de pago de dividendos¹⁵²⁷. En las *convertible exchangeable preferred stock* existen dos derechos: el privilegio del accionista de convertir la acción privilegiada en acción ordinaria y la opción del emisor de rescatar las acciones privilegiadas por medio de su conversión en títulos de deuda¹⁵²⁸.

En tercer lugar, en las obligaciones convertibles emitidas hasta el momento en España, exclusivamente la compañía es quien determina cuándo se podrá efectuar la conversión, y son los inversores los que tienen el derecho, aunque no la obligación, de realizar la conversión. Esto contrasta con el sistema utilizado en el mercado anglosajón, donde el sujeto que más frecuente

¹⁵²⁵ Las acciones convertibles normalmente se ofrecen al mercado, “porque si las acciones de la compañía emisora se consideran muy buenas (grow stocks), el valor de la acción ordinaria sube con el tiempo hasta un nivel que, según la proporción de canje que se estipule, el accionista convertible, le interesará intercambiarlo, en la proporción acordada, por títulos ordinarios cotizados, ganando con ello una plusvalía adicional que se suma al rendimiento periódico obtenido por el dividendo privilegiado. La sociedad, a cambio de ofrecer la ventaja de la convertibilidad, puede colocar los títulos privilegiados con una tasa de dividendo inferior”. Vid. FONDEVILA ROCA, E.: *Fusiones y Adquisiciones*, Cedecs, Barcelona, 1997, p. 67.

¹⁵²⁶ La RMBCA diferencia entre las *convertible adjustable preferred stock* (CAPS) y las *convertible exchangeable preferred stock* (CEPS). Las CAPS son acciones que otorgan (en cada período de pago de dividendos) al emisor la posibilidad de su rescate mediante precio y al accionista la posibilidad de su conversión en acciones ordinarias. Además, otorgan el derecho a percibir un dividendo acumulativo y ajustable en función de un tipo de interés de referencia. Por su parte, las CEPS combinan el privilegio del accionista de conversión en acciones ordinarias con la opción del emisor de rescatar las preferentes mediante su obligatoria conversión en títulos de deuda. La RMBCA presenta un particular desarrollo que facilita las conversiones forzadas (normalmente, aunque no siempre, al servicio de procesos de *restructuring*) y permite a los gestores hacer uso de la facultad de redención para disciplinar, o en última instancia excluir de la compañía, a titulares de acciones rescatables contrarios al interés del grupo de control. Vid. HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St Paul, Minnesota, 1996, p. 521. A tal fin, y por razones estratégicas, el carácter redimible se combina con la condición *exchangeable, convertible, callable o adjustable*. Es el caso, entre otros, de la *convertible exchangeable stock*, cuya configuración resulta de combinar el derecho del accionista de convertir sus acciones en *common stock* con la opción contraria de la corporación emisora de transformarlas en instrumentos de simple deuda; o del *adjustable preferred stock*, que confiere al accionista el derecho a un dividendo acumulativo, susceptible de ajuste y determinación en función de la evolución del tipo de interés referenciado en cláusulas incorporadas a los acuerdos de emisión.

¹⁵²⁷ “En las *convertible adjustable preferred stock* se concede, a los accionistas, un derecho a un dividendo acumulativo, ajustable periódicamente en función de un tipo de referencia. Además, los títulos presentan un derecho a la convertibilidad que se deja, normalmente, a voluntad del accionista en cada período de pago de dividendos”. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, op. cit., p. 275.

¹⁵²⁸ En las *convertible exchangeable preferred stock* se une el privilegio del accionista de conversión de la acción privilegiada en acción ordinaria con la opción del emisor de rescatar las privilegiadas “mediante su obligada conversión en títulos de deuda”. *Ibidem*, p. 275.

posee el derecho es el inversor, pero también es habitual que el derecho esté a opción del emisor, de ambos o de un tercero, o puede estar establecido en una fecha o período determinado, o cuando acontezca un evento¹⁵²⁹.

Por último, los sistemas de conversión españoles son diferentes a los estadounidenses. El sistema utilizado en Estados Unidos es que la conversión se pueda efectuar en cualquier momento a instancias del sujeto que posea el derecho de iniciativa¹⁵³⁰. En el mercado financiero español es costumbre, para otras figuras, que exista un plazo de conversión, y si no se ejerce este derecho en su momento, el titular continúa siendo propietario del título, pero pierde el privilegio¹⁵³¹. Si se mantiene un criterio similar al de las obligaciones convertibles, existirán diferencias con el procedimiento usual en Estados Unidos. La operativa es distinta a la que se produce en nuestro país porque el inversor tiene el derecho de conversión en cada ejercicio económico, después del reparto de beneficios. En el resto de casos (a opción del emisor, de ambos o de un tercero), el proceso es análogo: se puede rescatar en cualquier año después del reparto anual¹⁵³².

Si el mercado español utilizara acciones convertibles, las empresas emisoras tendrían que estudiar detalladamente las diferentes formas de efectuar la conversión¹⁵³³ y recoger sus aspectos de forma clara.

El TRLSC exige la aprobación, por parte del Registrador Mercantil, de cualquier emisión convertible, y esto sólo es posible con la emisión previa de un informe por parte de los auditores, con la finalidad de salvaguardar y garantizar el principio de igualdad de trato para todos los accionistas y, en su caso, manifestar la circunstancia en que la emisión analizada pudiese comportar un efecto dilución discriminatorio.

Para concluir, recomendamos que la regulación de acciones rescatables convertibles en España, cuando se produzca, obligue a enumerar, en el contrato de emisión, claramente los cinco elementos esenciales de la conversión: el tipo de canje (*conversión ratio*), la influencia en la cotización, el apoyo en otros instrumentos financieros auxiliares, la duración del privilegio de conversión y los sujetos sobre los que recae la iniciativa para realizar la conversión. Además, deberá incluir dos requisitos previos para la emisión de las acciones rescatables convertibles. El primero es la emisión de un informe de un auditor, con la finalidad de salvaguardar y garantizar el principio de igualdad de trato para todos los accionistas y, en su caso, manifestar las circunstancias en que la emisión analizada pudiese comportar un efecto dilución discriminatorio. En segundo lugar, el legislador debe requerir la aprobación de la emisión por parte del Registrador Mercantil.

¹⁵²⁹ Vid. LORRY, M.; WATSON, L.: *Company Law*, London, 2001, p. 136. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, p. 23. PENNINGTON, ROBERT R.: *Company Law*, Butterworths, London, 2001, pp. 215 y 216.

¹⁵³⁰ En las Bolsas estadounidenses, el derecho de ejercer el canje no se limita a un periodo concreto y, tampoco se propone la suscripción de las acciones ordinarias mediante entrega de los títulos a convertir, de forma que la suscripción de los nuevos títulos se haga por debajo de su cotización en el momento de la conversión elegido, sobre la base de los promedios de cotización del último mes o trimestre.

¹⁵³¹ Estos sistemas se han utilizado, y aun se emplean, en los únicos títulos habitualmente emitidos en nuestro país como convertibles: las obligaciones.

¹⁵³² La cotización de las acciones privilegiadas convertibles asciende paralelamente al de la acción ordinaria, de forma ajustada según el precio de conversión (expresada en la proporción de acciones a entregar contra acciones a recibir). En un mercado alcista (*bull market*), "el precio de conversión puede llegar a crecer de forma desorbitada". Vid. FONDEVILA ROCA, E.: *Fusiones y Adquisiciones*, op. cit., p. 69. Para prever ese problema, las compañías estadounidenses limitan indirectamente la duración del derecho de conversión con el establecimiento de un precio de rescate prefijado en las emisiones convertibles, equivalente a la suma del nominal más una prima de rescate.

¹⁵³³ Los problemas que produce la característica de convertibilidad son muy complicados. Vid. VARGAS VARGAS, M.: *La sociedad anónima en el derecho angloamericano*, Santiago de Chile, 1964, p. 159.

4.3.5. Efectos del incumplimiento del rescate

El Derecho español no ha regulado las consecuencias que tendría la inobservancia del rescate. Nos referimos a que el TRLSC no recoge las consecuencias del quebrantamiento, por parte de la empresa emisora, de la entrega de la cantidad pactada (precio de rescate) a los titulares de acciones rescatables, en los plazos establecidos.

En el Derecho británico, el incumplimiento de la obligación de rescatar (*failure to redeem*) permite, al inversor afectado, acudir a los tribunales de justicia para exigir el cumplimiento forzoso del rescate, siempre que la sociedad tenga recursos suficientes. Sin embargo, el legislador excluye la responsabilidad por perjuicios derivados de la omisión del rescate (s. 178 *The Companies Act*). La consecuencia de ambas situaciones es que la legislación británica es poco severa con esta circunstancia, ya que toda sociedad por acciones (no *private company*) que no pueda emplear ninguno de los procedimientos establecidos para el rescate, por no contar con recursos disponibles suficientes para ello, y por no poder colocar en el mercado una ampliación, puede no cumplir con el deber de rescatar.

Más rigurosa es la adaptación portuguesa de la II Directiva, donde se establece la falta de cumplimiento de rescate con la denominación «sanciones». El art. 345.9 CSC portugués establece que, en esta situación, cualquier titular de acciones rescatables puede solicitar la disolución judicial de la emisora una vez transcurrido un año desde la fecha en que el rescate debía haber sido efectuado¹⁵³⁴.

Debe tenerse presente que la situación de partida del Derecho portugués y británico es bien distinta al español. En aquellas legislaciones, a falta de recursos disponibles, y en los casos en que la compañía no puede colocar en el mercado una ampliación de capital para financiar el rescate, la sociedad no puede rescatar aunque quiera. En cambio, el Derecho español está redactado (de una forma más adecuada) para que la sociedad emisora pueda rescatar siempre; incluso aunque se encuentre en pérdidas¹⁵³⁵. Cuanto acontece la imposibilidad de aplicar los mecanismos preferidos de rescate, la sociedad emisora debería amortizar mediante una reducción efectiva de capital («con cargo a capital») y mediante la garantía de los acreedores que hayan ejercido el derecho de oposición¹⁵³⁶.

Aunque la legislación española no recoge las consecuencias del incumplimiento de la entrega del precio de rescate, por parte de la empresa emisora a los accionistas rescatables, no debería estar permitido que los accionistas perdieran el derecho de rescate porque la empresa emisora no hubiese hecho todo lo posible para que ejercitaran su derecho, ya que crearía inseguridad en el tráfico mercantil. La regulación de los métodos de rescate realizada por el legislador español tiene como objetivo la protección de los saldos acreedores, sin embargo, las acciones rescatables no suponen ninguna garantía si no se establecen medidas para asegurar el cobro en el momento de rescate.

El concepto de beneficio contable tiene cierto matiz de relatividad y crear reservas de libre disposición tiene carácter voluntario, por lo tanto, la sociedad podría, por medio de la contabilidad creativa, contabilizar las operaciones contables de forma que no poseyera recursos disponibles en el momento de amortizar las acciones rescatables¹⁵³⁷. Tampoco se obliga a emitir nuevas acciones, por lo que esta emisión podría utilizarse de forma potestativa por la sociedad.

¹⁵³⁴ El Derecho portugués sólo permite el rescate en los supuestos de redención a fecha fija o bajo condición.

¹⁵³⁵ En el Derecho español, la sociedad emisora debe rescatar siempre, incluso cuando se encuentre en un ejercicio económico con pérdidas contables o tenga acumuladas pérdidas de años anteriores. En el supuesto de pérdidas continuadas, la solución es la disolución o el concurso de acreedores. La no recepción del precio de rescate, aduciendo el emisor una situación contable desfavorable, tendrá la consecuencia de una demanda ante un juez.

¹⁵³⁶ Art. 501.3 TRLSC en relación con lo dispuesto en el art. 334 TRLSC.

¹⁵³⁷ El objetivo de la creatividad contable es registrar las operaciones, sin incumplir la Ley, para satisfacer los particulares intereses de la empresa. En este supuesto, la finalidad consistiría en infravalorar el resultado contable.

Llegado el momento de rescate, los titulares de acciones rescatables tienen derecho de rescate. Si la sociedad emisora de estas acciones no cuenta con beneficios o reservas disponibles en cantidad suficiente para proceder a ello, y no desea o no puede emitir nuevas acciones para financiar la operación, deberá reducir capital con todos los requisitos que la Ley obliga para llevarlo a cabo, incluido el derecho de oposición que tienen los acreedores.

El legislador no especifica cómo resolver el problema planteado si la empresa emisora elige la vía de reducir capital y los acreedores se oponen a esta reducción. La regulación no ha exigido el mantenimiento de reservas voluntarias durante la vida de las acciones, por lo que concluimos que si la empresa no tiene reservas disponibles en el momento del rescate, no puede realizar una nueva emisión de acciones y, además, los acreedores se han opuesto a la reducción de capital, la única forma que tiene la Ley de que los accionistas reciban los recursos provenientes del rescate, es obligar al emisor a garantizar los saldos de los acreedores por uno de los medios que establece el art. 404 TRLSC¹⁵³⁸. De esta forma, se asegura que el rescate se lleve a cabo, ya que los acreedores no podrán oponerse. Lo que nunca podría admitirse es que no se realizase el rescate cuando la empresa esté obligada a ello¹⁵³⁹.

El legislador español debería haber establecido medidas severas¹⁵⁴⁰ para las empresas emisoras que incumplieran la obligación de rescatar. Entre todas las medidas reconocidas por la doctrina¹⁵⁴¹ y el derecho comparado, destacamos dos, una establecida en esta investigación y otra expuesta en el Derecho portugués¹⁵⁴², y que pueden ser incluidas en una misma redacción porque son complementarias. Por un lado, el legislador español podría haber obligado al emisor a garantizar los saldos de los acreedores, de forma, que se asegure que el rescate se lleve a cabo, ya que los acreedores no podrán oponerse. Por otro lado, parece una buena alternativa la tomada por el Derecho portugués de que cualquier titular de acciones rescatables pueda solicitar la disolución judicial de la sociedad una vez transcurrido un año desde la fecha en que el rescate debía haber sido efectuado. Esta medida debería haber sido establecida por el legislador español, ya que si una empresa no quiere realizar el rescate es merecedora de una penalización como ésta, y si no la efectúa por que no puede, se encuentra en una situación de crisis económica que no puede demorarse más tiempo¹⁵⁴³.

Ante la ausencia de regulación por parte de la legislación española, existe la posibilidad de establecer voluntariamente en el contrato de emisión pactos sobre el incumplimiento por parte de la sociedad de la obligación de rescatar. Estos pactos son una medida positiva en las futuras emisiones de acciones rescatables en España porque ofrecen un mayor nivel de confianza a los inversores; los emisores tendrán que sopesar el riesgo de establecer este pacto en el contrato de emisión, porque su inclusión les haría más atractivo frente al resto de alternativas de inversión-financiación.

¹⁵³⁸ Si no se les garantiza, el acreedor puede exigir su anulación.

¹⁵³⁹ El derecho de oposición existe claramente en este caso. Sin embargo, la legislación sería más ágil si no existiera y, además, existen fundamentos para que no se hubiera incluido. Quizá el derecho de oposición no debería existir para aquellos acreedores que quedan vinculados a la sociedad después de la emisión de las acciones rescatables, pues los acreedores ya sabían que existían las acciones rescatables y que en algún momento iban a ser amortizados.

¹⁵⁴⁰ Nos referimos a otras medidas más rigurosas adicionales a las medidas judiciales ordinarias, que por supuesto, mantienen los titulares de las acciones rescatables.

¹⁵⁴¹ Para ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *op. cit.*, p. 510, “en el caso de que la sociedad incumpla su obligación de rescate, al socio le asistirá un derecho de separación que puede ejercerlo frente a la sociedad en los mismos términos en que lo reconoce la LSA para determinados supuestos específicos”.

¹⁵⁴² De ninguna forma puede interpretarse la aplicabilidad, en la legislación española, de la medida portuguesa sobre este tema, sino que con rotundidad hay que afirmar que necesita una norma expresa que lo recoja. *Vid. YANES YANES, P.: Las acciones rescatables en la sociedad cotizada, op. cit.*, 2004, p. 164.

¹⁵⁴³ El art. 947 Código de Comercio establece que las acciones que asisten al socio contra la sociedad, o viceversa, prescribirán por cinco años, contados desde el día señalado para comenzar su cobro, el derecho a percibir los dividendos o pagos que se acuerden por razón de utilidades o capital sobre la parte o acciones que a cada socio corresponda en el haber social.

4.3.6. Autocartera

El rescate de las acciones rescatables en España está relacionado estrechamente con la amortización de las acciones. Por eso el art. 501 TRLSC, con el título de «amortización de acciones rescatables», sigue inmediatamente al relativo al dedicado a la «emisión de acciones rescatables» (art. 500 TRLSC).

En una primera aproximación, la Ley española parece presuponer la inmediata amortización de las acciones rescatadas: el rescate de las acciones rescatables parece exigir su consiguiente amortización. Según esta interpretación, no hay rescate sin amortización¹⁵⁴⁴.

Nada impide a la sociedad poder adquirir acciones rescatables sin amortizarlas¹⁵⁴⁵, eso sí mediante el cumplimiento de los requisitos previstos sobre las propias acciones (los principales son imposibilidad de adquisición originaria, respeto al requisito previo de solvencia¹⁵⁴⁶ y al límite cuantitativo del 10% o 20% del capital social, dependiendo de si cotiza o no)¹⁵⁴⁷. El problema de la adquisición de acciones rescatables propias no es tanto si la sociedad puede adquirirlas, sino si está obligada por esa adquisición a una amortización inmediata, es decir, si es o no posible tener las acciones rescatables en autocartera¹⁵⁴⁸.

Existen dos situaciones bien distintas: una amortización derivada de un rescate obligatorio (sea quien sea quien haya comenzado el proceso de rescate) y una amortización voluntaria (producida en un momento anterior al obligatorio rescate).

En el primer caso, la amortización es una consecuencia del rescate, por lo que la adquisición de los valores por parte de la sociedad emisora nunca formará autocartera, pues las acciones rescatables se anularán como consecuencia de la necesaria disminución del capital social.

En el segundo caso, siendo como son acciones, no existe impedimento legal para que las acciones rescatables puedan adquirirse en autocartera (cumpliendo los mismos requisitos que el

¹⁵⁴⁴ Así, al menos, lo ha entendido parte de la doctrina mercantil española, entre la que destaca GARCÍA-CRUCES: “Notas en torno...”, *op. cit.* p. 953: “La amortización es una consecuencia anudada al rescate”.

¹⁵⁴⁵ Comparten esta opinión VEGA JIMÉNEZ, J.J. DE LA; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: “Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables”, *op. cit.*, p. 53.

¹⁵⁴⁶ El art. 142 TRLSC establece que “1. Mientras permanezcan en poder de la sociedad adquirente, quedarán en suspenso todos los derechos correspondientes a las participaciones propias y a las participaciones o acciones de la sociedad dominante. 2. En el patrimonio neto del balance se establecerá una reserva equivalente al importe de las participaciones o acciones adquiridas, computado en el activo, que deberá mantenerse en tanto no sean enajenadas”. El art. 146.1 TRLSC aclara que “A estos efectos, se considerará patrimonio neto el importe que se califique como tal conforme a los criterios para confeccionar las cuentas anuales, minorado en el importe de los beneficios imputados directamente al mismo, e incrementado en el importe del capital social suscrito no exigido, así como en el importe del nominal y de las primas de emisión del capital social suscrito que esté registrado contablemente como pasivo”.

¹⁵⁴⁷ Las sociedades anónimas regulan las acciones propias en los arts. 74-89 TRLSA. Las sociedades de responsabilidad limitada regulan las participaciones propias en los arts. 39-42 LSRL. Todo ello queda derogado por los arts. 134-150 y 509 TRLSC.

¹⁵⁴⁸ Ante este planteamiento, GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: “Notas en torno ...”, *op. cit.*, p. 953. se sitúa en contra de la posibilidad de existencia de autocartera: “la amortización de las acciones rescatables es una consecuencia anudada a su rescate, en tanto en cuanto el mismo supone la adquisición de esos valores por la propia sociedad emisora sin que, como consecuencia de dicha adquisición, llegue a formarse autocartera alguna, pues vendrán anuladas como consecuencia de la necesaria y derivada reducción del capital social”. Esta opinión es concordante con una corriente de pensamiento que opina que todas las adquisiciones de acciones propias presentan riesgos para los intereses de las sociedades, los accionistas, y sobre todo los acreedores sociales. *Vid.* METZGER, M.B.; MALLOR, J.; BARNES, A.; PHILLIPS, M.: *Business Law and the Regulatory Environment*, 8ª ed. Homewood, 1992, pp. 982-983. FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar’s Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, p. 189.

resto de acciones¹⁵⁴⁹) y, más tarde, se amorticen o se pongan en circulación otra vez como rescatables¹⁵⁵⁰.

En las rescatables a plazo fijado, nada obliga a entender que, por el hecho de ser rescatables, las acciones deban amortizarse antes del término final si son adquiridas por la sociedad, es decir, la sociedad puede, después de su adquisición, tenerlas en autocartera, amortizarlas o enajenarlas a un tercero que las adquirirá con las mismas condiciones de duración¹⁵⁵¹. Este supuesto sería análogo al de las obligaciones: aunque se emitan a largo plazo, pueden ser rescatadas anticipadamente si la sociedad las adquiere de los obligacionistas (art. 430 TRLSC).

En el caso de que el rescate esté definido a voluntad de la sociedad o del accionista, la situación es más complicada. Sin embargo, la voluntad declarada de comprar no implica necesariamente la necesidad de amortizar las adquiridas¹⁵⁵². Si las acciones son rescatables a voluntad de la sociedad, la emisora puede estar interesada en adquirirlas en Bolsa cuando el precio de cotización sea inferior al de rescate¹⁵⁵³. Si, por el contrario, las acciones son rescatables a solicitud del socio, éste puede estar interesado en enajenarlas en lugar de ejercitar el derecho de rescate, sobre todo, si el precio que puede conseguir en el mercado bursátil es superior al precio previsto de rescate.

En definitiva, la sociedad que adquiera sus propias rescatables, sin que esté obligado a ello, no tiene por qué proceder a su inmediata amortización independiente de quien tenga el derecho de rescate¹⁵⁵⁴. Puede ponerlas otra vez en circulación mediante su venta a un tercero que las adquiera sujetas a la cláusula de rescate. Además, como verdaderas acciones que son, las acciones rescatables pueden ser adquiridas o amortizadas por la sociedad por causas distintas de las previstas en la cláusula de rescate: cuando son adquiridas por la sociedad para tenerlas en autocartera (retirada provisional) o en ejecución de un acuerdo de amortización anticipada de las rescatables por el procedimiento de la reducción de capital social (retirada forzosa distinta de la amortización del art. 500 TRLSC).

¹⁵⁴⁹ La autocartera está regulada en los arts. 134-150 y 509 TRLSC.

¹⁵⁵⁰ Hasta la entrada en vigor de *The Companies Act 1985*, el Derecho británico prohibía la tenencia de acciones en autocartera (*treasure shares*). Hasta ese momento, la redención de las rescatables era el único supuesto en que se permitía la adquisición por la sociedad de sus propias acciones, y esto era porque iban a ser amortizadas inmediatamente. Desde su entrada en vigor, el legislador británico permite adquirir acciones propias con el cumplimiento de unos rigurosos requisitos, pero sigue sin permitirse la autocartera, pues las acciones adquiridas deben ser inmediatamente amortizadas de igual forma que las acciones rescatables cuando se rescatan (Cfr. s. 162.2, s. 160.4 y s. 160.5 *The Companies Act 1985*). En *The Companies Act 2006*, la autocartera está recogida en las ss. 658-683, que están situadas dentro de la parte 18 que regula todos los diferentes supuestos de adquisición de acciones propias [El apartado *Acquisition by limited company of its own shares* (ss. 658-737) de *The Companies Act 2006* entró en vigor el uno de enero de 2009, como puede observarse en <http://www.berr.gov.uk/bbf/co-act-2006/index.html>]. En las ss. 658-683 se establece que la empresa no podrá ejercitar los derechos intrínsecos de las acciones propias, incluido el de voto (s. 726 *The Companies Act 2006*), y que la máxima cantidad que una “*limited company*” puede poseer de acciones en autocartera es del 10% del valor emitido o del 10% del valor emitido para cada clase de acciones. “*Where a company has shares of only one class, the aggregate nominal value of shares held as treasury shares must not at any time exceed 10% of the nominal value of the issued share capital of the company at that time*” (s. 725.1. *The Companies Act 2006*). “*Where the share capital of a company is divided into shares of different classes, the aggregate nominal value of the shares of any class held as treasury shares must not at any time exceed 10% of the nominal value of the issued share capital of the shares of that class at that time*” (s. 725.2. *The Companies Act 2006*). Muy cercana a la regulación inglesa sobre acciones rescatables, se sitúa el ordenamiento irlandés; *The Companies Act 1990* (s. 209) permite la conservación de las acciones rescatables como *treasury shares*, siempre que no supere el 10% del valor nominal del capital emitido por la sociedad.

¹⁵⁵¹ Si las acciones cotizan, la adquisición puede realizarse mediante su adquisición en Bolsa.

¹⁵⁵² Aunque las acciones sean rescatables a solicitud del titular, es posible que el emisor decida la amortización forzosa anticipada con el acuerdo de la mayoría de las acciones rescatables afectadas. Cfr. art. 317 y 293 TRLSC.

¹⁵⁵³ Esto parece permitido porque nada obliga a amortizar dichas acciones, ya que puede decidir no ejercitar la amortización y ponerlas otra vez en circulación.

¹⁵⁵⁴ De todas formas, la situación a efectos de garantía frente a los acreedores ha empeorado. En la actualidad, el TRLSC no obliga a dotar una reserva indisponible por la adquisición de acciones propias, solamente debe dotarla en la compra de acciones de la sociedad dominante, lo que reduce, en el primer caso, la protección mercantil frente a los acreedores.

La situación actual, con un silencio legislativo sobre el tema, produce una cierta incertidumbre. Para tener una regulación adecuada, el legislador debería haber explicitado la posibilidad del mantenimiento de la autocartera¹⁵⁵⁵, o en caso contrario, la imposibilidad de mantenerla.

De momento, mientras que la explicitación legal llega, afirmamos que no hay ningún precepto que prohíba a la sociedad emisora tener las acciones rescatables en autocartera. La sociedad que por cualquier causa adquiera acciones rescatables no debe, necesariamente, amortizarlas inmediatamente si no es en los términos previstos sobre las propias acciones. Por tanto, la Junta puede autorizar al Consejo a adquirir derivativamente acciones rescatables¹⁵⁵⁶ y la sociedad no debe forzosamente amortizar las rescatables que adquiera en los supuestos de libre adquisición del art. 144 TRLSC.

4.3.7. Combinación con otras clases de acciones

El Derecho español no ha regulado la posibilidad de emitir clases de acciones con privilegios en dos o más derechos, para el caso concreto en que uno de ellos sea el de rescate.

No existe impedimento legal a que las empresas y grupos del mercado financiero español emitan acciones rescatables con otras diferenciaciones, como por ejemplo, acciones rescatables sin derecho de voto¹⁵⁵⁷.

Las acciones sin voto se diferencian de las acciones rescatables, tanto en el nivel de emisión, como en el de desembolso. El TRLSC establece un límite al importe nominal de las acciones sin voto que pueden estar en circulación, el cual no puede ser superior a la mitad del capital social desembolsado (art. 98 TRLSC). Las acciones sin voto, como el resto de las acciones salvo las rescatables, pueden estar desembolsadas parcialmente en su emisión, con un mínimo del 25%. Ninguna de las dos diferencias produce impedimentos para que las acciones rescatables puedan ser, además, acciones sin voto¹⁵⁵⁸.

Si se realizaran emisiones independientes de acciones rescatables y de acciones sin voto, los límites serían acumulativos (o sumativos), es decir, la sociedad puede emitir hasta el 50% del capital desembolsado de acciones sin voto¹⁵⁵⁹ y el 25% del capital suscrito de acciones rescatables.

¹⁵⁵⁵ Para explicitar la posibilidad del mantenimiento de la autocartera tenemos dos alternativas. La primera es que el Capítulo VI del Título IV del TRLSC, denominada “Los negocios sobre las propias participaciones y acciones” incorpore que “pueden ser adquiridas las acciones, incluidas las acciones rescatables”. La otra alternativa sería añadir al art. 501 TRLSC que “en el supuesto que no se amorticen inmediatamente las acciones rescatables, se aplicará el art. 148 TRLSC, mientras que el emisor las tenga en su poder. La amortización o enajenación de los títulos deberá realizarse en el plazo máximo de tres años desde que la sociedad las haya adquirido”. Preferimos la primera alternativa, por lo que a la hora de elaborar una nueva propuesta de regulación de acciones rescatables, en el apartado de conclusión, no se incluirá mención sobre la autocartera.

¹⁵⁵⁶ Vid. art. 142.1 TRLSC.

¹⁵⁵⁷ El derecho de voto no ha sido imprescindible para las emisiones de acciones rescatables en España porque, tanto la realizada por Indra, como por Agbar, tienen en sus cláusulas que los suscriptores renuncian a los derechos políticos, incluido el de voto. La posibilidad de emitir acciones sin voto y rescatables es muy importante porque es un instrumento financiero potencialmente muy interesante para el mercado, como puede observarse en el éxito de las PPR. Las PPR, emitidas fundamentalmente por intermediarios financieros, no confieren a sus titulares derecho a voto pero sí un derecho al rescate establecido desde su emisión.

¹⁵⁵⁸ El art. 383.1 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 16 de mayo de 2002 negaba la posibilidad de emitir acciones rescatables sin voto, sin embargo, en la actualidad ningún texto legal de la legislación mercantil española prohíbe su emisión.

¹⁵⁵⁹ Cfr. art. 98 TRLSC.

Si se emitieran "acciones rescatables sin voto"¹⁵⁶⁰, tendrían la calificación jurídica de acciones, sin derecho a voto, con derecho de rescate, íntegramente desembolsadas desde su suscripción y con un nominal de emisión limitado a un porcentaje del capital social. Decimos un porcentaje porque pueden existir dos interpretaciones: que ambos límites¹⁵⁶¹ sean acumulativos o que no sean acumulativos (se superponen uno sobre el otro). En las "acciones rescatables sin voto" se solapan o superponen los dos límites¹⁵⁶², por lo que debe ser aplicado el menor de ellos: el importe de las "acciones rescatables sin voto" en circulación no puede superar ni la mitad del capital social desembolsado ni la cuarta parte del capital social total¹⁵⁶³.

Por tanto, no existe impedimento legal para la emisión de "acciones rescatables sin voto" en el mercado financiero español. Como ambas emisiones tienen dos límites cuantitativos para su emisión, se debe elegir el límite que resulte más prohibitivo de los dos. Para observar cuál de ellos es el más restrictivo, analizamos una simulación contable¹⁵⁶⁴.

Una sociedad cotizada, con el siguiente balance de situación, se plantea emitir acciones rescatables sin voto por el importe máximo que permita la Ley.

¹⁵⁶⁰ Las acciones rescatables sin voto pueden ser entendidas como unas figuras independientes, compuestas a la vez por las características de acciones sin voto y acciones rescatables.

¹⁵⁶¹ Ambos límites máximos están recogidos en el art. 98 y 500 TRLSC, respectivamente, para las acciones sin voto y rescatables por separado.

¹⁵⁶² La doctrina se ha cuestionado sobre la acumulabilidad o no de ambos límites máximos, concluyendo que deben superponerse. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, p. 124, considera que deben superponerse, con el argumento de que "tratándose de normas imperativas, que limitan el quantum máximo de las respectivas emisiones, ejercen entre sí una recíproca limitación cuando los valores provenientes de una emisión presenten aquella fisonomía mixta, contribuyendo a configurar así un doble límite alternativo a la baja". MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto ..." *op. cit.*, p. 497, comparte esta interpretación: "resultando los arts. 90 (acciones sin voto) y 92 bis (acciones rescatables) normas de carácter imperativo, ambos se solapan y ejercen una recíproca limitación que hace que las acciones rescatables sin voto deban someterse al que en cada caso sea el menor de los dos límites".

¹⁵⁶³ La legislación española establece claramente ambos límites, y por lo tanto una empresa, cumpliendo el resto de requisitos, podría emitir tantas acciones sin voto y tantas acciones rescatables como sus respectivos límites legales autorizan (art. 98 y 500 TRLSC). No parece adecuada cualquier interpretación que intente compensar los límites, de forma que se acoten los niveles de emisión establecidos, ya estén basadas en que "el legislador no había tenido en cuenta este tipo de situaciones a la hora de redactar las normas", en que los "límites de emisión de acciones sin voto y acciones rescatables son heterogéneos", o en que con una emisión de estas acciones tan cuantiosa, "tanto los fondos propios como la solvencia financiera de la sociedad podría verse seriamente amenazados". *Vid.* MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto ..." *op. cit.*, pp. 497-498. El mismo autor recoge que, con la aplicación simultánea de ambos límites, es posible que una empresa emita el 50% del capital desembolsado y el 25% del capital suscrito, lo que supondría que el capital que se podría denominar "ordinario" (esto es el que no se corresponde con acciones sin voto y con acciones rescatables) sería minoritario frente al representado por las acciones sin voto y las acciones rescatables. Esta argumentación no se adapta a la realidad del mercado financiero actual. En el contexto presente, el capital de las empresas puede estar compuesto por diversas emisiones (preferentes, privilegiadas, sin voto y rescatables), y ninguna emisión debe ser considerada como ordinaria, por el contrario, todas ellas son clases que confieren diferentes derechos a sus titulares. No parece conveniente denominar acciones privilegiadas a las clases de acciones con mayor número de derechos respecto a una clase existente, ya que si posteriormente se realiza una nueva emisión, el privilegio de la anterior emisión podría ser ahora un derecho inferior frente a la nueva. Además, no en todos los casos resulta fácil a un observador decidir cuándo se encuentra ante acciones privilegiadas en términos absolutos o ante emisiones con una ventaja en un derecho y una desventaja en otro. Por ejemplo, las acciones sin voto constituyen una clase de acciones, incluso podrían denominarse acciones especiales si se acepta a otra emisión de acciones previa como ordinaria, pero difícilmente podría entenderse como acciones privilegiadas o preferentes, pues las ventajas económicas son ensombrecidas por la pérdida de voto. Por esta razón, parece más conveniente hablar de emisiones especiales en vez de privilegiadas o preferentes y, aun mejor, de diferentes clases de acciones. El término clases de acciones sólo requiere que dos emisiones tengan derechos diferentes, en contraposición a la consideración de privilegiadas o preferentes, que precisa considerar a una de las emisiones como ordinaria o normal.

¹⁵⁶⁴ Esta simulación contable está basada en el mismo supuesto del apartado 2.3.2.

ACTIVO		PASIVO	
Inmovilizado Material	11.000.000	Capital Social (1.000.000 acciones)	10.000.000
Existencias	1.000.000	Accionistas por desembolsos no exigidos	(100.000)
Tesorería	200.000	Prima de emisión	1.000.000
		Reserva legal	200.000
		Reserva voluntarias	400.000
		Deudas a largo plazo	600.000
		Deudas a corto plazo	100.000
TOTAL ACTIVO	12.200.000	TOTAL PASIVO	12.200.000

En primer lugar, observamos el límite de las acciones rescatables para, a continuación, detenernos en el de las acciones sin voto. Para analizar el límite de las acciones rescatables elegimos la alternativa capital suscrito después de la emisión, ya que es la opción que ofrece una cifra de capital rescatable emitido mayor, y cualquier otra opción dará un importe menor. El capital suscrito después de la emisión será como máximo el capital social suscrito previo a la ampliación más el 25% del capital ya ampliado¹⁵⁶⁵. Como la cifra de capital social máxima después de la emisión es 13.333.333 euros, y el capital social antes de la emisión es 10.000.000 euros, el importe del capital nominal a emitir no podrá ser superior a 3.333.333 euros.

Las sociedades de responsabilidad limitada podrán crear participaciones sociales sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital y las sociedades anónimas podrán emitir acciones sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado (art. 98 TRLSC). Para este supuesto, suponiendo que es una SA (el límite de las acciones sin voto es 50% del capital desembolsado), el capital social desembolsado es 9.900.000 euros¹⁵⁶⁶. Como la cifra de capital social máxima después de la emisión es 19.800.000 euros, y el capital social antes de la nueva emisión es 10.000.000 euros, el importe del capital nominal a emitir no podrá ser superior a 9.800.000 euros.

Como los cálculos anteriores se han realizado con la alternativa de emisión de acciones rescatables que ofrece un mayor importe, se puede afirmar que el límite relativo a las acciones rescatables siempre será inferior al límite de las acciones sin voto. Por esta razón, la emisión de "acciones rescatables sin voto" debe tener en cuenta el límite relativo a las acciones rescatables ya que es más restrictivo que el de las acciones sin voto.

Esta investigación identifica como una deficiencia legislativa el silencio sobre la posibilidad de emitir acciones rescatables sin voto. Tanto el TRLSC, como el TRLSA, deberían haber regulado su emisión (ya que las acciones sin voto ya estaban incluidas en el TRLSA). Como no existe impedimento legal para la emisión de acciones rescatables sin voto, entendemos que es posible su emisión. Sin embargo, esta solución es deficiente, ya que su emisión masiva requiere la aclaración de algunos aspectos que quedan indeterminados (lagunas legislativas). El primer interrogante es sobre la acumulabilidad o no de ambos límites máximos establecidos en el art. 98 y 500 TRLSC, respectivamente, para las acciones sin voto y rescatables por separado. El segundo interrogante se produce en el supuesto que se deban superponer los límites; en este escenario proponemos que el legislador detalle cual se debe aplicar: la mitad del capital social desembolsado o la cuarta parte del capital social total. Desde nuestra investigación proponemos las alternativas más prudentes, es decir la superposición de los dos límites y la elección del menor de los dos, el de las acciones rescatables, ya que es más

¹⁵⁶⁵ Como resolvimos en el apartado 2.2, la cantidad máxima del capital suscrito después de la emisión puede obtenerse de la siguiente ecuación: $10.000.000 + 25\%X = X$. De estos datos, se obtiene que la incógnita es, aproximadamente, 13.333.333 euros.

¹⁵⁶⁶ La cantidad máxima del capital desembolsado después de la emisión puede obtenerse de la siguiente ecuación: $9.900.000 + 50\%X = X$. Al resolver la ecuación se obtiene que X es igual a 19.800.000 euros.

restrictivo que el de las acciones sin voto. Sin embargo, es sólo una opinión a la espera de una regulación detallada de la figura.

4.3.8. Obligatoria publicidad registral del rescate

El art. 39.h de la II Directiva¹⁵⁶⁷ exige la publicidad registral de la amortización de las rescatables¹⁵⁶⁸. Por su parte, la legislación británica obliga a notificar al Registrador el rescate de las acciones, dentro del mes siguiente¹⁵⁶⁹, tras ello, el Registrador debe publicarlo en la *Gazette* (Boletín oficial de Londres)¹⁵⁷⁰. Sin embargo, el legislador español no estableció regulación al respecto. Sólo la "Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles", de 16 de mayo de 2002, está redactada de forma expresa; "deberá hacerse constar en escritura pública, que se inscribirá en el Registro Mercantil"¹⁵⁷¹.

Nuestra recomendación es que la legislación española explicita y detalle la obligatoria publicidad registral de la operación de rescate de estas acciones en dos sentidos: la reducción de capital social y la decisión de rescate¹⁵⁷².

Por un lado, los arts. 500 y 501 TRLSC deberían haber recogido que el acuerdo de reducción fuese publicado en el BORME y en un diario de gran tirada en la provincia donde esté domiciliada la empresa¹⁵⁷³. En una primera aproximación podríamos pensar es que esta recomendación solamente ayudaría a mejorar la claridad, pero no a ofrecer más transparencia, porque el conjunto de la legislación española obliga implícitamente a realizar todas las acciones anteriores; según este razonamiento, la legislación española podría haber obligado a que el acuerdo de reducción estuviese publicado en el BORME y en un diario de gran tirada en la provincia donde esté domiciliada, pero ello no es necesario¹⁵⁷⁴ ya que todos estos requisitos deben ser cumplidos por cualquier reducción de capital, y en cualquiera de los tres métodos de rescate establecidos por la legislación española se produce una reducción de capital. Sin embargo, esta primera aproximación se rompe para el caso particular de la operación acordeón, porque la sociedad que reduce capital puede prescindir de publicar el anuncio de reducción del art. 319 TRLSC cuando el capital resultante tras la operación acordeón sea igual o superior al de partida¹⁵⁷⁵. Por esta razón, proponemos que explícitamente esté recogido, en la regulación de las acciones rescatables, la obligatoria publicidad registral del acuerdo de reducción porque

¹⁵⁶⁷ El art. 39 h Segunda Directiva 77/91/CEE está enunciado para ser concordante con el art. 3 Primera Directiva.

¹⁵⁶⁸ El art. 39.h Segunda Directiva 77/91/CEE exige la publicidad registral de la amortización de las rescatables con estas palabras: "la recuperación (rescate) será objeto de publicidad efectuada según las formas previstas por la legislación de cada Estado miembro de conformidad con lo previsto en el art. 3 de la Directiva 68/151/CEE".

¹⁵⁶⁹ S. 122 *The Companies Act 1985* y s. 689 *The Companies Act 2006*. Éste último texto obliga a incluir un *Statement of capital* recogido en la s. 689(3) *The Companies Act 2006*.

¹⁵⁷⁰ S. 711(1)(h) *The Companies Act 1985* y s. 689 *The Companies Act 2006*.

¹⁵⁷¹ MINISTERIO DE JUSTICIA: *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002, art. 385.4.

¹⁵⁷² Los arts. 500 y 501 TRLSC deberían haber recogido que el rescate obligatoriamente constase en escritura pública.

¹⁵⁷³ Cfr. art. 144.2 y 165 TRLSA, art. 172 RRM, art. 82 LMV y arts. 289, 290, 315 y 319 TRLSC.

¹⁵⁷⁴ Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno al concepto ...", *op. cit.*, p. 956, quien no observa grandes problemas derivados del olvido del legislador, ya que "en España, el rescate requiere el necesario acuerdo de reducción de la cifra de capital social. Por ello el rescate y sus circunstancias gozarán de la publicidad registral prevista en el art. 144.2 del TRLSA, así como de la necesidad de publicar aquel acuerdo de reducción en el BORME y en dos diarios de gran circulación en la provincia, tal como previene el art. 165 del TRLSA". Con similar argumentación se expresa YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, p. 201.

¹⁵⁷⁵ "Es opinión pacífica de la doctrina y de la jurisprudencia que la sociedad que reduce capital puede prescindir de publicar el anuncio de la reducción del art. 156 TRLSA cuando el capital resultante tras la operación acordeón es igual o superior al de partida". Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002, p. 297.

mejoraría la claridad y transparencia del rescate de todos los tipos de acciones rescatables¹⁵⁷⁶, independientemente del método de amortización elegido.

Por otro lado, una vez advertido que la publicidad mejoraría la regulación, nos detenemos a observar el momento de realizarla. En la actualidad, la publicación del art. 319 TRLSC tiene por objeto el acuerdo de reducción de capital social realizado, en la mayoría de las situaciones, en el propio acuerdo de reducción de capital, que será muy anterior en el tiempo al rescate. La información registral sería más útil si fuese anticipada, de la misma forma que lo establecido para las PPR¹⁵⁷⁷. Por lo tanto, la redacción legal sobre las acciones rescatables mejoraría si estuviera establecido que la decisión de amortización estuviera notificada obligatoriamente por el emisor a los titulares con una antelación entre 30 y 60 días respecto a la fecha de amortización. Dicha comunicación se debe llevar a cabo ante la CNMV y mediante la publicación del anuncio en el Boletín de Cotización del Mercado Bursátil en el que cotice, así como en un periódico de difusión nacional en España.

En conclusión, los arts. 500 y 501 TRLSC deberían haber recogido que el acuerdo de reducción de capital constase en escritura pública que obligatoriamente fuese publicado en el BORME y en un diario de gran tirada en la provincia donde esté domiciliada la empresa¹⁵⁷⁸. Además, la decisión de rescate debería ser notificada obligatoriamente por el emisor a los titulares con una antelación de 30 días respecto a la fecha de amortización. La comunicación de la decisión de rescate deberá ser realizada, en todos los casos, en un periódico de difusión nacional. Adicionalmente, siempre que las acciones coticen, la comunicación se deberá también realizar ante la CNMV y mediante la publicación de un anuncio en el Boletín de Cotización del Mercado Bursátil.

4.3.9. Delegación de la emisión

En el Derecho estadounidense¹⁵⁷⁹ el encargado de emitir las clases de acciones, y por lo tanto, las acciones rescatables, es el órgano de administración. En las legislaciones europeas¹⁵⁸⁰, el órgano competente para emitir acciones rescatables es la Junta General de Accionistas. Aunque esté claro que en los países europeos, el órgano competente para la emisión es la Junta de socios, es necesario identificar la posibilidad de delegar la decisión en los administradores¹⁵⁸¹.

La legislación española no concreta el órgano social del emisor que tiene la voluntad de decidir la emisión de acciones rescatables¹⁵⁸². Parece lógico reservar la decisión a la Junta General¹⁵⁸³ porque la decisión de emitir cualquier clase de acciones es tomada en nuestro

¹⁵⁷⁶ La doctrina asume que hubiera sido preferible incluir una regulación concreta de la publicidad registral ya que con ello se favorecería la transparencia de la operación. *Vid.* YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, pp. 200-201. MARTÍN GARCÍA, J.M.: “Acciones sin voto ...”, *op. cit.*, pp. 506-515.

¹⁵⁷⁷ En las PPR la decisión de amortización debe ser notificada por el emisor a los titulares con una antelación entre 30 y 60 días respecto a la fecha de amortización. Dicha comunicación se llevará a cabo ante la CNMV y mediante la publicación del anuncio en el Boletín de Cotización del Mercado AIAF de Renta Fija, así como en un periódico de difusión nacional en España. Con esta medida se tutela adecuadamente la posición de los titulares de acciones rescatables.

¹⁵⁷⁸ Por supuesto, los arts. 500 y 501 TRLSC deberían haber recogido que el rescate obligatoriamente constase en escritura pública.

¹⁵⁷⁹ Art. 6.02 RMBCA y art. 151.a Delaware General Corporation Law.

¹⁵⁸⁰ Art. L. 228-12 Code de commerce de 1885 francés; art. 2437-sexies Codice Civile italiana y § 202 AktG alemana.

¹⁵⁸¹ La delegación de la Junta General al órgano de administración está regulado en Francia en el art. L. 225-129 Code de commerce de 1885, en Italia en el art. 2437-sexies Codice Civile italiana y en Alemania en el § 202 AktG.

¹⁵⁸² Este silencio también acontece en el Derecho británico.

¹⁵⁸³ Algunos autores opinan que en las acciones sin voto el acuerdo de emisión puede adoptarse en Junta General, ordinaria o extraordinaria, e incluso en sede de Junta Universal. *Vid.* MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: “Las acciones sin voto”, *op. cit.*, 1989, pp. 7-13. Sin embargo, otros autores han afirmado que no puede utilizarse la Junta Universal para crear una clase de acciones, como son las acciones sin voto. *Vid.* MUÑOZ, J.M.: Junta Universal y acciones sin voto, *La Ley*, nº 3519, 1994, pp. 1 y ss. Ante la disparidad de

ordenamiento por la Junta General de Accionistas¹⁵⁸⁴. Además de este argumento, la competencia de la Junta General de Accionistas está apoyada y avalada por tres razonamientos: la emisión de acciones rescatables supone una reordenación de la estructura financiera¹⁵⁸⁵, es una figura que comparte muchas características con la emisión de obligaciones convertibles¹⁵⁸⁶ y, además, toda emisión de acciones rescatables supone una posterior reducción de capital, ejecutada en el momento de rescate¹⁵⁸⁷. Siguiendo esta línea argumental, como el TRLS reserva la reordenación de la estructura financiera, la emisión de obligaciones convertibles y la reducción de capital a la decisión de la Junta General de accionistas de la sociedad, es éste órgano el que tiene la potestad de emitir acciones rescatables¹⁵⁸⁸.

Estas ideas coinciden con las propuestas de reformas legislativas pretéritas y futuras. Respecto a las reformas pasadas, la Comisión General de Codificación¹⁵⁸⁹, con ocasión de la reforma de la LRLMV establecía en 1998 que el órgano de administración podía tener la decisión de la emisión de acciones preferentes. Este intento de regulación fue rechazado por la Sección segunda de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, al especificar que “el acuerdo de emisión de acciones preferentes es competencia de la Junta General, la cual debe determinar concretamente el privilegio que se otorga y los demás requisitos de la emisión”, y se fundamentaba lo anterior en que si la decisión la tuviesen los administradores “se modificaría sustancialmente el Derecho vigente, otorgando amplísimos poderes a los administradores, posibilidad que resultaba peligrosa”. Respecto a las reformas legislativas pendientes, la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 16 de mayo de 2002 establece que el acuerdo de emisión de las acciones rescatables deberá ser adoptado por la Junta General de Accionistas¹⁵⁹⁰.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, y ante el silencio legislativo, nuestra investigación concluye que la decisión de la emisión deba ser tomada por la Junta General¹⁵⁹¹. Esto sólo es una opinión, el legislador debería haber explicitado el órgano social con la capacidad para emitir las acciones rescatables.

opciones, lo que tenemos claro es que debe ser tenido en cuenta el mismo criterio para las acciones sin voto y para las acciones rescatables, pues ambas son clases de acciones. El acuerdo de emisión de acciones rescatables puede adoptarse en Junta General, ordinaria o extraordinaria, e incluso en sede de Junta Universal, siempre cumpliendo los requisitos que cada clase de Junta exija. *Vid.* CHAMORRO: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, p. 330.

¹⁵⁸⁴ La atribución competencial de la emisión a la Junta de socios es compartida por la doctrina. *Vid.* YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, p. 201. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma ...”, *op. cit.*, pp. 34-35. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, p. 330. Si acaso algunos como FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, p. 230, lo amplían al mismo nivel (aunque reconocen que cuando la competencia es de la Junta es el supuesto “normal”) que el Consejo de Administración.

¹⁵⁸⁵ *Vid.* GARCÍA-CRUCES J.A.: “Notas en torno al concepto ...”, *op. cit.*, pp. 931-933, quien advierte que la creación de nuevas clases privilegiadas de acciones (como son las acciones rescatables) supone una reordenación de la estructura financiera.

¹⁵⁸⁶ *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma de la sociedad cotizada”, *op. cit.*, pp. 34-35, quien asimila la emisión de acciones rescatables a la emisión de obligaciones convertibles.

¹⁵⁸⁷ *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Las acciones rescatables o redimibles”, *La Ley*, tomo IV, 1990, p. 1171-1172, quien advierte que toda emisión de acciones rescatables supone una posterior reducción de capital, ejecutada en el momento de rescate.

¹⁵⁸⁸ Estos tres argumentos han sido interpretados por MARTÍN GARCÍA, J.M.: “Acciones sin voto ...”, *op. cit.*, pp. 5076-508, como argumentos contrarios a la delegación amplia (capital autorizado). Éstos son argumentos a la concesión de la potestad de emisión de acciones rescatables a la Junta independientemente que se pueda o no delegar. Por ejemplo, más adelante, FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, p. 301, deja clara su postura sobre la delegación: “Me parece lícito que por el mecanismo del capital autorizado del art. 153.1.b) LSA se delegue en los administradores la facultad de acordar la emisión de rescatables”.

¹⁵⁸⁹ Comisión General de Codificación: 1998, art. 114.7 LMV.

¹⁵⁹⁰ *Vid.* MINISTERIO DE JUSTICIA: *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002, art. 384.2.

¹⁵⁹¹ Todas las acciones rescatables emitidas en España, después de la LRLMV, han sido emitidas con un acuerdo de la Junta General de Accionistas. Así ha ocurrido con Campofrío en un acuerdo de la Junta el 30 de junio de 2000 (Folleto de emisión p. II.1), con Indra en un acuerdo de la Junta el 12 de junio de 2000 (Folleto de emisión p. II.3 y 4), con Agbar en un acuerdo de la Junta de fecha 25 de mayo de 2001 (Folleto de emisión pp. II.1 y II.10) y con Sogecable en un acuerdo de la Junta celebrada el 27 de abril de 2005 (Folleto de emisión p. II.3).

Por otro lado, la legislación española tampoco concreta si es posible la delegación a favor de los administradores¹⁵⁹². Partiendo de que la competencia para la emisión es de la Junta de accionistas, el art. 297 TRLSC establece la posibilidad de delegar en los administradores determinadas facultades para ejecutar la ampliación de capital. Es imprescindible identificar si es posible, en el caso concreto de la emisión de acciones rescatables, la delegación a favor de los administradores¹⁵⁹³.

El TRLSC no incorpora regulación sobre la posibilidad de delegación en la emisión de acciones distintas a las ordinarias, lo que provoca dudas sobre su posible utilización. Las dudas se acentúan si observamos las legislaciones anteriores a la actual, donde al silencio del TRLSA, le precede el art. 96 LSA de 1951, que requería que las acciones emitidas en virtud del capital autorizado tuvieran carácter ordinario: "deberán realizarse dentro del plazo máximo de cinco años (...) y mediante la emisión de acciones ordinarias". Tenemos, por tanto, silencio legal precedido de la imposibilidad de realizar delegación de emisiones privilegiadas.

Ante las dudas sobre si la delegación en los administradores es o no posible para emitir clases de acciones¹⁵⁹⁴, existen argumentos a favor y en contra de tal posibilidad. Las opiniones presentan matices según se refieran a los tres tipos posibles de delegación¹⁵⁹⁵: la delegación estatutariamente autorizada, la delegación amplia (o capital autorizado) del art. 297.1.b TRLSC y la delegación simple del art. 297.1.a TRLSC.

El primer método, la delegación estatutariamente autorizada¹⁵⁹⁶, consiste en que el órgano de administración acuerde el aumento de capital, con emisión de acciones rescatables, previa autorización estatutaria. Esta delegación está recogida en el art. 25.2 II Directiva, aunque no en el art. 297.1 TRLSC. El análisis de este tipo de delegación está justificado por el reconocimiento doctrinal¹⁵⁹⁷. La ausencia de regulación no es razón para silenciarlo ya que tampoco está previsto ninguno de los otros dos métodos para las emisiones de acciones rescatables.

El segundo tipo de delegación está recogido en el art. 297.1.b TRLSC. Ha recibido diversas denominaciones doctrinales¹⁵⁹⁸, las más representativas son delegación amplia¹⁵⁹⁹ o capital autorizado¹⁶⁰⁰.

¹⁵⁹² En Estados Unidos se permite la más amplia de las delegaciones, pues la sección 6.02 RMBCA establece que la *stock corporation* puede delegar en el *Board of Directors*, siempre que cumplan la citada sección; en este caso los administradores determinarán las preferencias, derechos y limitaciones de todas las clases de acciones, incluidas las rescatables. Estas clases de acciones son conocidas en la práctica como *blank shares*.

¹⁵⁹³ La Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 16 de mayo de 2002 establece que al acordar la modificación estatutaria para la emisión de acciones rescatables, la Junta podrá delegar en los administradores la determinación de la fecha en que puede llevar a efecto la emisión dentro del plazo máximo de un año. *Vid. MINISTERIO DE JUSTICIA: Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002, art. 384.3.

¹⁵⁹⁴ La Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 16 de mayo de 2002 establece que la junta podrá delegar en los administradores la determinación de la fecha en que pueden llevar a efecto la emisión dentro del plazo máximo de un año. *Vid. MINISTERIO DE JUSTICIA: Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002, art. 384.3.

¹⁵⁹⁵ El análisis de los tres tipos de delegación puede observarse con detalle en YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, pp. 135-138.

¹⁵⁹⁶ Esta modalidad de delegación es denominada "aumento estatutariamente autorizado". *Ibidem*, p. 138.

¹⁵⁹⁷ Solamente YANES ha respaldado la posibilidad de esta delegación para las acciones rescatables, ya que el resto de autores la han obviado. Para analizar la viabilidad general del método, léase SACRISTÁN REPRESA, M. "El aumento de capital: modalidades, requisitos, el aumento de capital con nuevas aportaciones dinerarias y no dinerarias", en ALONSO UREBA y otros (coord.) *Derecho de sociedades anónimas*, III-1, Madrid, 1994, pp. 268-270. Para la posibilidad de incluirlo en la emisión de acciones rescatables, consultar YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, p. 201.

¹⁵⁹⁸ Ambas denominaciones parecen adecuadas. La terminología capital autorizado tiene un claro origen histórico, ya que aunque no esté recogido en el art. 297 TRLSC ni en el art. 153 del TRLSA, sí aparecía en el viejo art. 96 de la LSA de 1951.

¹⁵⁹⁹ *Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables"*, *op. cit.*, pp. 506-508.

¹⁶⁰⁰ *Vid. YANES YANES, P.: Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, p. 137. MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables", *op. cit.*, pp. 506-508.

La doctrina presenta muchas dudas sobre la posibilidad de delegación amplia (capital autorizado) en las acciones rescatables, existiendo argumentos a favor¹⁶⁰¹ y en contra¹⁶⁰². Debe entenderse que es válida ya que en las limitaciones legales de la delegación no figura ninguna restricción en función de la clase de acciones, al contrario que lo establecido en la LSA de 1951, donde se rechazaba expresamente la posibilidad de delegación para crear clases de acciones¹⁶⁰³. Eso sí, es absolutamente imprescindible que en el acuerdo delegatorio de la Junta esté contemplado expresamente que la emisión es o puede ser rescatable¹⁶⁰⁴.

Tras un análisis general, es necesario detenerse en un supuesto particular, la posibilidad de creación de privilegios accionariales por capital autorizado si existieran previamente acciones privilegiadas. Las dudas parten del art. 293 TRLSA, donde se establece que si existen acciones privilegiadas, la creación de nuevas acciones privilegiadas requeriría el acuerdo favorable de la Junta especial formada por los antiguos titulares de privilegios¹⁶⁰⁵. Esta limitación no tendría

¹⁶⁰¹ Entre los partidarios de la utilización del capital autorizado en las acciones rescatables destacan: ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad ...", *op. cit.*, p. 34; MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto ...", *op. cit.*, pp. 506-507; FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, p. 230; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: "El capital autorizado", en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III-1º, "Modificación de Estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones", Madrid, 1994, p. 227; GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, p. 4. *Vid.* YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, p. 137.

¹⁶⁰² El principal argumento para no admitir esta delegación tiene su origen en que es la alternativa más prudente. Así lo ha entendido SÁNCHEZ ANDRÉS: "Las acciones", *op. cit.*, pp. 299 y 300, al afirmar que "la ausencia de elementos imperativos que permitan despejar indubitadamente la incógnita acerca de si el legislador prefirió liberalizar la emisión de acciones preferentes o dio definitivamente por rechazada la posibilidad de atribuir preferencias en tales casos, aconseja una actitud conservadora, y hasta continuista, que se justificaría ... en el supuesto de capital autorizado por la conveniencia de dejar en manos del órgano administrativo la creación de unas preferencias que, vista la decisión general del legislador de someterlas a los requisitos de la modificación de estatutos, más bien parece ser asunto reservado a la decisión de la Junta General". Por último, el autor concluye excluyendo la posibilidad de emitir acciones privilegiadas (y por tanto rescatables) mediante la técnica de capital autorizado, basándose en que "la materia de acciones privilegiadas se enmarca más bien en una orientación restrictiva u contraria, dirigida precisamente a dificultar preferencias, que no a liberalizar la configuración de privilegios". *Ibidem.*, pp. 300 y 301.

¹⁶⁰³ Si el TRLSA y el TRLSA eliminan la prohibición establecida en la LSA es porque es posible realizarla ahora. Los autores favorables a la delegación identifican el silencio legislativo como una posibilidad aplicable, por ejemplo, para ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, p. 34, "no habría ningún problema en admitir que podría llevarse a cabo por el órgano de administración mediante la oportuna autorización de la junta, dado que entre los límites legales del capital autorizado no figura ningún elemento relativo a la clase de acciones".

¹⁶⁰⁴ *Vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *op. cit.*, p. 4, quien también cree posible la delegación, siempre que incluya la referencia expresa de que será realizada la operación por medio de acciones rescatables: "debe estimarse que la eventual facultad del órgano de administración para emitir acciones rescatables ni siquiera se plantea cuando el acuerdo de delegación adoptado por la junta general sea genérico y no contemple expresamente la posibilidad de dotar de naturaleza redimible a las acciones que puedan llegar a emitirse (exigencia está insoslayable, pues a falta de autorización expresa no parece que los administradores puedan servirse del capital autorizado para crear una nueva clase de acciones, como podrían ser las acciones rescatables, aportando innovaciones en relación al contenido de derechos de las preexistentes y alterando la composición cualitativa de la estructura del capital de la sociedad emisora). Pero cumpliéndose esta condición, no parecen existir obstáculos sustanciales que intervengan en contra de esta posibilidad de delegación". Las condiciones restrictivas para poder delegar la emisión son también analizadas por MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto ...", *op. cit.*, pp. 506-507, para quien "la validez de la técnica del capital autorizado en cuanto a la emisión de acciones rescatables debe partir del cumplimiento de dos condicionantes sin los que no sería viable: en primer lugar, la imposibilidad de que el órgano de administración pueda excluir los derechos de suscripción preferente asociados a la emisión de las nuevas acciones rescatables, pues ello conllevaría la creación de una nueva clase de acciones, a la que no tendrían acceso los accionistas existentes con carácter previo al referido acuerdo, resultando de aplicación lo dispuesto en el art. 148 TRLSA; y en segundo lugar, la exigencia de que el acuerdo delegatorio de la Junta faculte expresamente al órgano de administración para emitir acciones rescatables, exigencia que debe requerirse, en nuestra opinión, para que mediante esta técnica, el órgano de administración pueda emitir acciones con cualquier tipo de privilegio o que constituya una clase distinta".

¹⁶⁰⁵ Esto ha llevado a algunos autores a concluir que "no parece acertado admitir la posibilidad de creación de privilegios accionariales mediante la técnica del capital autorizado si existieran previamente acciones privilegiadas". *Vid.* GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno al concepto...", *op. cit.*, pp. 945 y 946. De la misma forma otros autores comparten que, en caso de existir previamente clases de acciones, no se podría emitir clases de acciones vía capital autorizado al afirmar que "si existen en la sociedad otras clases de acciones ... sólo se podrán

efecto si la Junta especial emitiera su acuerdo favorable una vez sea adoptada la decisión de aumento del capital por parte de los administradores¹⁶⁰⁶. Si existiese delegación a los administradores para emitir una clase de acciones, debería existir derecho de suscripción preferente de los accionistas que podrían verse perjudicados con la creación de la nueva clase de acciones, salvo que este derecho haya sido excluido por ser una sociedad cotizada¹⁶⁰⁷. Si tras la delegación, el órgano de administración acuerda la emisión de una clase de acciones que lesione los derechos de las clases existentes, debe contar con la aprobación de la mayoría de los accionistas titulares de las acciones cuya clase se ve perjudicada¹⁶⁰⁸.

El tercer supuesto es la delegación incluida en el art. 297.1.a TRLSC. Esta delegación también ha recibido diversas denominaciones doctrinales, siendo las más representativas delegación simple¹⁶⁰⁹ o delegación para completar el acuerdo de la Junta¹⁶¹⁰. Esta tipología de delegación presenta muchos menos problemas, tanto que podemos afirmar que es totalmente factible la delegación simple establecida en el art. 297.1 TRLSC para emitir acciones rescatables¹⁶¹¹.

Para cualquiera de los tres métodos, la delegación no podrá invadir los aspectos que son competencia exclusiva de la Junta¹⁶¹², y que para el caso concreto de las acciones rescatables son las "condiciones y modalidades de la recuperación"¹⁶¹³ que establece la II Directiva¹⁶¹⁴.

En el tema de la delegación de la emisión, la redacción de la legislación española es deficiente en dos aspectos. En primer lugar, debería especificar si la voluntad de la emisión es de la Junta General de accionistas o del Consejo de Administración. En segundo lugar, en el caso que la voluntad sea de la junta de socios, la ley debería especificar si es posible la delegación a los administradores. Este aspecto es fundamental y su regulación tendría que ser muy concreta, el legislador debería especificar cuál de los tres tipos de delegación son utilizables. Para resolver las dudas planteadas, la legislación española debe establecer una redacción que, de forma expresa, permitiera o prohibiera las diferentes formas de delegación en la emisión de las acciones rescatables, porque en el caso de que se pudiera realizar la delegación, el procedimiento sería más flexible, y es posible que los emisores eligieran las

emitir acciones ordinarias". Vid. AGUILERA RAMOS: "Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas, en AA.VV., en Derecho de Sociedades Anónimas, t. 11, vol. I (Capital y acciones), Madrid, 1994, p. 168.

¹⁶⁰⁶ Así lo han entendido BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las clases de acciones ...", *op. cit.*, 1994, p. 213. ROJO, A.: "El acuerdo de aumento de capital de la Sociedad Anónima", Estudios en Homenaje a Menéndez Menéndez, t. II, Madrid, 1995, pp. 2350 y 2351. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, *op. cit.*, pp. 262 y ss.

¹⁶⁰⁷ Vid. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: "El capital autorizado", en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas III, Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital, obligaciones*, Vol. I, Civitas, Madrid, 1994, pp. 226 y ss.

¹⁶⁰⁸ Vid. CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, pp. 267-268.

¹⁶⁰⁹ Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto y acciones rescatables", *op. cit.*, pp. 506-508.

¹⁶¹⁰ Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, pp. 136-137.

¹⁶¹¹ Sin duda, es la clase de delegación que menos problemas a observado la doctrina. "La facultad de señalar la fecha de ejecución del acuerdo de ampliación previamente acordado por la Junta General, así como todo aquello no previsto en dicho acuerdo, parece que no choca con las premisas ... de la emisión de acciones rescatables". Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: "Acciones sin voto ...", *op. cit.*, p. 508. En concreto, "si el acuerdo adoptado por la junta de accionista contiene o permite determinar los requisitos mínimos del acuerdo de reducción preordenado a la amortización de las rescatables sin que ningún extremo esencial haya de ser exigir ulterior determinación, la ejecución puede ser confiada a los administradores". Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, p. 302.

¹⁶¹² Los aspectos que son competencia exclusiva de la Junta son denominados por YANES "requisitos esenciales" del acuerdo del aumento. Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, pp. 136-137.

¹⁶¹³ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, p. 137, quien denomina "bases de rescate" al concepto "condiciones y modalidades de la recuperación" establecido en la Segunda Directiva 77/91/CEE "para utilizar una expresión análoga de la utilizada para regular la emisión de obligaciones convertibles en el art. 292.1 LSA".

¹⁶¹⁴ Esta idea es compartida por FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, pp. 230-232, y YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, pp. 136-137.

acciones rescatables como instrumentos de financiación más frecuentemente de lo que lo están haciendo en estos momentos.

Profundizando más, el silencio legislativo debería dejar paso a una regulación detallada que, basándose en lo útil que sería para la gestión de la sociedad, debería permitir las tres modalidades de delegación.

Mientras que la regulación expresa y detallada llega, interpretamos que la voluntad de la emisión es de la Junta General de Accionistas y que no existen impedimentos legales a la utilización de los tres tipos de delegación (la delegación amplia requiere que en el acuerdo delegatorio de la Junta esté contemplado expresamente que la emisión es o puede ser rescatable), pues ningún precepto legal lo contradice. Lo anterior es sólo una opinión, aunque por supuesto somos conscientes que las opiniones generalizadas no son tan unánimes. Buscando el consenso podemos afirmar que la emisión de acciones rescatables en España debe ser acordada por la Junta General de accionistas, necesitando la consiguiente modificación estatutaria para incrementar el capital social. Este órgano puede establecer el acuerdo de emisión con todas las características fijadas y determinadas excepto el plazo, dejando al arbitrio del Consejo de Administración el momento de llevarlo a cabo. Esta delegación simple parece estar admitida, pero el legislador mercantil español debería explicitar si la delegación estatutariamente autorizada y el capital autorizado también son aplicables.

4.3.10. Delegación del rescate

La legislación española, al igual que el art. 39 Segunda Directiva 77/91/CEE UE, no concreta el órgano social del emisor que tiene la voluntad para iniciar el rescate (siempre que la sociedad posea la potestad), ni tampoco si es posible la delegación de la Junta a los Administradores. La laguna legislativa provoca que sea necesario indagar para identificar: el organismo social que debe iniciar el rescate en el supuesto que la sociedad tenga derecho a ello, si el Derecho español permite la delegación en el rescate para el caso concreto de las acciones rescatables y, en caso que se admitiera, si es válida la delegación amplia y/o la delegación simple.

En el ordenamiento estadounidense, la decisión del rescate debe ser tomada por el Consejo de Administración, mientras que en los países del área continental, la decisión es a cargo de la Junta de Accionistas¹⁶¹⁵. En España, parece más adecuado reservar la decisión a la Junta General¹⁶¹⁶, además de por analogía con las normativas europeas de su entorno, porque el procedimiento de rescate está muy unido a una decisión que en nuestro ordenamiento debe tomar la Junta General de Accionistas: la reducción de capital. Además, el rescate de acciones rescatables requiere la consiguiente modificación estatutaria para reducir el capital social, operación reservada a la Junta General de accionistas en la legislación española. Por último, la constitución de una reserva, en el caso de realizar el rescate con cargo a beneficios o reservas disponibles, es competencia reservada a la Junta General.

Aceptando que la decisión de rescate deba ser tomada por la Junta General¹⁶¹⁷, la legislación española no concreta si es posible la delegación del rescate a favor de los administradores¹⁶¹⁸.

¹⁶¹⁵ Entre los países del área continental que reservan el rescate a la Junta General, indicamos los que más rotundamente lo han afirmado: Francia (art. 269.8 Ley de Sociedades Comerciales) e Italia (art. 341 Código de Sociedades Comerciales).

¹⁶¹⁶ Relacionado con el apartado anterior, también se podría argumentar que si la emisión es realizada por la Junta, lo lógico sería pensar que el rescate debe ser también decidido por el mismo organismo. ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía nº 23, Revista de Derecho de Sociedades, 2004, p. 299, afirma que el órgano competente de la emisión es la junta general, basado en que junto al acuerdo de emisión de acciones se debe adoptar el correlativo acuerdo de reducción de capital.

¹⁶¹⁷ Si la decisión del rescate debe ser tomada por la Junta General, con toda seguridad la decisión de emisión debe ser tomada por la Junta. La alternativa más económica es acordar los mismos acuerdos en la misma Junta. La posibilidad de adoptar ambos acuerdos de forma simultánea se contempla de forma expresa en el art. 384.2 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles.

En la legislación española, la delegación a los administradores se encuentra regulada explícitamente para el incremento de capital (art. 297 TRLSC), pero no para la reducción de capital¹⁶¹⁹.

Un problema a resolver, por tanto, es conocer si, basándonos en la analogía¹⁶²⁰ con la delegación en los incrementos de capital¹⁶²¹, es posible utilizar en España¹⁶²² la delegación (tanto amplia como simple) en la disminución de capital social¹⁶²³.

Evidentemente, para el rescate de las acciones rescatables, únicamente se debería admitir la delegación simple, siendo imposible utilizar la delegación amplia¹⁶²⁴. Esto supone que la delegación es posible, pero con condiciones¹⁶²⁵. Para que se pueda delegar en los

¹⁶¹⁸ La s. 685 *The Companies Act* establece que los administradores de una *company limited by shares*, tanto *public como private*, pueden determinar los términos, condiciones y manera de proceder a la redención de acciones si son autorizados a hacerlo así por los *articles* de la compañía o una resolución de la misma.

¹⁶¹⁹ Art. 318 TRLSC y art. 164.1 TRLSA. Lo mismo ocurre en el Derecho comunitario, como puede observarse en el art. 30 de la II Directiva.

¹⁶²⁰ La aplicación de la analogía de Ley supone que las normas jurídicas no contemplen un supuesto específico, pero regulen otro semejante, apreciándose entre ambos identidad de razón. Jurídicamente analogía consiste en aplicar a un supuesto carente de regulación la solución que el ordenamiento da a un supuesto similar.

¹⁶²¹ Vid. GARCÍA-CRUCES: "Notas en torno...", *op. cit.*, pp. 949-950, quien analiza la posibilidad de delegación desde la comparativa del hecho con la regulación española de la adquisición derivativa de acciones propias. El autor observa que "el acuerdo de emisión de las acciones rescatables tendría el significado -salvando las distancias- de acuerdo autorizador, similar al dispuesto en el art. 75.1º LSA y que, por supuesto, no impediría la competencia de los administradores en orden al rescate. Ahora bien no debe olvidarse que, junto con los controles que con carácter general se disponen sobre la actuación administrativa, la Junta General desplegaría también una importante actividad en orden a la efectividad del rescate, pues si empresa va a mediar un acuerdo social de reducción de la cifra de capital, que hace eficaz la pretendida amortización de estos valores". Vid. GARCÍA CRUCES: "Notas en torno...", *op. cit.*, p. 933, quien resuelve más adelante que "a diferencia de lo que ocurre con los acuerdos de ampliación de la cifra de capital, no es posible delegar en los administradores la competencia en orden a la reducción de tal cifra".

¹⁶²² Solamente para el supuesto de la emisión, la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 16 de mayo de 2002 establece que al acordar la modificación estatutaria para la emisión de acciones rescatables, la Junta podrá delegar en los administradores la determinación de la fecha en que puede llevar a efecto la emisión dentro del plazo máximo de un año. Vid. MINISTERIO DE JUSTICIA: *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002, art. 384.3. Pero el pronunciamiento respecto a la emisión de acciones rescatables se convierte en silencio para la delegación de rescate de la figura.

¹⁶²³ Parte de la doctrina opina que no es delegable el rescate en los administradores. Vid. SÁNCHEZ DE MIGUEL, M^a.C. "Reducción del capital social: modalidades y requisitos", en ALONSO UREBA y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas*, III-2, Madrid, 1994, 778. GARCÍA CRUCES J.A.: "Notas en torno al concepto ...", *op. cit.*, p. 933. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, 2004, p. 198.

¹⁶²⁴ La imposibilidad de aplicar la delegación amplia (capital autorizado), en la reducción de capital social, es compartida por un gran número de autores de reconocido prestigio. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables ...", *op. cit.*, pp. 1171-1172. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, p. 302. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "Las acciones", en URÍA; MENÉNDEZ; OLIVENCIA, *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV; vol. 1, Madrid, 1993, pp. 299 y 300. Vid. ZUBIRI DE SALINAS, M.: "Las acciones rescatables... *op. cit.*", pp. 124 y ss. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno...", *op. cit.*, p. 933. GARCÍA CRUCES J.A.: "Notas en torno al concepto ...", *op. cit.*, pp. 931-933. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, pp. 34-35.

¹⁶²⁵ Únicamente es posible delegar en los administradores si el acuerdo adoptado por la junta general de accionistas contiene, o permite determinar, los requisitos mínimos del acuerdo de reducción, sin que ningún extremo esencial haya de exigir posterior determinación. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "Las acciones rescatables ...", *op. cit.*, pp. 1169-1170. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, p. 302. FERNÁNDEZ ARMESTO, J.; DE CARLOS BERTRÁN, L.: *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992, p. 464. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, p. 6. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, pp. 34,35 y 41.

administradores la ejecución del rescate, es necesario que, con anterioridad¹⁶²⁶, estén determinadas por la Junta General de accionistas las condiciones y modalidades del rescate¹⁶²⁷.

La utilización de la delegación simple tiene muchas ventajas. Para el supuesto concreto de las acciones rescatables, la delegación de rescate tiene una doble dimensión: la fijación de la fecha de rescate de las acciones rescatables, siempre en la forma y términos previstos por la Junta de socios, y el establecimiento de la fecha rescate si es a opción de la sociedad. La elección del momento de realizar las dos operaciones, por parte del administrador, proporciona a la sociedad una mayor flexibilidad y un mayor aprovechamiento de ambas operaciones en el mercado financiero, al ser decididas por los sujetos que administran el día a día de la sociedad¹⁶²⁸.

El problema analizado anteriormente, sobre si la emisión de acciones rescatables debe ser obligatoriamente acordada por la Junta, está directamente relacionado con otro: conocer si este acuerdo implica la autorización de la reducción de capital posterior, o es necesario otro acuerdo.

Gran parte de la doctrina considera que la reducción de capital es acordada simultáneamente a la emisión de acciones rescatables¹⁶²⁹. Para su ejecución no es menester otro nuevo acuerdo de la Junta si las condiciones de la reducción resultan perfectamente determinadas en la emisión de las rescatables, bastando para ello la actuación de los administradores. Este argumento se basa en que la condición de rescatable implica necesariamente en España una reducción del capital (no existe un mecanismo de amortización sin reducción)¹⁶³⁰. Sin embargo, la alternativa anterior no es aceptada por otra parte de la doctrina porque supondría un acuerdo social de reducción de capital con efectos en el futuro, e incluso en algunos casos sin determinar cuáles serían las condiciones patrimoniales que tendría

¹⁶²⁶ El art. 384.3 de la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 16 de mayo de 2002 se refiere a una delegación de los administradores a partir de un acuerdo autorizador de la Junta en la que se recojan con detalle todas las condiciones de emisión y rescate de las acciones rescatables.

¹⁶²⁷ Esto es compartido por FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones ...*, *op. cit.*, p. 301, con las siguientes palabras: “Para que pueda delegarse en los administradores la ejecución del rescate mediante la oportuna reducción de capital es preciso que antes estén determinadas por la junta de accionistas las bases de rescate”.

¹⁶²⁸ El argumento para considerar posible esa delegación es basarse en las soluciones propuestas por el legislador para las obligaciones convertibles (art. 414.1 TRLS): la sociedad emisora, en el momento de la emisión de las acciones rescatables, deberá aprobar, por mediación de la Junta General, la reducción del capital social que se producirá cuando se rescaten las acciones. Por su parte, y por analogía con las obligaciones convertibles, el órgano social de administración quedará facultado, por delegación, para ejecutar el acuerdo de reducción en la forma y términos previstos por las condiciones de la emisión y, en su caso, decidir la fecha de rescate si es a opción de la sociedad.

¹⁶²⁹ Estos autores consideran que “en el acuerdo de la Junta General de emisión de acciones rescatables se entiende comprendido el de reducción de capital en la medida necesaria para el reembolso de acciones”. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: “Las acciones rescatables o redimibles”, *op. cit.*, p. 1171. Incluso algún autor afirma que el acuerdo social de emisión de rescatables lleva implícito, “encriptado”, otro acuerdo social: el de amortización de las mismas acciones. *Vid.* GARCÍA CRUCES J.A.: “Las acciones rescatables”, *La Ley*, 24 de mayo, 1999. No son las únicas, son numerosas las opiniones en el mismo sentido. *Vid.* FERNÁNDEZ ARMESTO, J.; DE CARLOS BERTRÁN, L.: *El Derecho del mercado financiero*, Madrid, 1992, p. 464. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Las acciones rescatables”, *op. cit.*, 1999, p. 6. VICENT CHULIA, F.; SALINAS ADELANTADO, C.: “Derecho de sociedades y mercado de valores”, *La Ley*, 21 de abril, 1999, pp. 1957-1965. URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. Y GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “La sociedad anónima: la acción en general” en *Curso de Derecho Mercantil*, I, Civitas, 1999, 815-837. MANZANO ARENAS, R.: *Aumento y reducción de capital en sociedades anónimas*, CISS, Valencia, 1999, p. 274. ALONSO LEDESMA, C.: “La reforma ...”, *op. cit.*, 1999, pp. 34, 35 y 41. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2004, pp. 198 y 199. ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía nº 23, Revista de Derecho de Sociedades, 2004, p. 298-299. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, p. 348. Es necesario resaltar que ARMESTO y DE CARLOS realizaron sus comentarios antes de la LRLMV, mientras que el resto opinan tras esa regulación.

¹⁶³⁰ El argumento también está apoyado en un procedimiento similar como es la separación de socios. “En el acuerdo de la Junta General de sustitución del objeto o de transferencia al extranjero del domicilio social se entenderá comprendido el de reducción de capital en la medida necesaria para el reembolso de acciones”. *Vid.* art. 161.1 RRM. De la misma forma, también se asemeja a la solución dada por el legislador al prever la emisión de obligaciones convertibles, consciente de la necesidad de aumentar capital en un futuro para atender las eventuales conversiones. *Vid.* art. 494.1 TRLS.

en la sociedad, cuando nuestra legislación vincula dichos acuerdos a un pronunciamiento presente en razón de circunstancias actuales y no futuras¹⁶³¹.

Las anteriores opiniones doctrinales han identificado, como una única cuestión, el problema de conocer si el acuerdo de emisión implica la autorización a los administradores para realizar una reducción de capital posterior, o es necesario otro acuerdo. Sin embargo, son dos problemas diferentes. El primero es identificar si un acuerdo de la empresa emisora es suficiente o se necesitan dos acuerdos independientes: uno de rescate y otro de emisión. El segundo es conocer si la decisión de la emisión y del rescate es tomada, dentro de la empresa emisora, por la Junta o por los administradores.

Nuestra recomendación es que la legislación española explicita la amplitud de la delegación de rescate, el órgano social responsable de iniciar el rescate y los aspectos concretos de los procedimientos de rescate. El legislador debería haberse pronunciado sobre el órgano social que tiene la iniciativa de comenzar el rescate, en el supuesto de que este sea la junta de socios debería identificar la posibilidad de delegación simple y amplia y, además, debería establecer el número de acuerdos que deben ser tomados por el emisor para emitir y recuperar las acciones (uno de rescate y otro de emisión, o simplemente uno para ambas operaciones). Mientras que no exista esa redacción sólo existen opiniones.

La opinión de nuestra investigación es que en España parece más adecuado reservar la decisión de rescate a la Junta General, pero que sería ventajoso para los emisores que el legislador permitiese la delegación a favor de los administradores para que realizaran el rescate. La Junta General de Accionistas podría establecer el acuerdo de rescate con todas las características fijadas y determinadas excepto el plazo, dejando al arbitrio del Consejo de Administración el momento de llevarlo a cabo. Conceder la competencia a los administradores está plenamente justificada, ya que son los que realizan la labor de gestionar el día a día de la sociedad, lo que implica poseer una mayor y mejor información a la hora de decidir la conveniencia de preceder al rescate¹⁶³². Por otro lado, la decisión del rescate pertenece a la Junta General, pero esto no significa que sea necesario otro nuevo acuerdo de la Junta para el rescate, si ya se estableció el acuerdo de reducción de capital y el pago del precio de rescate en la Junta de socios realizada en el momento de la emisión de las acciones rescatables. El rescate de las acciones no rescatables consiste en la adquisición, por parte de la sociedad, de sus propias acciones mediante el pago de su precio a los tenedores de las acciones, quienes dejan de participar en la empresa como accionistas, quedando disuelto el vínculo que mantenían con la sociedad, la cual seguirá en el ejercicio de sus actividades. El rescate de las acciones, cuando no se trata de acciones rescatables, puede ser acordado por la Junta General de Accionistas, mediante la decisión de reducir capital con devolución de aportaciones. Sin embargo, en el caso de las acciones rescatables, la posibilidad del rescate nace con las acciones mismas, las cuales, según las condiciones acordadas en la emisión, van a ser adquiridas por la sociedad emisora para su posterior amortización. En el caso de acciones rescatables, no es necesario que haya un nuevo acuerdo de la Junta General que determine la reducción de capital y el pago del precio de rescate: estas condiciones vienen establecidas desde el momento de su emisión.

¹⁶³¹ Vid. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: “Notas en torno al concepto ...”, *op. cit.*, pp. 932 y 933, quien opina que si admitimos que la reducción de capital sea acordada simultáneamente a la emisión de acciones rescatables “se estaría permitiendo un acuerdo social de reducción de la cifra de capital que desplegaría sus efectos en el futuro (e incluso, como consecuencia de la voluntad de un sujeto, tal y como ocurriría en los supuestos en que el rescate se confiara a la voluntad del tenedor o del emisor de tales valores), sin determinar cuáles serían las condiciones patrimoniales que se darían en aquella sociedad, cuando nuestra LSA vincula tal tipo de acuerdos de reducción a un pronunciamiento presente –en razón de las circunstancias concurrentes y no futuras– de los accionistas sobre la procedencia o no de tal decisión”.

¹⁶³² Los administradores no tomarán exclusivamente la decisión de rescate en función de las rentabilidades del mercado, sino que las motivaciones son de muy diferente origen, por ejemplo, corporativas o estructurales. La gerencia de la sociedad podría tener motivaciones para pedir el rescate en el momento que hubiera que tomar una decisión importante, para así disminuir los derechos de voto e intentar influir con sus votos en mayor medida. También pueden tomar la decisión de rescate los gerentes de las empresas que vayan a incrementar el capital para conceder un menor número de derechos preferentes de suscripción.

Aunando este análisis, con el realizado en la deficiencia del apartado anterior, podemos inferir que la legislación española debería establecer una redacción que, de forma expresa, permitiera o prohibiera la delegación en la emisión y el rescate de las acciones rescatables, porque en el caso de que se pudiera realizar la delegación, el procedimiento sería más flexible, y es posible que los emisores eligieran las acciones rescatables como instrumentos de financiación más de lo que lo están haciendo en estos momentos. Estas ventajas serían mucho más acentuadas en la delegación de rescate que en la de emisión porque el tiempo transcurrido desde la decisión de la Junta hasta la emisión será menor, y por lo tanto habrá menos distorsiones y hechos que puedan influir sobre el momento más adecuado, que el tiempo transcurrido desde la decisión de rescatar y la fecha de rescate.

4.3.11. Financiación de la prima de rescate

El legislador español no ha previsto el modo de financiar la prima de rescate. En el supuesto de que el rescate de una emisión se realice con prima, la doctrina estadounidense¹⁶³³ considera que la opción conveniente es financiarla con reservas y, en especial, con la prima de emisión, para preservar la integridad del capital. Este método parece adecuado, pero también podría ser válido cualquier otro procedimiento de mantenimiento de los intereses de los acreedores.

La regulación española debería haber establecido el procedimiento a utilizar en el supuesto de que exista prima de rescate. Para mantener las garantías de los acreedores, sería conveniente financiar la prima con recursos disponibles, sean los que posee la empresa en ese momento o con una nueva prima de emisión si el rescate se financia con otra emisión de acciones.

4.3.12. Consideración de híbrido financiero

La introducción de las acciones rescatables se realizó en la LRLMV, que creaba una sección en el TRLSA, que posteriormente fue trasladada al TRLSC. Los tres textos son mercantiles y, como tales, no deberían definir a una figura desde una perspectiva de otro ámbito (económico, financiero o fiscal), únicamente podrían conceptualizarlo desde el punto de vista jurídico.

La LRLMV trata de imprimir a las acciones rescatables un carácter de título mixto o híbrido, al considerarlas como "valores que representan un género intermedio entre la renta variable y la renta fija". Sin embargo, las modalidades mixtas de financiación deben ser incorporadas en el ámbito fiscal y contable como una de las agrupaciones conocidas, ya que ambas establecen agrupaciones cerradas: deducibles o no deducibles en el ámbito fiscal, y neto o pasivo exigible en el ámbito contable. Esta idea no es contraria a que, desde el punto de vista económico y financiero, sea posible, y en ocasiones necesario, conceder a determinadas figuras el carácter de híbrido.

El aspecto más urgente por resolver es identificar la naturaleza contable de las clases de acciones en general, y las acciones rescatables en particular, porque existen muchas dudas sobre si deben incorporarse en el patrimonio neto o en el pasivo exigible. Este dato es fundamental para que las sociedades cotizadas elijan emitir acciones rescatables frente al resto de alternativas.

¹⁶³³ Vid. KESTER, R.B.: *Contabilidad teórica y práctica. Contabilidad superior*, tomo II, Labor, Barcelona, 1973, p. 463.

**CAPÍTULO 5. VALORACIÓN Y
REGISTRO CONTABLE DE LAS CLASES
DE ACCIONES**

CAPÍTULO 5. VALORACIÓN Y REGISTRO DE LAS CLASES DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES SOCIALES

El registro contable de las clases de acciones es fundamental debido a que las funciones de garantía del Derecho mercantil español están basadas en la comparación del capital social con otras medidas, fundamentalmente el patrimonio neto. El problema es más complejo desde el uno de enero de dos mil ocho, pues no todas las acciones emitidas por la empresa se registran en su capital social. En este entorno, es de vital importancia conocer las clases de acciones que forman parte del capital social y cuáles no¹⁶³⁴. Además, la clasificación contable de las clases de acciones también afecta al resultado contable del ejercicio, pues mientras que los cambios en los activos y pasivos afectan al beneficio, los cambios en los instrumentos de patrimonio no.

La importancia del registro de las clases de acciones no sólo se deriva de los aspectos contables y mercantiles, sino también porque las empresas emiten los instrumentos financieros con los que se financian teniendo muy en cuenta la normalización contable de los diferentes organismos públicos y privados. La compañía emisora tiene claros incentivos para que los instrumentos financieros sean considerados como patrimonio neto. Si una sociedad emite instrumentos considerados contablemente deuda, por no cumplir con todos los requisitos para ser registrados como patrimonio, esto afectará a sus ratios de solvencia, pudiendo repercutir en una mayor prima de riesgo para su financiación bancaria¹⁶³⁵.

Los dos planes contables españoles, que entraron en vigor el uno de enero de dos mil ocho (PGC 2007 y PGC-PYMES) han realizado un esfuerzo para avanzar en la contabilización de las clases de acciones. Sin embargo, la regulación es claramente mejorable ya que no detalla los criterios para identificar qué acciones y PS son los que deben ser contabilizados de cada una de las formas.

Este capítulo realiza una serie de propuestas para contabilizar las clases de acciones en el PGC 2007 y PGC-PYMES, apoyadas en el estudio de legislaciones contables internacionales, principalmente la estadounidense, y en el análisis de la regulación establecida en los principales organismos contables, como son el AASB, el ASB, el FASB, el NZSA, pero sobre todo el IASB.

5.1. DEFICIENCIAS LEGISLATIVAS

Un aspecto fundamental para pronosticar si tendrá éxito la emisión de una clase de acciones es su consideración contable. Identificar si una posible emisión de acciones se va a contabilizar como patrimonio neto o como pasivo exigible es clave para que al final se emitan o no estas emisiones¹⁶³⁶. Sin embargo, aunque es esencial, existen muchas dudas sobre su tratamiento contable, derivadas de que el PGC 2007 presenta una redacción ambigua.

¹⁶³⁴ El establecimiento del test de balance como comparación entre el patrimonio neto y el capital social, requiere una fijación del patrimonio neto a efectos mercantiles de protección de los acreedores. Algunas acciones no forman parte del capital social, aunque sí son integrantes del patrimonio neto a efectos del test de integridad del capital, a efectos del reparto de dividendos y de la adquisición derivativa de acciones/participaciones propias y a efectos de la reducción de capital y disolución obligatorias.

¹⁶³⁵ El hecho de que las acciones emitidas por una sociedad formen parte del patrimonio neto de la sociedad puede contribuir a reducir el nivel de endeudamiento de la empresa, lo cual mejora los niveles de solvencia y permite captar nuevas fuentes de financiación a un menor coste.

¹⁶³⁶ La legislación mercantil española presenta una acusada indefinición y afirmaciones contradictorias sobre la calificación de las acciones o PS privilegiadas. La Exposición de Motivos de la LRLMV considera que las acciones sin voto, rescatables y privilegiadas son valores que “representan un genero intermedio entre renta variable y renta fija” para inmediatamente afirmar que estos valores suponen “un mayor reforzamiento de los recursos propios de la entidad emisora”. En esta redacción se atisban las tres posibilidades de calificar una acción privilegiada: recursos propios (segunda referencia), intermedios entre propios y ajenos (primera referencia) y ajenos (no contemplado). Desde el punto de vista jurídico y mercantil no existe otra posibilidad que considerarlos recursos propios, desechando las otras dos alternativas. Sin embargo, no existe la posibilidad de calificar contable y fiscalmente una partida como

El problema para establecer el adecuado registro de las clases de acciones tiene su origen en que muchas de estas emisiones están bordeando la consideración de pasivo financiero o de instrumentos de patrimonio neto.

La regulación contable española, aunque no es perfecta, ha establecido, con acierto, dos tipos de cuentas (de largo y de corto plazo) para recoger las clases de acciones con naturaleza de pasivo financiero.

Las imprecisiones se derivan del estudio de las Definiciones y Relaciones Contables del PGC 2007. En la cuenta 150. "Acciones o participaciones a largo plazo contabilizadas como pasivo" debe incorporarse el "Capital escriturado en las sociedades que revistan forma mercantil que, atendiendo a las características de la emisión, deba contabilizarse como pasivo financiero. En particular, determinadas acciones rescatables y acciones o participaciones sin voto". Por su parte, en la cuenta 502. "Acciones o participaciones a corto plazo contabilizadas como pasivo" se debe incluir el "Capital escriturado en las sociedades que revistan forma mercantil que, atendiendo a las características de la emisión, deba contabilizarse como pasivo financiero y cuya estimación se prevea en el corto plazo. En particular, determinadas acciones rescatables y acciones o participaciones sin voto".

Con todo ello, el PGC 2007 deja claro dos ideas: que algunas acciones o participaciones sin voto o rescatables deben ser registradas como pasivo exigible¹⁶³⁷, y que el criterio para conocer, de todas las acciones sin voto o rescatables, las que tienen que ser registradas como pasivo exigible, debe ser sus características. Esto ocurre desde el uno de enero de 2008, que entra en vigor el PGC 2007; hasta esa fecha todas las acciones eran neto y ninguna emisión podía ser considerada, dentro del PGC 1990¹⁶³⁸ y del PGC 1973, como pasivo exigible. Desde el uno de enero de 2008, en España deja de existir una equivalencia entre acciones y capital social, de tal forma que algunas acciones no se incluyen en el capital social¹⁶³⁹.

Esta regulación es incompleta y errónea. Por un lado es incompleta pues establece que, según las características de las acciones y participaciones sociales, se diferenciará entre patrimonio neto y pasivo financiero, pero no explicita ni en qué criterios debe basarse esta diferenciación, ni cuáles son las propiedades que debe cumplir un título para ser considerado pasivo financiero¹⁶⁴⁰. Por otro lado es errónea al partir de la base de que solamente algunas

un tercer epígrafe, intermedia entre recursos propios y ajenos, entre pasivos exigibles y no exigibles, y entre partidas deducibles y no deducibles.

¹⁶³⁷ Aunque algunas acciones privilegiadas deben contabilizarse como pasivo, el art. 36 del Código de Comercio (tras la Ley 16/2007, de 4 de julio) establece que las clases de acciones contabilizadas como pasivo serán consideradas patrimonio neto a efectos concretos de tres operaciones: distribución de beneficios, de reducción obligatoria del capital social y de la disolución obligatoria por pérdidas.

¹⁶³⁸ Aunque en el PGC 1990 no se contemplaba la posibilidad de que determinadas acciones fuesen calificadas como pasivos financieros, existía un caso en la normativa española antes del uno de enero de 2008 en el que se registraba un capital como pasivo exigible; nos referimos al "capital temporal" de las sociedades cooperativas (Orden ECO/3614/2003, de 16 de diciembre).

¹⁶³⁹ Este hecho supone una modificación en la forma de entender la amortización de acciones, ya que no todo lo establecido hasta ese momento continúa vigente. En esta línea dejan de ser válidas muchas afirmaciones: "en nuestro sistema rige el principio de correspondencia entre la cifra de capital y el valor nominal de la totalidad de las acciones emitidas, siendo inviable la amortización de acciones sin una correlativa reducción de capital". *Vid.* CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: *Las acciones rescatables ...*, *op. cit.*, 2007, p. 478. Tampoco son válidas las afirmaciones en las que se establece que la suma de la totalidad de los valores nominales de las acciones coincide con la cifra del capital social del balance. *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, 1999, p. 41. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, p. 5. SÁNCHEZ RUS: "La amortización forzosa de acciones en el Derecho español", *Academia Sevillana del Notariado*, Edersa, tomo XI, 1998, pp. 205-207. ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía nº 23, Revista de Derecho de Sociedades, 2004, pp. 296 y 297. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento de los recursos propios*, Marcial Pons, Zaragoza, 1992, pp. 241-245. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: *La reducción de capital ...*, *op. cit.*, 1973, p. 47. Las afirmaciones doctrinales anteriores ya no son válidas porque algunas acciones, con valor nominal, deben ser registradas en el pasivo financiero del balance.

¹⁶⁴⁰ GARCÍA y MONEVA identificaron que "el desarrollo del nuevo PGC no concreta ... qué características de las acciones sin voto hacen que se las deba clasificar como pasivo financiero o en caso contrario, cómo reconocerlas".

acciones sin voto y rescatables pueden ser pasivos financieros, pues la flexibilidad en la regulación de otras clases de acciones, como las acciones preferentes y privilegiadas, puede hacer que también tengan una consideración de pasivos financieros.

Analizando la definición de los instrumentos financieros, identificamos tres figuras: por un lado el activo financiero, y como contrapartida a éste, un pasivo financiero o un instrumento de capital de la sociedad emisora. El diferente tratamiento contable establecido en el PGC 2007 para cada una de las dos posibles contrapartidas del activo financiero, provoca que sea imprescindible establecer criterios para realizar la distinción entre los pasivos financieros y los instrumentos de capital de la sociedad emisora. La diferenciación de un título entre pasivo financiero e instrumentos de fondos propios es fundamental, ya que la empresa que presenta los Estados financieros deberá aplicar diferentes criterios de registro, valoración¹⁶⁴¹ y presentación¹⁶⁴² si los instrumentos emitidos poseen la condición de pasivo financiero o de instrumento de fondos propios.

5.2. BÚSQUEDA DEL CRITERIO DIFERENCIADOR

A pesar de su capital importancia, el legislador no ha sido lo suficientemente preciso a la hora de definir el criterio para conocer qué acciones son patrimonio neto y cuáles son pasivo exigible, pues sólo establece que debe hacerse en función de sus características. En este apartado se intenta encontrar este criterio diferenciador para todas las clases de acciones¹⁶⁴³.

Ante la fijación imprecisa del criterio para diferenciar las acciones entre patrimonio neto y pasivo exigible, es necesario indagar el criterio en la "Introducción" de ambos textos aplicable a todos los elementos patrimoniales y hechos económicos: "El fondo, económico y jurídico de las operaciones, constituye la piedra angular que sustenta el tratamiento contable de todas las transacciones, de tal suerte que su contabilización responda y muestre la sustancia económica y no sólo la forma jurídica utilizada para instrumentarlas" (PGC 2007, p. 6); "Para alcanzar este objetivo, en el Marco Conceptual se precisa que la contabilización de las operaciones debe responder y mostrar la sustancia económica y no sólo la forma jurídica utilizada para instrumentarlas" (PGC-PYMES, p.6). Esta hipótesis del fondo sobre forma es recogida en la legislación mercantil¹⁶⁴⁴.

Vid. GARCÍA LACALLE, J.J.; MONEVA ABADÍA, J.M.: "Alternativas de contabilización de las acciones sin voto", *Partida Doble*, nº 211, junio, 2009, p. 11. Nosotros ampliamos más el problema, al extrapolarlo a todas las acciones preferentes, privilegiadas, sin voto y rescatables.

¹⁶⁴¹ Respecto al registro y valoración, en el PGC 2007, los pasivos financieros se regularán por la norma de registro y valoración 9.3, mientras que los instrumentos de patrimonio neto se normalizan por el apartado 9.4. En el PGC-PYMES, la norma de registro y valoración 9 normaliza los pasivos financieros, mientras que la norma de registro y valoración 11 regula los instrumentos patrimoniales.

¹⁶⁴² Respecto a la presentación, en el Balance de PGC 2007, los componentes de patrimonio neto se situarán en el epígrafe I. Capital, del apartado A-1) Fondos Propios, del título A) Patrimonio neto. Por su parte, los componentes de pasivo financiero a largo plazo se ubicarán en el apartado VII "Deudas con características especiales a largo plazo" del título B) Pasivo no corriente. Los componentes de pasivo financiero a corto plazo se ubicarán en el apartado VII "Deudas con características especiales a corto plazo" del título C) Pasivo no corriente. En el Balance PYMES, los componentes de patrimonio neto se situarán en el epígrafe I. Capital, del apartado A-1) Fondos Propios, del título A) Patrimonio neto. Por su parte, los componentes de pasivo financiero a largo plazo se ubicarán en el apartado VII "Deudas con características especiales a largo plazo" del título B) Pasivo no corriente. Los componentes de pasivo financiero a corto plazo se ubicarán en el apartado VI "Deudas con características especiales a corto plazo" del título C) Pasivo no corriente.

¹⁶⁴³ De esta forma, obviamos el error de redacción del legislador. Además de las acciones sin voto y rescatables, analizamos también la problemática de las acciones preferentes y privilegiadas.

¹⁶⁴⁴ El art. 34.2 del Código de Comercio dispone: "Las cuentas anuales deben redactarse con claridad y mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa, de conformidad con las disposiciones legales. A tal efecto, en la contabilización de las operaciones se atenderá a su realidad económica y no sólo a su forma jurídica". De igual forma, el preámbulo de la Ley 16/2007, de 4 de julio, expresa el cambio en la contabilización de las clases de acciones: "En concreto, por lo que se refiere a determinados elementos de balance debe resaltarse que la convergencia del Derecho Mercantil Contable interno (Código de Comercio y sus disposiciones de desarrollo) con las normas internacionales, originará un cambio fundamental en la calificación económico-contable de algunos instrumentos financieros utilizados por las empresas españolas para obtener los recursos

La inclusión de la hipótesis del fondo sobre la forma supone un cambio trascendental en el proceso de elaboración de la información contable, al proponer que los sucesos se representen, en la medida de lo posible, sobre la base de su sustancia y realidad económica en vez de sobre la forma jurídica que aparenten.

La contabilización de todas las clases de acciones en función de su naturaleza económica es concordante con la regulación mercantil de una clase de acciones en concreto: las acciones rescatables. La búsqueda de la naturaleza económica de las acciones privilegiadas aparecía en los antecedentes de la incorporación de las acciones rescatables en España por la LRLMV: "La finalidad de esta regulación es homologar nuestro ordenamiento con el de los países de la Unión Europea, para garantizar que las decisiones de emisión se rijan por una lógica predominantemente económica y no por eventuales fenómenos de arbitraje normativo" (Enmienda 35 del Grupo Popular) (Enmienda 99 del Grupo Parlamentario Catalán).

Con todo lo anterior, ya está claro cuál debe ser el criterio para diferenciar la naturaleza de las emisiones de clases de acciones, la sustancia económica, y no sólo la forma jurídica que posean. Pero en este punto, se plantea otra duda, sobre cuál es la forma de aplicar la sustancia económica a las concretas operaciones de financiación con clases de acciones. Este aspecto fundamental no está definido en la legislación mercantil y contable española, y para resolverlo lo óptimo es acudir, de forma subsidiaria, a los documentos emitidos por los principales organismos contables privados nacionales (AECA) e internacionales (FASB, EFRAG, GASB e IASB).

La alternativa más relevante y representativa es acudir a las IFRS, que pretenden ser adaptadas por la legislación contable española. El IASB tiene un cuerpo normativo que lleva mucho tiempo teniendo en cuenta sus características económicas a la hora de especificar el registro contable de las operaciones, por lo que puede servir de ayuda para materializar los preceptos del PGC 2007¹⁶⁴⁵.

El IASB incorpora la prevalencia del "fondo sobre la forma" reiteradamente desde el Marco Conceptual de la Contabilidad Financiera (NIC M)¹⁶⁴⁶. Esta hipótesis general se detalla en una norma concreta para los instrumentos financieros, pues el IASB establece la obligatoriedad de buscar la sustancia más que su forma legal, en todos los instrumentos financieros¹⁶⁴⁷.

La materialización de la búsqueda de la sustancia económica sobre la concreta distinción entre pasivos financieros e instrumentos de fondos propios realizada por el IASB se basa en una idea: la identificación del emisor del instrumento financiero como el sujeto encargado de catalogarlos¹⁶⁴⁸.

Teniendo en cuenta la identificación del emisor como el sujeto que debe catalogarlos, el IASB establece tres criterios para diferenciar los pasivos financieros de los instrumentos de fondos propios.

necesarios para el desempeño de su actividad. En particular, determinadas acciones rescatables y acciones o participaciones sin voto. De acuerdo con estas definiciones, puede comprobarse que el nuevo modelo contable exigirá una delimitación más precisa de las partidas incluidas en el patrimonio neto, a partir de la definición de los pasivos. Este análisis deberá atender no sólo a la forma jurídica, sino especialmente a la realidad económica de las operaciones, habiéndose incluido este aspecto de manera explícita en el art. 34, apartado 2, del Código de Comercio. Es decir, se exige en última instancia una calificación de los hechos económicos atendiendo a su fondo, tanto jurídico como propiamente económico, al margen de los instrumentos que se utilicen para su formalización".

¹⁶⁴⁵ Todos los contenidos del IASB sobre el tema quedan ampliados por la publicación, el 26 de noviembre de 2009, de la IFRIC 19. Vid. IASB: *IFRIC 19 Extinguishing Financial Liabilities*, november, IASB, 2009, London.

¹⁶⁴⁶ Vid. IASB: *Framework for the preparation and presentation of financial statements (NIC M)*, op. cit.

¹⁶⁴⁷ Vid. IASB: International Accounting Standard n° 32 (revised): *Financial instruments: Disclosures and presentation*, IASB, 1998, London, pág. 18.

¹⁶⁴⁸ Ante la necesidad de catalogar los instrumentos que han de presentarse en el pasivo del balance como fondos, y los flujos que de estos fondos se derivan, el IASB identifica al emisor de los instrumentos financieros como el sujeto encargado de catalogar a dichos instrumentos como pasivos financieros o capital propio, teniendo en cuenta los aspectos externos e internos que justifican la consideración de la emisión.

El primer criterio propone la contabilización separada por componentes de los híbridos financieros en lugar del registro unitario. De esta forma, los instrumentos financieros que estén compuestos por dos componentes, uno de pasivo y otro de neto, deberán ser reflejados, siempre que sea posible, separadamente en los Estados financieros y valorados de forma diferente, aunque no se pueda concebir su existencia por separado¹⁶⁴⁹.

El segundo criterio se aplica subsidiariamente si no es posible realizar la contabilización del instrumento por separado en sus dos componentes (así ocurrirá en las clases de acciones donde, en la mayoría de las situaciones, no podrán ser separados sus componentes de pasivo exigible y de pasivo no exigible). Al determinar si una acción privilegiada es un pasivo financiero o un instrumento de capital, y teniendo en cuenta que las acciones privilegiadas pueden emitirse con derechos muy variados, el IASB establece que "el emisor debe evaluar los derechos particulares concedidos a la acción para determinar si posee la característica fundamental de un pasivo financiero"¹⁶⁵⁰.

Para el IASB¹⁶⁵¹, un instrumento de fondos propios es todo contrato que conlleva una participación en los activos netos de una unidad empresarial. El organismo internacional, en relación con la calificación de los instrumentos financieros, determina que se califiquen como pasivo financiero aquellos instrumentos o contratos por el que el emisor esté obligado a entregar dinero u otro instrumento financiero en condiciones potencialmente desfavorables¹⁶⁵² de acuerdo con la esencia económica y no la forma o aspecto jurídico del mismo. En caso contrario, cuando el emisor no tenga obligación contractual de realizar dichos pagos, se tratará como un instrumento de fondos propios.

Si la entidad no tiene un derecho incondicional a rechazar la entrega de efectivo u otro activo financiero para liquidar la obligación contractual, el título cumple la definición de pasivo financiero¹⁶⁵³. En este sentido, una restricción en la capacidad de satisfacer la obligación contractual (la falta de liquidez, dificultad en el acceso a una moneda extranjera, necesidad de recibir la aprobación de la autoridad regulatoria, etc.) no niega la obligación contractual o el derecho del tenedor. Una obligación contractual que está condicionada al ejercicio del derecho del tenedor a su rescate es un pasivo financiero porque la entidad no tiene el derecho incondicional a rechazar la entrega de efectivo o de otro activo financiero¹⁶⁵⁴.

Este segundo criterio, establecido en atención a que el emisor tenga o no tenga obligación contractual de realizar los pagos, debe ser tenido en cuenta en todas las clases de acciones, tanto rescatables como no rescatables. Respecto a las acciones con derecho de rescate, las emisiones se catalogarán como pasivo financiero, al margen de su aspecto formal, cuando el privilegio consista en¹⁶⁵⁵:

- El emisor deba recomprar, de forma obligatoria, las acciones en condiciones ciertas y fijas a un determinado precio y fecha.

¹⁶⁴⁹ El IASB ejemplifica este criterio con la emisión de obligaciones convertibles, ya que entiende que es un instrumento compuesto por un componente de pasivo (obligaciones simples) y otro de capital (opción para convertirse en acciones). *Vid.* IASB: International Accounting Standard n° 32 (revised), *op. cit.*, 1998, párr. 29-33.

¹⁶⁵⁰ *Ibidem*, párr. GA25.

¹⁶⁵¹ *Ibidem*, párr. 12.

¹⁶⁵² *Ibidem*, párr. 17. Este criterio centrado en la obligación contractual por parte del emisor es el criterio general, pero existen dos excepciones. Para los instrumentos con opción de venta es necesario analizar los párrs. 16A y 16B de la IAS 32. El tratamiento de los instrumentos que imponen a una entidad la obligación de entregar a otra parte una parte proporcional de los activos de la entidad en la liquidación aparece en los párrs. 16C y 16D de la IAS 32.

¹⁶⁵³ *Vid.* IASB: International Accounting Standard n° 32 (revised), *op. cit.*, 1998, London, párr. 19. Este criterio es aplicable a todos los instrumentos financieros excepto para los instrumentos financieros clasificados como patrimonio de acuerdo con los párrs. 16A-16B y 16C-16D de la IAS 32.

¹⁶⁵⁴ El IASB completa la idea anterior, estableciendo que la posible incapacidad del emisor para satisfacer la obligación de rescatar una acción privilegiada, cuando sea requerido en los términos contractuales para hacerlo, ya sea por causa de falta de fondos, por restricciones legales o por tener insuficientes reservas o ganancias, no niega la existencia de la obligación. *Vid.* IASB: International Accounting Standard n° 32 (revised): *op. cit.*, 1998, párr. GA25.

¹⁶⁵⁵ *Vid.* IASB: International Accounting Standard n° 32 (revised): *op. cit.*, 1998, London, párr. 22.

- ❑ El inversor o tenedor disponga de la facultad de exigir el rescate de su inversión a partir de determinada fecha.
- ❑ La retribución a las acciones se determine de acuerdo con un sistema creciente de renta, según el cual, el emisor se vea voluntariamente obligado a recomprar las acciones en un futuro indeterminado con el objeto de reducir el coste de utilización de dichos recursos financieros. En estos casos, es pasivo financiero porque el emisor del título tiene poca discrecionalidad para evitar su amortización.
- ❑ El tenedor de la opción tiene la opción de exigir la amortización si concurre un hecho o acontecimiento con una probabilidad alta de que acontezca.

Si una empresa emite una opción de compra que otorga al tenedor la opción de compra un número fijo de acciones de la entidad emisora por una cantidad establecida de dinero u otro activo financiero, la opción se considera un instrumento de patrimonio¹⁶⁵⁶. No obstante, si el contrato obliga al emisor a rescatar sus propias acciones a cambio de dinero u otro activo financiero, la empresa emisora deberá reconocer un pasivo financiero por el valor actual del importe del rescate.

Por su parte, si la liquidación del contrato mediante dinero u otro activo financiero sólo se produce bajo una situación que es extremadamente rara, altamente anormal y muy improbable de que ocurra, el instrumento sería de patrimonio¹⁶⁵⁷.

Para resolver las posibles dudas que puedan existir sobre si se debe anteponer el criterio de separación de los instrumentos financieros (analizados en el primer criterio) sobre la diferenciación en función de las definiciones de los elementos y a su esencia económica, debemos recurrir a la literalidad de la IAS 32. La segunda clasificación aparece regulada en el pár. 22, que es el último pár. de un subapartado denominado "Pasivos y patrimonio neto" dentro del apartado "Presentación". El primer párrafo de este apartado y subapartado es el 18, el cual señala con la máxima importancia que ofrece el texto (con tipología de letras negrita y cursiva), lo siguiente: "El emisor de un instrumento financiero debe clasificarlo, desde el momento en que se reconoce por primera vez, ya sea en su totalidad o en cada una de sus partes integrantes, como de pasivo o de capital, de conformidad con la esencia del acuerdo contractual y con las definiciones de pasivo financiero y de instrumento de capital". Al aparecer la anotación que hemos subrayado nosotros, claramente se establece una preferencia por la separación de componentes previa a la diferenciación en función de las definiciones de los elementos y a su esencia económica.

El tercer criterio, subsidiario a los demás, se aplicará a los instrumentos que no puedan ser divididos en sus diferentes componentes, que no tengan un rescate obligatorio, que no tengan un rescate a voluntad del emisor y que la forma de cancelación no dependa de un hecho futuro contingente. Para el IASB¹⁶⁵⁸ deben ser recogidos como pasivos financieros los que no exponen al tenedor al riesgo de fluctuaciones en el precio de los instrumentos financieros, por el contrario, se calificarán como fondos propios los instrumentos financieros que expongan al tenedor al riesgo de fluctuaciones en el precio de las acciones o PS.

El FASB¹⁶⁵⁹ estadounidense exige que la información referente a la estructura de capital se presente por separado en tres categorías: información sobre valores, preferencia en la liquidación de acciones privilegiadas y acciones rescatables.

¹⁶⁵⁶ Por otro lado, un instrumento que sea rescatable por un importe estimado aplicando una fórmula basada sustancialmente en el beneficio o pérdida, en el cambio en los activos netos reconocidos o en el cambio en el valor razonable de los activos netos reconocidos de la entidad cumpliría la condición establecida en el pár. 16A.e de la IAS 32, como una de las condiciones para que el título sea considerado patrimonio neto.

¹⁶⁵⁷ Vid. IASB: International Accounting Standard n° 32 (revised), *op. cit.*, 1998, London, pár. GA28.

¹⁶⁵⁸ Vid. IASB: International Accounting Standard n° 39: *Financial Instruments: Recognition and measurement*, december, IASB, 1998, London, pár. 21.

¹⁶⁵⁹ El FASB recoge la presentación de la información en la estructura de capital de una entidad en el siguiente documento: Statement of Financial Accounting Standards n° 130, *Reporting comprehensive income*, june, 1997.

Cada entidad debe proporcionar en sus Estados Financieros una explicación resumida de los derechos y privilegios que afectan a los diversos tipos de valores en circulación. En concreto, el FASB¹⁶⁶⁰ obliga a informar sobre:

- ❑ Instrumentos financieros convertibles en acciones, así como sus cláusulas financieras y plazos temporales,
- ❑ Acciones privilegiadas, remuneración y posibilidad y plazos de conversión en ordinarias,
- ❑ Restricciones en el uso de los derechos de voto,
- ❑ Número de acciones emitidas en el último ejercicio.

Respecto a la contabilización de las clases de acciones¹⁶⁶¹, el FASB se basa permanentemente en el método denominado *Basic Ownership Approach*¹⁶⁶², aunque su interpretación de este enfoque ha variado a lo largo del tiempo.

Hasta junio de 2007, el FASB diferenciaba dos tipos de instrumentos incluidos en el patrimonio neto: perpetuos y básicos de propiedad. Los "Instrumentos Perpetuos" no suponen ninguna obligación cierta para el emisor y otorgan al tenedor una proporción de los activos netos en caso de liquidación de la sociedad emisora¹⁶⁶³. Los "Instrumentos básicos de Propiedad" tienen dos características: (i) derecho a la participación en los activos netos de la entidad proporcional a la inversión, el cual no está limitado ni garantizado antes o en el momento de la liquidación¹⁶⁶⁴ y (ii) el instrumento no tiene prioridad sobre ningún otro en el caso de liquidación¹⁶⁶⁵.

Desde la reunión celebrada el 27 de junio de 2007, este organismo establece que sólo deben clasificarse como patrimonio neto los instrumentos financieros que cumplan las características de "Instrumentos básicos de Propiedad". Los instrumentos perpetuos que no cumplan las dos características anteriores deberán ser clasificados como deudas.

¹⁶⁶⁰ *Ibidem*.

¹⁶⁶¹ La doctrina estadounidense mayoritariamente realiza una diferenciación pasivo en dos categorías basándose en criterios mercantiles, jurídicos y fiscales. Mercantiles al establecer "el capital legal o declarado" como la cantidad de capital que las compañías están obligadas a mantener para proteger a sus acreedores. *Vid.* HUNT, P.; WILLIAMS, C.M.; DONALDSON, G.: *Basic Business Finance. Test and Cases*, Richard D. Irwing Inc., Homewood, Illinois, 1972, p. 322. NORMAN, J.: "How to juggle numbers so the debt doesn't show", *Business Week*, November, 7, 1988, p. 152. WERTHEIM, P.: "Redeemable preferred stock: proposed changes could affect key ratios", *Business Credit*, October, 1992, p. 12. CARTER, MARY E.; MANZON, GIL B.: "Evidence on the role of taxes of financing choice: consideration of mandatorily redeemable preferred stock", *The Journal of Financial Research*, vol. XVIII, nº 1, spring, 1995, p. 104. La influencia de los criterios jurídicos queda reflejada en que el neto registra las deudas de la empresa con propietarios de la empresa y el pasivo las deudas con personas no propietarias de la empresa. Además, diferencia los accionistas y acreedores atendiendo a que los primeros no pueden solicitar la quiebra de la empresa mientras que los acreedores sí. *Vid.* HUNT, P.; WILLIAMS, C.M.; DONALDSON, G.: *Basic Business Finance. Test and Cases*, *op. cit.*, 1972, p. 322. NORMAN, J.: "How to juggle numbers so the debt doesn't show", *op. cit.* 1988, p. 152. WERTHEIM, P.: "Redeemable preferred stock: proposed changes could affect key ratios", *op. cit.*, 1992, p. 12. CARTER, MARY E.; MANZON, GIL B.: "Evidence on the role of taxes of financing choice: consideration of mandatorily redeemable preferred stock", *op. cit.*, 1995, p. 104. Por su parte, el *Department of the treasury* tiene en cuenta los criterios fiscales para diferenciar las acciones privilegiadas, cuando considera a las *Dutch-auction-rate preferred stock* como fondos propios basándose en criterios hacendísticos. *Vid.* U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY: "Office of the Comptroller of the Currency: Rules, Policies, and Procedures for Corporate Activities, Receivership and Conservatorship", *Federal Register*, November 28, 48851-48856, Commerce Clearing House, Inc., Chicago, 1989, pp. 90-27.

¹⁶⁶² El método propuesto por el FASB se cimenta en el interés residual del instrumento financiero sobre la entidad, pivotando sobre él el resto de características y criterios adicionales impuestos en la distinción entre patrimonio y deuda.

¹⁶⁶³ Por ejemplo, las acciones preferentes perpetúas que pagan un dividendo fijo al titular de las mismas.

¹⁶⁶⁴ Un instrumento rescatable al valor razonable cumpliría esta característica, siendo rescatable obligatoriamente o a voluntad del tenedor del instrumento.

¹⁶⁶⁵ Un instrumento de propiedad tiene dos características: (i) el tenedor tiene un derecho proporcional a los activos de la entidad, el cual no tendría prioridad sobre ningún otro derecho, y (ii) al tenedor se le otorga un porcentaje de los activos de la entidad que permanecen después de satisfacer todos los derechos de mayor prioridad. Si una entidad emitiera dos clases de acciones que no tienen igual prioridad, sólo la clase de acciones con la más baja prioridad sería un instrumento básico de prioridad, aunque ambas clases de acciones sean etiquetadas como acciones ordinarias. *Vid.* LÓPEZ ESPINOSA, G.: "La distinción entre patrimonio y deuda", *Fundamentos teóricos y prácticos del nuevo Plan General Contable*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008, p. 983.

El 30 de noviembre de 2007 se publica un documento¹⁶⁶⁶ que renueva las características del método *Basic Ownership Approach*. Los nuevos principios fundamentales del método son tres: el derecho más residual¹⁶⁶⁷ sobre la empresa será clasificado como patrimonio¹⁶⁶⁸; los instrumentos que tienen un componente básico de propiedad y un componente de pasivo tendrían que ser separados, y sólo el componente básico de propiedad será clasificado como patrimonio, el resto de instrumentos y componentes, incluyendo instrumentos perpetuos, serían clasificados como pasivos según proceda¹⁶⁶⁹; y el resto de instrumentos deben ser clasificados según el marco conceptual.

Si un instrumento fuera rescatable de forma obligatoria o a voluntad del tenedor, será un instrumento básico de propiedad si posee las dos características mencionadas anteriormente. El instrumento posee ambas características si cumple dos requisitos: (i) el importe del rescate es el mismo que el derivado de la atribución al tenedor de los activos netos de la entidad emisora si ésta fuera liquidada en la fecha de clasificación y (ii) los términos del instrumento prohíben el rescate si el mismo perjudicara los derechos de cualquier instrumento con mayor prioridad que otro instrumento básico de propiedad.

Los reguladores europeos GASB (*Governmental Accounting Standards Board*) y el EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) han desarrollado un método para realizar la clasificación entre patrimonio y deuda denominado PAAinE (*Proactive Accounting Activities in Europe*), basado en el enfoque teórico *Loss Absorption Approach*. El enfoque GASB-EFRAG para realizar la distinción entre patrimonio y deuda está basado en la absorción de pérdidas¹⁶⁷⁰. En su opinión, la participación en pérdidas es el factor decisivo para clasificar el instrumento como patrimonio o deuda porque el capital-riesgo difiere de otras formas de financiación en que éste participa en los resultados negativos. Si un instrumento participara parcialmente en las pérdidas, éste sería dividido de tal manera que la parte que absorbiera totalmente pérdidas sería patrimonio, siendo deuda aquella que no participara en los resultados negativos¹⁶⁷¹.

La Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) ha elaborado un documento¹⁶⁷² extraordinariamente importante porque es el único texto, realizado por un organismo privado español, que trata sobre el registro y valoración de las acciones privilegiadas, después de la simultánea entrada en vigor de los PGC 2007-PGC-PYMES.

El principal objetivo del documento es aclarar el reconocimiento de ciertos instrumentos financieros en las Cuentas Anuales, de acuerdo con los conceptos de pasivo y patrimonio recogidos en el PGC 2007 y PGC-PYMES¹⁶⁷³.

¹⁶⁶⁶ Vid. FASB: *FASB Issues Preliminary Views on Financial Instruments with Characteristics of Equity*, NEWS RELEASE 11/30/07, November 30, Norwalk, Connecticut, 2007.

¹⁶⁶⁷ Aquí se puede observar como el FASB basa la distinción entre patrimonio y deuda en el interés residual del instrumento financiero sobre la entidad.

¹⁶⁶⁸ Vid. FASB: *FASB Issues Preliminary Views on Financial Instruments with Characteristics of Equity*, op. cit., 2007. El FASB tuvo en cuenta otros dos métodos: el *Ownership-Settlement Approach* y el *Reassessed Expected Outcomes* (REO). Vid. FASB: *Action Alert* N° 07-20, May 17, 2007.

¹⁶⁶⁹ El FASB ha observado que los analistas de la agencias de *rating* descomponían determinados instrumentos compuesto en *partial equity*, en lugar de dividir los instrumentos en patrimonio o deuda, asignando un determinado porcentaje de patrimonio.

¹⁶⁷⁰ Vid. EFRAG; GASB: *Distinguishing between liabilities and equity*, EFRAG-GASB, Brussels/Berlin, 21 agosto, 2008.

¹⁶⁷¹ Vid. LÓPEZ ESPINOSA, G.: "La distinción entre patrimonio y deuda", *Fundamentos teóricos y prácticos del nuevo Plan General Contable*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008, p. 991.

¹⁶⁷² Vid. AECA: *Calificación contable de instrumentos financieros: Distinción pasivo patrimonio neto*, documentos 25 Principios contables, septiembre, AECA, Madrid, 2008.

¹⁶⁷³ Los documentos de AECA son compatibles con las recomendaciones del IASB, ya que intentan aclarar términos y conceptos de la legalidad vigente. Por su parte, las normas del IASB son parte de la legislación española desde que entró en vigor el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DOUE 11-9-2002).

El aspecto más relevante de este documento, desde el punto de vista de esta investigación, es el intento de especificar la naturaleza contable de cada medio de financiación. Las acciones privilegiadas y acciones sin voto serán pasivo financiero siempre que exista una obligación a repartir un dividendo, imposible de evitar por el emisor. En concreto, el documento considera que las acciones privilegiadas son instrumentos financieros compuestos, donde el valor actual de los dividendos ordinarios a pagar en el futuro representará el pasivo financiero y el importe restante recibido en la emisión sería un instrumento de patrimonio neto. No obstante, en la mayoría de los casos esta separación no será fácil de realizar, por lo que cuando no sea posible la separación, AECA recomienda calificar todo el instrumento como un pasivo financiero¹⁶⁷⁴.

Para las acciones rescatables, el documento deja la decisión mucho más abierta. Si existe un derecho a favor del inversor para exigir el reembolso (obligación no evitable por el emisor) se configura éste como un pasivo financiero. En otro caso, el título debe contabilizarse como un instrumento de patrimonio neto¹⁶⁷⁵.

Las PPR son un pasivo, pues existe una obligación de realizar pagos no evitables por el emisor. Sin embargo, esta afirmación tajante está atenuada porque el documento señala que esto será "con carácter general"¹⁶⁷⁶, dejando abierta la posibilidad a que si no existe la citada obligación, debería calificarse como patrimonio neto.

Los préstamos participativos son contablemente un pasivo porque existe una obligación de reembolso y retribución de este instrumento financiero. Sin embargo, el título se debería calificar como un instrumento de patrimonio neto si excepcionalmente se diera la circunstancia de que pudiera evitarse el pago de la retribución por parte del emisor y si el acreedor renuncia al reembolso o la eventualidad del mismo fuera prácticamente remota¹⁶⁷⁷.

Por su parte, la deuda perpetua deberá calificarse en las Cuentas Anuales como pasivo debido a que, aunque no tiene que ser reembolsada por el emisor, el emisor tiene la obligación de pagar los intereses¹⁶⁷⁸.

Como síntesis, podemos afirmar que existen tres diferentes enfoques de los organismos contables privados: FASB se basa en el derecho más residual, IASB y AECA en la inexistencia de una obligación por parte del emisor y, por último, EFRAG y GASB en la absorción de pérdidas.

Una vez analizada la forma de entender la naturaleza económica de las clases de acciones por parte de cada organismo contable, elaboramos nuestras propuestas para contabilizar las clases de acciones en España.

¹⁶⁷⁴ Vid. AECA: Calificación contable de instrumentos financieros: Distinción pasivo patrimonio neto, *op. cit.*, 2008, pp. 35 y 37.

¹⁶⁷⁵ *Ibidem.*, p. 38.

¹⁶⁷⁶ *Ibidem.*, p. 41.

¹⁶⁷⁷ *Ibidem.*, p. 43.

¹⁶⁷⁸ *Ibidem.*, p. 43.

5.3. PROPUESTA PARA REGISTRAR LAS CLASES DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES SOCIALES

En este apartado se realiza la propuesta de esta investigación para diferenciar las clases de acciones, buscando en todo momento su naturaleza económica.

Aunque el origen de las acciones privilegiadas es muy anterior a términos como innovación financiera, ingeniería financiera y marketing financiero, podemos considerar que, desde el punto de vista económico, la emisión actual de las acciones privilegiadas es resultado de la innovación financiera, entendida como el proceso integrado por dos subprocesos: la ingeniería financiera y el marketing financiero¹⁶⁷⁹.

Los productos resultantes de la innovación financiera nacen de los principios del derecho internacional de los que se deriva la autonomía de la voluntad y la libre creación de valores.

De entre todos los medios de innovación financiera, son especialmente relevantes los activos financieros generados por una posición financiera intermedia entre deuda y acción, denominados tradicionalmente "híbridos". El mercado financiero muestra una clara tendencia al acercamiento entre la emisión de deuda y la participación en fondos propios, sin duda para aprovechar las ventajas de la otra categoría, intentando ser más atractiva para la posible elección como inversión. Esa permeabilidad opera en la mayoría de los niveles de distinción, permitiendo encontrar una aproximación en las características de la retribución y duración del derecho, produciendo un debilitamiento de la frontera que separa los conceptos de acción y deuda. Evidentemente, no es la única forma de innovación financiera, pero gran parte de los productos que origina pueden englobarse dentro de una mezcla de las dos posturas clásicas de inversión a largo plazo.

Las posibilidades de la emisión de títulos derivados de la innovación financiera no han sido aun limitadas y van creciendo cada día, aunque podemos identificar gran parte de los títulos resultantes de este proceso como híbridos. Las obligaciones perpetuas, participativas y convertibles son empréstitos que incorporan aspectos básicos de las acciones. Las acciones sin voto, rescatables y preferentes son fondos propios en los que se pueden intuir características de las obligaciones.

Esta investigación pretende resolver el problema de la identificación y registro de los títulos clasificándolos en función de la hipótesis del fondo sobre la forma. Para ello es necesario (a) interpretar las aportaciones de los accionistas en función de los acuerdos contractuales, (b) entender las aportaciones de los socios como recursos externos a la sociedad y (c) considerar a las acciones privilegiadas como instrumentos financieros.

El concepto jurídico, utilizado tradicionalmente para diferenciar la masa de pasivo, se deriva del criterio de propiedad; así, unos recursos se consideran entregados por sujetos propietarios de la empresa y otros por agentes externos a ella. El concepto económico se debe alejar del concepto de propietario de la sociedad, acercándose a una diferenciación basada en los acuerdos contractuales.

Atendiendo a la prevalencia de los criterios económicos, los accionistas ordinarios tienen derecho a recibir su remuneración, no porque sean los propietarios de la empresa, sino porque son los titulares de un instrumento contractual de determinadas características. La empresa es una unidad con personalidad propia y diferente de los sujetos que la integran (principio de entidad), ya que, aunque los intereses de alguno de ellos puedan coincidir en algún momento con los de la empresa, no son siempre necesariamente los mismos. La empresa, como entidad

¹⁶⁷⁹ El proceso de ingeniería financiera consiste en la construcción y elaboración de productos financieros en los que se materializan esas innovaciones, desarrollando una gran variedad de nuevas fórmulas de inversión, financiación y de cobertura de riesgos. Por su parte, el marketing financiero es el proceso de ofrecer a los clientes el conjunto de innovaciones financieras.

independiente de los acreedores, proveedores, accionistas ordinarios y accionistas privilegiados, necesita registrar los derechos y obligaciones que genera su relación con ellos. Las aportaciones de estos sujetos no deben estar divididas en recursos pertenecientes al interior de la empresa (acciones) y otros de fuera de la empresa (deudas), sino que todos deberán ser concebidos como recursos obtenidos externamente a la unidad empresarial.

Una vez abandonados los criterios jurídicos como la propiedad, y aceptadas todas las formas de financiar la empresa como externas a ella, proponemos considerar a cada una de las fuentes de financiación de la sociedad como un instrumento financiero.

Un instrumento financiero es un contrato que da lugar a un activo financiero en una empresa y, simultáneamente, a un pasivo financiero o a un instrumento de patrimonio en otra empresa (PGC 2007: NV 9 y PGC-PYMES: NV 7). Los instrumentos emitidos se clasificarán como pasivos financieros, en su totalidad o en una de sus partes, siempre que de acuerdo con su realidad económica supongan para la empresa una obligación contractual, directa o indirecta, de entregar efectivo u otro activo financiero, o de intercambiar activos o pasivos financieros con terceros en condiciones potencialmente desfavorables, tal como un instrumento financiero que prevea su recompra obligatoria por parte del emisor, o que otorgue al tenedor el derecho a exigir al emisor su rescate en una fecha y por un importe determinado o determinable, o a recibir una remuneración predeterminada siempre que haya beneficios distribuibles (PGC 2007: NV 9.3) (PGC-PYMES: NV 8). Un instrumento de patrimonio es cualquier negocio jurídico que evidencia, o refleja, una participación residual en los activos de la empresa que los emite una vez deducidos todos sus pasivos. En el caso de que la empresa realice cualquier tipo de transacción con sus propios instrumentos de patrimonio, el importe de estos instrumentos se registrará en el patrimonio neto, minorando los fondos propios, y en ningún caso podrán ser reconocidos como activos financieros de la empresa ni se registrará resultado alguno en la cuenta de pérdidas y ganancias (PGC 2007: NV 9.4) (PGC-PYMES: NV 11)¹⁶⁸⁰.

El FASB¹⁶⁸¹ define los instrumentos financieros como tesorería o una evidencia de interés de propietario en una entidad, o un contrato que cumpla una de estas dos condiciones: por un lado, impone a una entidad la obligación de entregar tesorería o un instrumento financiero a una segunda entidad o cambiar instrumentos financieros en términos potencialmente desfavorables con la segunda entidad, por el otro atribuye a esta segunda entidad un derecho contractual a recibir tesorería o un instrumento financiero de la primera entidad o intercambiar instrumentos financieros en unos términos potencialmente favorables con la primera entidad.

El IASB¹⁶⁸² y el ASB¹⁶⁸³ definen un instrumento financiero como cualquier contrato que origina conjuntamente un activo financiero para una empresa y un pasivo financiero o un instrumento patrimonial para otra. Para estos organismos un activo financiero es cualquiera de

¹⁶⁸⁰ Esta diferenciación en función de la exigibilidad tiene una especial transcendencia en las sociedades cooperativas. La aprobación del PGC 2007 obliga a modificar algunos desarrollos reglamentarios del PGC 1990, entre otros, las normas contables especiales por razón del sujeto contable aprobadas para las sociedades cooperativas por Orden del Ministerio de Economía 3614/2003, de 16 de diciembre. Para ello, el ICAC emitió, el 22/10/2010, el Proyecto de Orden por la que se aprueban las normas sobre los aspectos contables de las sociedades cooperativas. Este cambio contable propicia que el patrimonio neto disminuya ostensiblemente porque se incrementa el pasivo financiero en la misma cuantía. Para observarlo, vemos el ejemplo de una cooperativa que emite participaciones para sus socios por importe de 10.000 € (1.000 títulos de 10 € de valor nominal), y en el que sus estatutos establecen que los rescates acumulados no pueden exceder el 20% del valor nominal de las participaciones. Cuando entre en vigor la nueva Orden de normas contables para cooperativas, las aportaciones de socios figuran en dos partidas del balance: en el capital social aparecerán 2.000 €, correspondientes al 20% de las aportaciones que nunca se podrán reintegrar; en el pasivo financiero 8.000 €, por ser rescatables en el momento que los socios deseen.

¹⁶⁸¹ Vid. FASB: Discussion Memorandum n° 94, *Distinguishing between liability and equity instruments with characteristics of both*, Stanford, Connecticut, 1990, p. 6.

¹⁶⁸² Vid. IASB: International Accounting Standard n° 39: *Financial Instruments: Recognition and measurement*, december, IASB, 1998, London p. 4. IASB: International Accounting Standard n° 32 (revised): *Financial instruments: Disclosures and presentation*, IASB, 1998, London, p. 5.

¹⁶⁸³ Vid. ACCOUNTING STANDARDS BOARD (ASB): *Discussion Paper: Derivatives and other financial instruments*, ASB, July, London, 1996, p. 42.

estas cuatro posibilidades: tesorería, un derecho contractual de recibir efectivo u otro activo financiero de otra empresa, un derecho contractual de intercambiar instrumentos financieros con otra empresa bajo condiciones que son potencialmente favorables, o un instrumento patrimonial de otra empresa. Por su parte, un pasivo financiero es cualquier pasivo que constituya una de estas dos obligaciones contractuales: entregar efectivo u otro activo financiero a otra empresa, o intercambiar instrumentos financieros con otra empresa en condiciones que son potencialmente desfavorables.

EL ASB, FASB e IASB¹⁶⁸⁴ establecen que un instrumento patrimonial es cualquier contrato que represente una participación residual en los activos de una empresa después de deducir todos sus pasivos.

De la definición de instrumentos financieros del PGC 2007, PGC-PYMES, ASB, FASB e IASB, podemos concluir que las acciones, deudas y acciones privilegiadas pueden ser consideradas instrumentos financieros, ya que representan la obligación de un emisor de entregar riqueza u otro instrumento financiero a otro sujeto cumpliendo una serie de condiciones contractuales. Analizando las definiciones de los instrumentos financieros identificamos tres figuras: por un lado, el activo financiero, y como contrapartida a éste, un pasivo financiero o un instrumento de participación en el pasivo no exigible de la sociedad emisora, que por deducción debería denominarse neto financiero¹⁶⁸⁵.

Estas definiciones señalan intrínsecamente una clasificación de los instrumentos financieros basada en los derechos que conceden al titular. Así, diferenciamos los instrumentos de pasivo financiero de los instrumentos de neto financiero. Los instrumentos de pasivo financiero son la representación en el pasivo de la sociedad emisora de la aportación de un activo financiero que concede a su titular un derecho a recibir riqueza del emisor según lo establecido en el contrato, siempre que no sea un derecho sobre el pasivo no exigible de la sociedad emisora. Por el contrario, los netos financieros son la representación en el pasivo de la sociedad emisora de la aportación de un activo financiero que contractualmente concede al titular un derecho sobre los pasivos no exigibles de la sociedad emisora.

Para diferenciar un pasivo financiero de un instrumento de neto financiero, la característica clave es la existencia de una obligación contractual, que recae sobre una de las partes implicadas en el instrumento financiero (el emisor), consistente en entregar dinero u otro instrumento financiero a la otra parte (el tenedor), bajo condiciones que son potencialmente desfavorables para el emisor. Cuando tal obligación contractual existe, el instrumento cumple la definición de pasivo financiero¹⁶⁸⁶. Un instrumento de neto financiero es un instrumento financiero que no genera para el emisor la obligación contractual de entregar dinero u otro activo financiero o intercambiarlo por otro instrumento financiero, en condiciones que le son potencialmente desfavorables, hasta el momento de la extinción, donde se ejercerá el derecho de participación sobre los pasivos no exigibles. En el neto financiero, aunque el comprador de un instrumento de neto puede tener derecho a recibir una proporción de los eventuales dividendos u otras distribuciones de partidas del pasivo no exigible, el emisor no tiene la obligación contractual de entregarle recursos hasta el momento de la liquidación de la empresa.

¹⁶⁸⁴ Vid. ASB: *Discussion Paper: Derivatives and other financial instruments*, ASB, July, London, 1996, p. 42. FASB: *Discussion Memorandum n° 94, Distinguishing between liability and equity instruments with characteristics of both*, Stanford, Connecticut, 1990, p. 6. IASB: *International Accounting Standard n° 39: Financial Instruments: Recognition and measurement*, December, IASB, 1998, London p. 4. IASB: *International Accounting Standard n° 32 (revised): Financial instruments: Disclosures and presentation*, IASB, 1998, London, p. 5.

¹⁶⁸⁵ Preferimos denominar neto financiero a lo que el PGC 2007 y el PGC-PYMES denominan “instrumentos de patrimonio propio”, el FASB “evidencia del interés de propietario” y el IASB “instrumento de neto patrimonial”, para eliminar su connotación de propiedad jurídica, otorgándole un significado financiero.

¹⁶⁸⁶ Vid. FASB: : *Discussion Memorandum n° 94, Distinguishing between liability and equity instruments with characteristics of both*, Stanford, Connecticut, 1990, p. 33. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD AND THE CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (IASB/CICA): *General Standards of Financial Statement Presentation*, CICA, 1500, October, Toronto, 1990, p. 2003. IASB: *International Accounting Standard n° 32 (revised): Financial instruments: Disclosures and presentation*, IASB, 1998, London, p. 20. INGRAM, ROBERT W.; BALDWIN, B.A.: *Financial Accounting*, South-western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1998, p. 304.

Una vez establecidos los conceptos económicos de pasivo financiero y neto financiero, hemos de significar su relación con los criterios contables. El pasivo contable está dividido en pasivo exigible (pasivo en las legislaciones del ICAC¹⁶⁸⁷) y no exigible (patrimonio neto en las legislaciones del ICAC); en el primero deben contemplarse las fuentes de financiación que obligan a la sociedad emisora a entregar riqueza antes de la finalización de la vida de la empresa, mientras que en el pasivo no exigible se situarán las fuentes de financiación que no obligan a la empresa emisora a entregar riqueza hasta el momento de la liquidación. Esta clasificación permite destinar los pasivos financieros al pasivo exigible, mientras que el neto financiero debe aparecer en el pasivo no exigible¹⁶⁸⁸.

Tras la unión entre los conceptos contables y económicos para registrar las fuentes de financiación, es necesario comparar la concepción económica con la jurídica. En la mayoría de las situaciones, la concepción jurídica y económica coincide, es decir, las deudas son pasivos financieros y las acciones ordinarias son netos financieros, pero esta generalidad se rompe con ciertas acciones privilegiadas, preferentes, rescatables y sin voto.

Esta investigación identifica los diferentes derechos que pueden poseer las clases de acciones y observa los que pueden generar diferencias entre el criterio jurídico y económico. Estudiados todos los posibles derechos, observamos que únicamente existen diferencias en dos derechos: rescate y reparto de beneficios¹⁶⁸⁹.

En primer lugar analizamos el derecho de rescate y posteriormente el derecho a recibir ganancias, de forma que se consiga una línea argumental lógica¹⁶⁹⁰. Identificamos la naturaleza de las acciones rescatables en función de las características del derecho de rescate para, posteriormente, realizar la clasificación de las clases de acciones (y participaciones sociales) no rescatables, en función del tipo de derechos económicos que ellas incorporen¹⁶⁹¹.

5.4. PRIVILEGIADAS EN EL RESCATE

El criterio de exigibilidad debe ser aplicado a las acciones con derecho de rescate. La condición que debe cumplir un instrumento financiero para ser considerado pasivo financiero es que el emisor tenga la obligación de transferir riqueza al tenedor de la acción en un momento anterior a la liquidación de la sociedad; en este caso, si se cumple una serie de condiciones, la

¹⁶⁸⁷ Las legislaciones emitidas por el INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS (ICAC) son el PGC 2007, PGC-PYMES, Resoluciones y Adaptaciones Sectoriales.

¹⁶⁸⁸ Según esta idea, el pasivo no exigible estará constituido, en un primer momento, por las aportaciones de los titulares de activos financieros que participan contractualmente en el pasivo no exigible de la sociedad emisora, la cual las registrará como un instrumento de neto financiero, para posteriormente irse modificando con las variaciones del pasivo no exigible.

¹⁶⁸⁹ Realmente pueden ser pasivo financiero las acciones rescatables, sin voto o privilegiadas en los beneficios. Parte de la doctrina restringe esa posibilidad únicamente a las rescatables, lo cual es claramente un error. *Vid. BESTEIRO VALERA, M.A.: Contabilidad Financiera Superior. Contabilidad de sociedades*, Pirámide, Madrid, 2010, p. 89. Otra parte de la doctrina la restringe a acciones sin voto y rescatables. *Vid. TORVISCO MANCHÓN, B.; OLÍAS DE LIMA Y HERAS, R. Fundamentos de contabilidad de sociedades*, Pirámide, Madrid, 2010, pp. 138-142. Esta alternativa parece más comprensible porque la Norma de Valoración 9.3 del PGC 2007 restringe la posibilidad de acciones con naturaleza de pasivo financiero a “determinadas acciones rescatables y acciones o participaciones sin voto”.

¹⁶⁹⁰ Así lo ha entendido el IASB “cuando las acciones preferentes sean del tipo no rescatable, la clasificación apropiada se determina considerando otros derechos que puedan llevar incorporados, el más concluyente es el privilegio en el derecho a participar de las ganancias”. *Vid. IASB: International Accounting Standard nº 32 (revised): Financial instruments: Disclosures and presentation*, IASB, 1998, London, p. A 21.

¹⁶⁹¹ “Dicha clasificación se basará en una evaluación de la esencia de los acuerdos contractuales y en las definiciones de pasivo financiero y de instrumento de patrimonio”. *Vid. IASB: Financial instruments: Disclosures and presentation, op. cit.*, p. A26. Tanto esta cita como la anterior hacen referencia la Guía de Aplicación de la NIC 32, la cual forma parte del texto normativo de las IFRS/IAS.

empresa emisora no puede negarse a transferir recursos, ya sea por remuneración periódica o por extinción del título. En el otro extremo, las acciones cuyo emisor no tiene la obligación contractual de transferir riqueza a los titulares de las acciones antes del momento de la liquidación deben ser consideradas neto financiero.

Para realizar una clasificación completa de las acciones rescatables debemos utilizar dos criterios: (a) según el sujeto o situación que hace nacer el privilegio y (b) según la forma prefijada de rescate.

Para aplicar el criterio de exigibilidad sobre las acciones rescatables, atendiendo al sujeto o situación que hace surgir el privilegio, es necesario evaluar las obligaciones contractuales en cada una de las situaciones.

Las acciones rescatables a opción del emisor son un instrumento de neto financiero porque la empresa emisora tiene la potestad (pero no la obligación) de entregar recursos a los titulares, mientras que los titulares no tienen derecho a exigir recursos a la empresa emisora hasta el momento de la liquidación. Solamente surgirá una obligación de transferir activos financieros y, por tanto, constituirá un pasivo financiero, cuando el emisor de las acciones ejercite la opción, comunicando formalmente a los accionistas su intención de proceder al rescate de las acciones.

Las acciones rescatables a opción del inversor son un instrumento de pasivo financiero, teniendo la condición de exigibles, ya que el titular puede obligar a la empresa emisora a entregarle recursos antes de la fecha de rescate. Una eventual imposibilidad, por parte del emisor, de satisfacer la deuda correspondiente al rescate, cuando sea requerido contractualmente para ello, ya sea por motivos de falta de fondos o por restricciones legales, no niega el carácter de pasivo financiero de la obligación contraída.

Las acciones rescatables a opción de ambos conceden la opción de rescate tanto al emisor como al titular, siendo un caso mixto entre los dos anteriormente citados. Según el criterio de exigibilidad debería ser registrado como pasivo financiero, ya que la empresa está obligada a entregar recursos si el titular se lo exige, pero pueden existir dudas derivadas de que el título es un instrumento financiero compuesto, que comparte características de pasivo financiero y de neto financiero.

Para reconocer la naturaleza de los instrumentos financieros compuestos tenemos tres alternativas: considerar su naturaleza por separado, considerar su naturaleza según la mayor probabilidad de acaecimiento y considerar su naturaleza según la característica predominante.

La primera alternativa es la elegida por los partidarios del registro separado de las figuras contables compuestas¹⁶⁹². El IASB¹⁶⁹³, al estudiar las acciones rescatables a opción de ambos, exhorta a que "el emisor de un instrumento financiero que contenga simultáneamente un elemento de pasivo y otro de neto, contabilice cada parte del instrumento por separado".

La segunda alternativa consiste en contabilizar un instrumento financiero compuesto según la probabilidad de que ocurra un hecho. Esta opción tiene sus antecedentes en lo

¹⁶⁹² Vid. AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA): *APB Opinion n° 10, Omnibus Opinion*, AICPA, December, New York, 1966. CHANT, PETER D.: *The Financial Statement Presentation of Corporate Financing Activities*, CICA Research Study, CICA, Toronto, 1989. FASB: Discussion Memorandum n° 94, *Distinguishing between liability and equity instruments with characteristics of both*, Stanford, Connecticut, 1990, p. 9. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD AND THE CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (IASB/CICA): *Draft Statement of Principles on Financial Instruments* CICA, February 2, Toronto, 1990, p. 2042. IASB: *Accounting for financial assets and financial liabilities*, A discussion Paper issued for comment by Steering Committee on Financial Instruments, IASB, march, London, 1997, p. 81. IASB: International Accounting Standard n° 32 (revised): *Financial instruments: Disclosures and presentation*, IASB, 1998, London, p. 23.

¹⁶⁹³ Vid. IASB: International Accounting Standard n° 32 (revised): *Financial instruments: Disclosures and presentation*, IASB, 1998, London, p. 23.

establecido por el FASB para contabilizar las opciones¹⁶⁹⁴ y las obligaciones convertibles; para este último caso afirma que "una obligación convertible debe ser reconocida completamente como un pasivo si el vencimiento es más probable que el rescate"¹⁶⁹⁵.

La tercera alternativa es observar el rasgo predominante, opción que parece más adecuada para las clases de acciones. Aceptando esta alternativa, las acciones rescatables a opción de ambos deben ser consideradas pasivo financiero, ya que al ser en parte exigibles y no exigibles, la empresa emisora posee la obligación de entregar recursos al titular, en el supuesto que éste ejercite su derecho.

En las acciones rescatables en una fecha fijada, la empresa emisora está obligada a entregar recursos a los titulares, llegado el momento del rescate; y por ser éste un momento anterior a la liquidación de la empresa, el título debe ser considerado pasivo financiero. En este caso tampoco deja de tener el carácter de pasivo financiero ante la eventual imposibilidad, por parte del emisor, de satisfacer la deuda correspondiente al rescate de la acción preferente cuando sea requerido contractualmente para ello, ya sea por motivos de falta de fondos o por restricciones legales.

Una acción con rescate supeditado a que se produzca un evento es un pasivo financiero, ya que si sucede el hecho, la empresa emisora está obligada a entregar recursos al titular antes de la fecha de liquidación. Esta propuesta es contraria a lo establecido por el IASB para este tema¹⁶⁹⁶ al obligar el registro de la acción atendiendo a la probabilidad de concurrencia del hecho. Según este organismo, si la probabilidad de que ocurra el hecho es media o alta, debemos considerarlo un pasivo financiero. Si por el contrario el hecho cuyo cumplimiento haría obligatorio el rescate, tuviese probabilidad baja, se debería contabilizar como un instrumento de neto patrimonial¹⁶⁹⁷.

El cuadro 2 resume la clasificación de las acciones rescatables atendiendo al sujeto o situación que hace surgir el derecho de rescate.

Cuadro 2. Clasificación de las acciones rescatables atendiendo al sujeto o situación que hace surgir el privilegio

TIPOLOGÍA	CONSIDERACIÓN ECONÓMICA
Rescatables a opción del emisor	Pasivo no exigible
Rescatables a opción del inversor	Pasivo exigible
Rescatables a opción de ambos	Pasivo exigible
Rescatables en una fecha fijada	Pasivo exigible
Rescatables cuando se produzca un hecho determinado	Pasivo exigible
Rescatables a solicitud de un tercero	Pasivo exigible
Rescate sujeto a una condición	Pasivo exigible

Fuente: elaboración propia

La segunda clasificación consiste en diferenciar las acciones privilegiadas atendiendo a la forma de rescatar prefijada.

¹⁶⁹⁴ Vid. FASB: EITF Issue N°. 85-40, *Comprehensive Review of Sales of Marketable Securities with Put Arrangements*, FASB, Norwalk, Connecticut, 1989.

¹⁶⁹⁵ Vid. FASB: Discussion Memorandum n° 94, *Distinguishing between liability and equity instruments with characteristics of both*, Stanford, Connecticut, 1990, p. 280.

¹⁶⁹⁶ Vid. IASB: International Accounting Standard n° 32 (revised): *op. cit.*, p. 22.

¹⁶⁹⁷ El FASB profundiza en la contabilidad y registro de todos los instrumentos financieros rescatables con la categoría de neto. Vid. FASB: *Accounting for redeemable equity instruments*, Accounting Standards Update, Financial Accounting Series, n° 2009-04, Norwalk, Connecticut, 2009.

En el supuesto que las acciones tengan prefijado que el rescate sea financiado únicamente con una nueva emisión, la consideración del instrumento financiero como pasivo financiero o neto financiero depende de la naturaleza económica de la emisión con la que se financiará el rescate. Si la nueva obligatoria emisión es un neto financiero debemos registrar a la emisión original como neto financiero, por el contrario, si la nueva emisión es un pasivo financiero, el instrumento financiero tendría la misma naturaleza.

La otra posibilidad es que en las acciones se establezca que el rescate debe ser obligatoriamente financiado únicamente con los recursos propios de la empresa, tanto si supone para la sociedad emisora reducciones de capital como amortizaciones de capital. En este caso, el accionista recibe recursos de la propia empresa sin recurrir a financiación externa, por lo que para conocer la naturaleza de la emisión se debe acudir al criterio del hecho que provoque el rescate.

El único supuesto en el que pueden ocurrir desavenencias entre ambos criterios clasificatorios es una emisión en la que se obligue a financiar la operación con otra emisión y obtengamos una conclusión de la naturaleza en sentido contrario según la situación que hace surgir el rescate. Esta situación debe registrarse como un pasivo financiero, ya que, atendiendo a la característica predominante, consideramos a todas las acciones como instrumentos de neto financiero hasta que obtengamos alguna evidencia de que la empresa está obligada a entregar riqueza al titular antes de la fecha de liquidación.

En el cuadro 3 se recoge la propuesta de clasificación contable de las acciones rescatables basada en el fondo sobre la forma.

Cuadro 3. Clasificación contable de las acciones rescatables

	RESCATE FINANCIADO CON RECURSOS PROPIOS DE LA SOCIEDAD	RESCATE FINANCIADO CON UNA NUEVA EMISIÓN DE NETO FINANCIERO	RESCATE FINANCIADO CON UNA NUEVA EMISIÓN DE PASIVO FINANCIERO
RESCATABLES A OPCIÓN DEL EMISOR	Pasivo no exigible	Pasivo no exigible	Pasivo exigible
RESCATABLES A OPCIÓN DEL INVERSOR	Pasivo exigible	Pasivo exigible	Pasivo exigible
RESCATABLES A OPCIÓN DE AMBOS	Pasivo exigible	Pasivo exigible	Pasivo exigible
RESCATABLES EN UNA FECHA FIJADA	Pasivo exigible	Pasivo exigible	Pasivo exigible
RESCATABLES CUANDO SE PRODUZCA UN HECHO DETERMINADO	Pasivo exigible	Pasivo exigible	Pasivo exigible
RESCATABLES A SOLICITUD DE UN TERCERO	Pasivo exigible	Pasivo exigible	Pasivo exigible
RESCATE SUJETO A UNA CONDICIÓN	Pasivo exigible	Pasivo exigible	Pasivo exigible

Fuente: elaboración propia

5.5. PRIVILEGIADAS EN EL DERECHO A PARTICIPAR DE LAS GANANCIAS

En este apartado se estudia la naturaleza de los privilegios por diferenciación del derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales de las acciones.

La primera restricción mercantil que debe cumplir una empresa al emitir acciones privilegiadas es la prohibición de crear acciones con derecho a un interés, cualquiera que sea la

forma de su determinación (art. 96 TRLSC). Por lo tanto, aunque en los estatutos sociales estuviera recogido, la Ley impide el otorgamiento de un interés a una acción.

Una vez identificada esta prohibición, es necesario definir el concepto de interés por la legislación española. La idea clásica es considerar como interés una remuneración independiente de la existencia de beneficios. La prohibición de la emisión de acciones con un interés pretende evitar que algunos accionistas privilegiados acaparen el beneficio social por la vía indirecta de tener asegurado un interés fijo independiente de los resultados, al igual que la remuneración de las deudas. Los titulares de una deuda poseen un interés, entendido como el derecho de crédito frente a la sociedad, que con independencia de los resultados sociales, hará efectivo con la garantía explícita del patrimonio presente o futuro de la sociedad (art. 191.1 C.C.). Al no respetar la concurrencia de beneficio, el interés atentaría contra la solvencia patrimonial de la sociedad, permitiendo el desvío de fondos a los socios sin someterse previamente a la disciplina reguladora del pago de dividendos.

Esta idea debe revisarse al estudiar la remuneración de ciertas acciones con interés permitidas por la Ley y aceptadas legalmente como acciones. En el ámbito financiero clásico destaca la distinción entre deuda y acciones, tomando como referencia sus retribuciones típicas: el interés y el dividendo. En la actualidad, el mercado financiero ha desarrollado productos que intentan obtener las ventajas de las acciones y de las deudas en materia de retribución, proponiéndose, por un lado, fórmulas de vincular la retribución del prestamista a la marcha próspera o adversa de la empresa prestataria, y del otro, medios para garantizar un privilegio retributivo mínimo al socio.

El estudio conjunto de la legislación y del mercado español nos lleva a afirmar que, en la práctica, se permite la remuneración de ciertas acciones independientemente de la existencia de beneficios, es decir, por medio de interés, aunque jurídicamente se le otorgue la denominación de dividendo. Esto es debido a que la legislación española mezcla conceptos jurídicos y económicos al considerar dividendo a toda retribución de las acciones, por lo tanto, en la legislación española será dividendo, y no interés, la remuneración concedida a todas las figuras consideradas como acciones. Así, nunca una acción concederá un interés en términos jurídicos, porque en caso contrario, el título pasaría a ser deuda, abandonando la consideración de acción¹⁶⁹⁸.

En definitiva, desde el punto de vista jurídico se debe considerar dividendo toda retribución de los accionistas, e interés toda retribución de una deuda, de tal forma, que si el título es una acción y la Ley permite su remuneración, no será legalmente interés, porque si no entraría en contradicción con art. 96 TRLSC. Así, la figura que la Ley española en cada momento considere jurídicamente acción, tendrá una remuneración denominada dividendo.

Económicamente serán pasivo no exigible todas las acciones que en su emisión no posean privilegios sobre los beneficios. En el caso que sí los posean, es necesario analizar cada privilegio para poder discernir si el título tiene naturaleza económica de pasivo exigible. Los privilegios sobre el beneficio admitidos jurídicamente por la legislación son cinco: preferencia, dividendo adicional, derecho a la acumulación, derecho a un porcentaje de la base repartible y derecho a un dividendo mínimo superior.

Aunque en la mayoría de los casos los criterios jurídicos y económicos coinciden, existe una ruptura entre ambos en el estudio de la remuneración de algunas acciones o PS.

¹⁶⁹⁸ La clave de esta interpretación se encuentra en el art. 15.1 a) y d) de la Segunda Directiva 77/91/CEE, donde, a pesar de que se rechazan las figuras retributivas de los socios que atenten contra la solvencia patrimonial de la sociedad con independencia de la denominación recibida, "se permite la retribución de las acciones mediante el pago de intereses, pago que, en todo caso, queda sometido a las mismas condiciones que la entrega de dividendos".

En el plano económico no debemos tener en cuenta su denominación (interés, dividendo fijo, garantizado o intercalario), sino la verdadera naturaleza económica de la remuneración, es decir, la dependencia de la gestión de la sociedad y de la voluntad de ésta.

En el plano jurídico un título es una deuda si recibe una remuneración independientemente de la existencia de resultados, siendo considerado un gasto financiero a efectos legales y fiscales. Por el contrario, un título es una acción si su remuneración se establece después del cálculo del beneficio, tiene la consideración jurídica de dividendos y no es ni gasto financiero ni gasto fiscalmente deducible.

Económicamente no es adecuado diferenciar un título en función de si su remuneración se realiza antes o después del cálculo del beneficio, o si es un gasto financiero o un dividendo a efectos fiscales o legales. El criterio económico consiste en considerar que un instrumento de pasivo financiero tendrá una remuneración independiente de la voluntad del emisor y de los resultados de la empresa, y que un instrumento de neto financiero retribuirá en función de la gestión de la sociedad y según su propia discrecionalidad. La prueba de que una remuneración es neto financiero es, que si no existen beneficios repartibles no se puede repartir, y aun existiendo beneficios repartibles, la empresa posee la potestad para no hacerlo.

Este razonamiento, derivado de la diferenciación de la masa de pasivo en función de la exigibilidad, ofrece un criterio económico para diferenciar los instrumentos de neto financiero de los instrumentos de pasivo financiero respecto al derecho de recibir ganancias. Según este criterio, un instrumento de neto financiero tiene una remuneración que necesita la existencia de netos repartibles (beneficios o reservas disponibles) y que el reparto sea decidido por el órgano gerencial; por el contrario, un instrumento de pasivo financiero tiene una remuneración que no depende de ninguno de estos factores¹⁶⁹⁹.

El emisor de instrumentos de neto financiero solamente está obligado a entregar riqueza a los titulares cuando la dirección tome un acuerdo de distribución o haya llegado el momento de la liquidación; por esta razón, en un neto financiero, aunque existan beneficios repartibles, el administrador de la empresa emisora puede tomar la decisión de no remunerar.

En definitiva, son pasivos financieros los productos que concedan una remuneración prefijada independiente de la voluntad del emisor y de los resultados de la empresa. Por otro lado, son instrumentos de neto financiero las emisiones que concedan un mayor porcentaje en el reparto que al resto de los accionistas, siempre que al reparto del dividendo se anteponga la necesidad de un beneficio repartible y la voluntad del administrador en repartirlo.

Este criterio clasificatorio está basado en el concepto clásico de participación en el neto del emisor, el cual supone que en los instrumentos que participan en la cuota liquidativa de la sociedad, la parte no recibida como remuneración durante la vida de la sociedad, será recibida al final de ésta, y que aunque los titulares de este tipo de instrumentos preferirían recibirlos lo más pronto posible, nada obliga a la sociedad a entregarlos antes de su extinción. Por esta razón, las decisiones judiciales o legislativas que obligasen al reparto a las acciones que participan del pasivo no exigible de la sociedad, irían en contra de la propia naturaleza del título.

Los titulares de un instrumento de neto financiero poseen una remuneración menos segura que la de un pasivo financiero; en cambio, el rendimiento de un instrumento de neto financiero no tiene límite máximo, como sí ocurre con el de un pasivo financiero.

¹⁶⁹⁹ La calificación contable de los instrumentos financieros emitidos por la sociedad con la denominación de acciones, y de la primas de emisión que las pueden acompañar, son totalmente independientes. La emisión de acciones puede tener la calificación contable de pasivo financiero o de neto financiero. La emisión puede ser a la par o sobre la par; en caso de que la emisión sea sobre la par, independientemente de la calificación del instrumento financiero, la prima de emisión siempre debería reconocerse como patrimonio propio.

La remuneración de un neto financiero no es una obligación contractual de la empresa, sino que es pagadera a discreción del emisor, quien tiene pleno poder para omitirla. La omisión de la retribución de un instrumento de neto financiero no es un incumplimiento de la obligación de la empresa con sus inversores, sin embargo, toda empresa está obligada a pagar la remuneración de los pasivos financieros si se cumplen las condiciones y plazos.

La principal ruptura entre el concepto jurídico y económico en España es la inclusión, en la D.A. decimoquinta de la LRLMV, de la obligación de entregar el dividendo preferente en el ejercicio que el emisor posea beneficios¹⁷⁰⁰. La redacción del art. 95 del TRLSC puede ofrecer dudas sobre si la obligatoriedad del reparto en cuanto existan beneficios repartibles, es sólo aplicable a las acciones preferentes o al resto de acciones privilegiadas. No obstante, la redacción de la Comisión de Expertos y de la enmienda nº 99 del Grupo Parlamentario Catalán sobre el art. 50.3 del TRLSA, precedente del art. 95 del TRLSC, deja claro que esta preferencia debe ser aplicada a todas las clases de acciones que reconozcan una preferencia en el cobro de la remuneración. Tienen preferencia en el cobro las acciones preferentes, las que posean un dividendo adicional, las acciones sin voto con dividendo adicional acumulativo y cualquier privilegio del derecho a recibir ganancias. Tras esta modificación, es necesario establecer un análisis económico de cada uno de los privilegios jurídicos de los dividendos para el caso español.

* Preferencia. Las acciones preferentes son una clase de acciones que se favorecen de una jerarquía temporal positiva en el reparto de dividendos respecto otras clases. El dividendo preferente ofrece un privilegio de carácter temporal, aunque no cuantitativo, sobre la remuneración.

De esta forma, una vez la sociedad emisora decide conceder dividendos a los titulares de un instrumento de privilegio preferente, les remunera en un momento anterior en el tiempo respecto a los accionistas de las clases ordinarias.

El art. 95 TRLSC obliga a la empresa emisora de acciones con dividendo preferente (siendo cotizada o no cotizada sin mención en contra) a conceder el dividendo a los accionistas privilegiados en el primer ejercicio que existan beneficios distribuibles.

La inclusión del concepto de distribuible tiene dos consecuencias. La primera es que para retribuir a los accionistas no sólo tenemos que esperar a tener beneficios, sino que, además, debemos esperar a tener beneficios una vez deducidas una serie de obligaciones que tiene la sociedad (reservas legales, reservas por fondo de comercio y reservas estatutarias entre otras).

¹⁷⁰⁰ El TRLSA y el TRLSC establecen una misma regulación, flexible para no cotizadas y rígida para cotizadas, pero con una redacción bien distinta. La D.A. decimoquinta de la LRLMV adiciona el apartado 3 al art. 50 del TRLSA: “Cuando el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, la sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles. Los Estatutos habrán de establecer las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo preferente, si este tiene o no carácter acumulativo con relación a los dividendos no satisfechos, así como los eventuales derechos de los titulares de estas acciones privilegiadas con relación a los dividendos que puedan corresponder a las acciones ordinarias. Estas no podrán en ningún caso recibir dividendos con cargo a los beneficios de un ejercicio, mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al mismo ejercicio. El mismo régimen establecido en el pár. primero del presente apartado será aplicable a las sociedades no cotizadas, salvo que sus Estatutos dispongan otra cosa”. En la actualidad, el art. 95 TRLSC recoge que “Cuando el privilegio consista en el derecho a obtener un dividendo preferente, las demás participaciones sociales o acciones no podrán recibir dividendos con cargo a los beneficios mientras no haya sido satisfecho el dividendo privilegiado correspondiente al ejercicio. La sociedad, salvo que sus estatutos dispongan otra cosa, estará obligada a acordar el reparto de ese dividendo si existieran beneficios distribuibles. Los estatutos habrán de establecer las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo preferente, si este tiene o no carácter acumulativo en relación a los dividendos no satisfechos, así como los eventuales derechos de los titulares de estas participaciones o acciones privilegiadas en relación a los dividendos que puedan corresponder a las demás”. Por su parte, en el art. 498 TRLSC aparece que “Cuando el privilegio conferido por acciones emitidas por sociedades cotizadas consista en el derecho a obtener un dividendo preferente la sociedad estará obligada a acordar el reparto del dividendo si existieran beneficios distribuibles, sin que los estatutos puedan disponer otra cosa”.

La segunda es que para calcular el dividendo a entregar siempre que existan beneficios distribuibles, deben tenerse en cuenta las reservas disponibles por la empresa independientemente de su origen, sean beneficios de este ejercicio o de anteriores, por supuesto, cumpliendo las restricciones sobre el reparto que establece el TRLSC para cualquier dividendo.

En el contrato de emisión debe constar las consecuencias de la falta de pago del dividendo preferente y, entre ellas, si el importe impagado es o no acumulativo a los ejercicios siguientes.

Una vez todos los accionistas con dividendos preferentes los hayan recibido, los accionistas ordinarios podrán exigir el cobro de su dividendo, pero nunca se podrán distribuir dividendos a las acciones ordinarias en un ejercicio, sin haber satisfecho con anterioridad el dividendo preferente.

Con la legislación española anterior a 1998, una preferencia en el reparto de dividendos debería ser registrada siempre como neto financiero. Estas acciones o PS no obligarían al emisor a repartirlos, sino que si el emisor acuerda repartirlos debería remunerar antes a los titulares de acciones preferentes. De esta manera, un título mantendría la condición de neto financiero si la empresa emisora decidiera no remunerar a los titulares aunque posea beneficios. La simplicidad de este tratamiento queda modificada con la LRLMV que obliga, a las sociedades cotizadas y a las no cotizadas sin mención estatutaria en contra, a conceder dividendos en el primer ejercicio que tuvieran beneficios distribuibles; esta situación anula la voluntad del órgano gestor de la sociedad emisora, por lo que deberían ser registrados como instrumentos de pasivo financiero.

Si una empresa no cotizada establece en sus estatutos que no es obligatorio conceder el dividendo privilegiado en el primer ejercicio que tuviera beneficios distribuibles, el título debería ser registrado como un instrumento de neto financiero.

En resumen, en la legislación española actual, tanto las sociedades cotizadas como las no cotizadas sin mención estatutaria en contra, están obligadas a conceder remuneración en el primer ejercicio en el que tuvieran beneficios distribuibles, por lo que el emisor debería registrar esas fuentes de financiación como instrumentos de pasivo financiero. Por el contrario, las empresas no cotizadas que establezcan en sus estatutos la no obligatoriedad de conceder el dividendo privilegiado en el primer ejercicio en el que tengan beneficios distribuibles, teniendo la potestad de no concederlo, deberán registrar esa fuente de financiación como un instrumento de neto financiero. El cuadro 4 resume la consideración económica de las acciones preferentes.

Cuadro 4. Consideración económica de las acciones preferentes

	EMPRESAS COTIZADAS	EMPRESAS NO COTIZADAS
La empresa está obligada estatutariamente a repartir el dividendo en cuanto aparezca un beneficio distribuible	Pasivo Exigible	Pasivo Exigible
La empresa rechaza estatutariamente la obligación de repartir el dividendo en cuanto aparezca un beneficio distribuible	Pasivo Exigible	Pasivo No Exigible

Fuente: elaboración propia

* Dividendo adicional. Consiste en el reparto de una parte de los beneficios distribuibles entre una o varias clases de acciones. Una vez recibido este dividendo, se sitúan en igualdad de condiciones con las otras clases de acciones para recibir el resto del beneficio repartible. La diferencia entre las acciones preferentes y las que posean dividendo adicional es que estas

últimas se benefician del dividendo privilegiado y posteriormente tienen derecho a recibir el dividendo restante como el resto de acciones, sin embargo, las acciones preferentes reciben los dividendos en un momento anterior al resto, pero posteriormente no tiene derecho a ningún dividendo adicional.

El dividendo adicional aparece explícitamente en el TRLSC para regular el tratamiento de las acciones sin voto, donde sus titulares tienen el derecho a percibir el dividendo anual mínimo fijo o variable que establezcan los Estatutos sociales; una vez concedido el dividendo mínimo, tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias. Existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo. La peculiaridad de algunas acciones sin voto es que sus titulares son beneficiarios de dos derechos: dividendo adicional y acumulación¹⁷⁰¹.

La regulación anterior a 1998 de este privilegio no conllevaba la exigibilidad de recursos por parte del titular, por lo que el emisor debería considerar la contrapartida del título como un instrumento de neto financiero. Sin embargo, desde la D.A. decimoquinta de la LRLMV, y suponiendo una homogeneidad en la Ley, la entrega de riqueza es obligatoria cuando existan recursos repartibles, por lo que el instrumento financiero tendrá derecho de exigibilidad y la empresa emisora debe considerarla pasivo financiero.

* Derecho a la acumulación. En este caso el derecho a recibir remuneración no desaparece si no existen beneficios no distribuibles en ese ejercicio, sino que se extiende a posteriores; esto es, si no existen beneficios repartibles en este ejercicio se acumulan a los siguientes, hasta que existan beneficios repartibles y se cobren todos los no realizados hasta ese momento. La inclusión de este derecho protege al inversor de todas las posibles actuaciones de la empresa para infravalorar los beneficios del ejercicio.

El derecho de acumulación se puede añadir a cualquier otro privilegio sobre las ganancias (dividendo preferente, dividendo adicional...), aunque la legislación española únicamente regula explícitamente este derecho en el art. 99 TRLSC para algunas acciones sin voto.

El privilegio acumulativo concede un derecho a que se acumulen los dividendos en los ejercicios en los que no se apruebe el reparto. La sociedad emisora está obligada a abonar los dividendos atrasados de sus instrumentos con privilegio de dividendo acumulado, antes de remunerar sus acciones ordinarias. Para que una retribución acumulativa tuviese la consideración de remuneración de neto financiero, la empresa emisora debería tener la facultad de poder decidir si entregar la remuneración o no en el ejercicio que posea beneficios repartibles. Sin embargo, el tratamiento de la legislación española convierte al título en un instrumento de pasivo financiero, pues existe la obligación de entregarlo en cuanto genere beneficios.

Suponiendo una homogeneidad en la Ley, la sociedad, salvo que sus estatutos dispongan otra cosa, estará obligada a acordar el reparto de los dividendos acumulativos y acumulados en cuanto la empresa posea beneficios, independientemente de la voluntad del emisor (art. 95.2 TRLSC). Igual ocurre con las acciones sin voto (art. 99 TRLSC), que poseen un dividendo adicional y un derecho a la acumulación, y que también están obligadas a que cuando existan beneficios se concedan los dividendos adicionales y acumulativos.

Aceptando este razonamiento, los instrumentos financieros que posean el derecho a la acumulación son pasivos financieros, ya que conceden a sus titulares una remuneración

¹⁷⁰¹ La única emisión de acciones realizada en España con un dividendo adicional sin ser una acción sin voto es la emitida por la sociedad "Española de Viviendas de Alquiler (CEVASA)", ya que cuando se emitieron en 1970 no estaban reguladas las acciones sin voto en nuestra legislación. Las acciones de CEVASA son preferentes con derecho a percibir un dividendo de hasta el 7,5% de su valor nominal con carácter fijo preferente a las ordinarias y, además del dividendo preferente, también tienen derecho a recibir el dividendo de las acciones ordinarias.

independiente de la voluntad del empresario. La empresa tiene la obligación de abonar los dividendos privilegiados, en consecuencia, deberían ser considerados pasivos exigibles tanto los dividendos decididos por la Junta, como los no decididos en este ejercicio y acumulados de ejercicios anteriores.

Las acciones o PS que están obligadas a acumular los dividendos en los periodos que haya pérdidas hasta el primer ejercicio en que existan beneficios distribuibles, deberán considerarse pasivo financiero, porque normalmente generarán beneficios repartibles en algún ejercicio. Con carácter excepcional, si la empresa llega a la finalización de su vida con anterioridad a que algún ejercicio tenga beneficios, se debería producir un ingreso extraordinario al compensar ese pasivo¹⁷⁰².

* Derecho a un porcentaje de la base repartible. La base de reparto se divide entre los accionistas, pero una emisión se asegura un porcentaje sobre la base repartible o sobre los beneficios de este ejercicio cada vez que la sociedad tome la decisión de repartir dividendos. Por esta razón, un instrumento financiero con este derecho es un neto financiero, porque el reparto del dividendo depende de la consecución de un beneficio repartible y de la voluntad de la gerencia para entregarlo.

* Derecho de un dividendo mínimo superior. El dividendo mínimo aparece regulado en el art. 218 del TRLSC, donde se garantiza un dividendo del 4% de los beneficios, o un porcentaje superior si así lo establecen los Estatutos, a entregar a los accionistas antes de retribuir a los administradores. La regulación estatutaria que conceda un dividendo mínimo superior es generadora de clase, porque establece un privilegio sobre las emisiones que no posean ese derecho. Un privilegio de aumentar el dividendo mínimo del art. 218 del TRLSC, sólo será concedido si existen beneficios y existe la voluntad de la empresa emisora, por lo que es un instrumento de neto financiero.

* Acciones sin voto. Los titulares de las acciones sin voto pueden ser beneficiarios de dos derechos: dividendo adicional y acumulación. La legislación mercantil española convierte a todas las acciones sin voto que tengan cualquiera de los dos derechos en pasivos financieros, porque lo que ambos privilegios llevan a cualquier título sin voto a ser considerado pasivo financiero.

El análisis económico de cada uno de los privilegios de los dividendos admitidos jurídicamente en España debe ser comparado con el tratamiento en Estados Unidos. Mientras que el análisis económico de la legislación americana respecto al derecho de rescate es análogo al español, en el análisis para el derecho a recibir beneficios existen diferencias provocadas por figuras que solamente reconoce una legislación, y por figuras reconocidas en ambos ordenamientos pero con esencia económica diferente.

Las diferencias entre ambas legislaciones se derivan de que la normalización española obliga, a las empresas que emiten algunas acciones con privilegios sobre la remuneración, a entregar dividendos en cuanto obtengan beneficios, lo que conlleva conceptuar algunas acciones o PS privilegiadas en el derecho al beneficio como pasivo financiero. Por el contrario, en Estados Unidos ninguna de las acciones con privilegios en el derecho de los beneficios ofrece garantía contractual de cobrar los dividendos, ya que no aseguran que los dividendos serán pagados, simplemente aseguran que les serán abonados los dividendos antes que a los accionistas ordinarios. Como la legislación estadounidense respeta la voluntad del emisor para distribuir remuneración, son neto financiero.

¹⁷⁰² Para el IASB la acumulación no es representativa a la hora de identificar la naturaleza económica de un instrumento financiero. Vid. IASB: International Accounting Standard nº 39: *Financial Instruments: Recognition and measurement*, december, IASB, 1998, London. Estamos de acuerdo con su razonamiento, ya que este pronunciamiento se refiere a la acumulación tal como lo define la legislación estadounidense, donde la acción con privilegio de acumulación no está obligada a la concesión del dividendo cuando la empresa posee beneficio, por lo que es un instrumento de neto financiero. En nuestro país ocurre lo contrario, si no se concede dividendo porque existen pérdidas, se acumula hasta el primer ejercicio en que existan beneficios repartibles.

En la normativa estadounidense las acciones con privilegios en los derechos al beneficio, al igual que ocurre en las acciones ordinarias, llegan a ser deudas solamente cuando la entrega de remuneración sea decidida por la empresa emisora¹⁷⁰³.

La posible justificación de la asimetría del tratamiento jurídico del privilegio sobre el beneficio en España y en Estados Unidos tiene su origen en la diferente motivación que poseen las empresas de cada país a la hora de decidir el reparto. En la mayoría de los países, incluido Estados Unidos, el reparto se considera una cuestión de imagen y, cuando muchas sociedades necesitan recursos, prefieren pedirlos al mercado manteniendo sus pagos de dividendos en función de los beneficios; además, las compañías temen suprimir dividendos sin motivo porque la negativa al reparto puede disminuir la cotización. El interés internacional de ofrecer remuneración a los accionistas no tiene su reflejo en España. La tendencia actual de las sociedades españolas es reducir el reparto, obligando al ahorrador a esperar plusvalías únicamente de la venta de los acciones. Si las compañías extranjeras no son tan reacias como las españolas a repartir, conceder a los accionistas un porcentaje mayor sobre el reparto parece un considerable privilegio; el mismo privilegio concedido en España parece escaso, por lo que nuestro legislador establece que una vez se obtenga beneficio repartible debe entregarse el dividendo obligatoriamente.

La costumbre admitida generalmente en Estados Unidos de entregar beneficios repartibles de forma ordinaria, no significa que deba asumirse que siempre se realizará, sino que debe atenderse a los derechos y obligaciones derivados de los acuerdos contractuales. Por esta razón, son equivocadas las afirmaciones¹⁷⁰⁴ que consideran a todas las acciones privilegiadas con *floating dividend rates* como instrumentos similares a una deuda, tenga la empresa emisora obligación de entregar recursos ante las variaciones en el interés variable o pueda evitar su entrega.

Entre las figuras jurídicas españolas no reconocidas en los derechos de Estados Unidos se encuentra el "dividendo adicional". El dividendo de las acciones privilegiadas estadounidenses consiste en una cantidad fija constante e independiente de los resultados de la sociedad, por lo que puede darse el caso de que las acciones ordinarias concedan mayor dividendo que ellas. Las acciones privilegiadas norteamericanas tienen mayores probabilidades de recibir dividendos con regularidad que las acciones ordinarias, pero las ordinarias tienen mayores oportunidades de recibir más cuantiosos dividendos. De esta forma, en Estados Unidos, los accionistas privilegiados están protegidos de las pérdidas, pero en la mayoría de los casos, las épocas de aumento de riqueza no les afectan positivamente.

¹⁷⁰³ Vid. HUNT, P.; WILLIAMS, C.M.; DONALDSON, G.: *Basic Business Finance. Test and Cases*, Richard D. Irwing Inc., Homewood, Illinois, 1972, p. 327. SCHALL, LAWRENCE D.; HALEY, CHARLES W.: *Introduction to Financial Management*, Mc Graw-Hill, 1980, p. 697. TUNC, ANDRÉ: *Le droit American des Sociétés Anonymes*, Presses Universitaires de France, Paris, 1985, p. 56. MCCULLERS y VAN DANIKER, *op. cit.* 1985, p. 334. HEINKEL, R.; ZECHNER, J.: "The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, n° 1, march, 1990, p. 3. INGRAM, ROBERT W.; BALDWIN, B.A.: *Financial Accounting*, South-western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1998, p. 304. EPSTEIN, B.J.; MIRZA, A.A.: *Interpretation and application of International Accounting Standards*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998, p. 587. KIES DONALD E.; WEYGANDT, JERRY J.: *Intermediate Accounting*, 9ª ed., John Wiley & Son, New York, 1998, p. 775. La única opinión contraria la aporta COOK, el cual, reconoce la existencia de "ciertas emisiones de acciones con una estipulación contractual para entregar dividendos a sus titulares"; cuando este excepcional caso acontece, debe contabilizarse como pasivo financiero. Vid. COOK, K.: "Concepts and definitions", *Accountancy International*, July, 1999, p. 74.

¹⁷⁰⁴ Vid. FASB: Statement of Financial Accounting Standards n°. 105, *Disclosure of information about financial instruments with Off - Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk*, FASB, December, Norwalk, Connecticut, 1990, p. 10. HOUSTON, ARTHUR L.; HOUSTON, CAROL O.: "The Changing use of preferred stock", *Management Accounting*, december, 1991, p. 49. BREALEY, RICHARD A.; MYERS, STEWART C.: *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1996, p. 364.

Las únicas emisiones que podrían asemejarse al dividendo adicional español son las *participating preferred stock*, en las que se obtiene una cantidad fija de dividendos y si se alcanzan unas condiciones entran en el reparto, junto a las ordinarias, del exceso sobre el límite planteado. Sin embargo, el dividendo adicional concede un derecho a un porcentaje y, desde el principio, entra en la base de reparto del resto de los beneficios junto con los accionistas ordinarios.

A las *participating preferred stocks* les corresponde una cantidad por ser acciones preferentes y, además, entrarían en el reparto de las cantidades que superen estas condiciones, de la misma forma que las acciones ordinarias, pero sin que el emisor esté obligado a entregarlos en cuanto tenga resultados positivos; por esta razón, su naturaleza económica es de neto financiero.

Por su parte, si el dividendo adicional fuese reconocido en Estados Unidos debería ser registrado como neto financiero.

Otras figuras jurídicas americanas no reconocidas en el Derecho español son las *Adjustable preferred stock* y las *Dutch-auction-rate preferred stock*. La naturaleza económica de ambas debe partir de las condiciones definidas en el contrato; si el emisor debe entregar la remuneración en función de un índice, no estando la entrega supeditada a la voluntad del emisor, el título es pasivo financiero; por el contrario, si no está obligada a entregarla en cuanto tenga beneficios es un instrumento de neto financiero. En Estados Unidos deberían contabilizarlo siguiendo estas directrices, al igual que si alguna vez son incluidas en nuestro ordenamiento.

5.6. TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS DIFERENTES CLASES

La denominación más apropiada, para identificar las emisiones que conceden unos derechos no ordinarios, es el concepto de clase porque recoge las que posean más derechos, menos derechos o simplemente diferentes. El concepto de clases de acciones (o PS) debe ser identificado con exactitud, para lo cual es necesario registrar en cuentas diferentes cada una de ellas para aumentar la capacidad informativa. En el contexto internacional existe un importante número de empresas que no contabilizan adecuadamente las clases de acciones. En Estados Unidos se suele diferenciar las aportaciones de accionistas ordinarios¹⁷⁰⁵ y de privilegiados, pero no se identifican por separado las diferentes acciones privilegiadas, y lo que es más grave, entre las denominadas ordinarias, existen emisiones con diferentes derechos¹⁷⁰⁶. La legislación española debe obligar a individualizar las clases de acciones porque aumenta la información y porque permite conocer qué emisiones deben respetar, tanto el art. 94.1 TRLSC, donde se expresa que únicamente se podrán emitir observando las formalidades prescritas para la modificación de Estatutos, como el art. 293 TRLSC, sobre la lesión de los derechos de una clase de acciones.

Una vez reconocida la necesidad de individualizar las diferentes clases de acciones en la masa de pasivo, identificamos tres posturas para realizarla: basada en criterios jurídicos, aproximación económica y una propuesta totalmente económica.

La postura adoptada por el ordenamiento contable estadounidense y el recogido en el PGC 1990 es registrar las clases de acciones atendiendo a los criterios jurídicos (fondos propios, aportaciones de los propietarios, certificado de propiedad...), tanto mercantiles (recursos para proteger a los acreedores) como fiscales (remuneración deducible).

¹⁷⁰⁵ En EE.UU., cada compañía utiliza los términos contables que quiere para designar al capital contable: *Capital, Paid in Capital, Share Capital, Owner's initial contribution, etc.*

¹⁷⁰⁶ Por ejemplo, en la empresa *Harcourt General* (www.harcourt.com) coexisten dos emisiones de acciones ordinarias en la que su clase B no permite la transmisión de sus acciones excepto a miembros familiares, mientras que la otra emisión posee un derecho de transmitir sus acciones libremente.

Los principios contables estadounidenses (USGAAP) no distinguen entre acciones privilegiadas y ordinarias a efectos de clasificación en el Balance, ya que ambas se sitúan dentro del apartado *Stockholder's equity*, reflejando la naturaleza jurídica de las acciones.

Ninguna legislación estadounidense regula la forma de diferenciar las clases de acciones, por lo que la única referencia al respecto se encuentra en la doctrina. Diferenciamos dos posturas, la primera, en la que los derechos y obligaciones de cada clase de acciones pueden ser diferenciados por registro en cuentas diferentes o en la misma cuenta con diferenciación en la Memoria¹⁷⁰⁷; y una segunda, en la que únicamente se permite la representación contable de las aportaciones de cada clase en diferentes cuentas del Balance¹⁷⁰⁸.

En el PGC 1990 las acciones estaban contabilizadas también con criterios jurídicos exclusivamente; así, la cuenta de capital reflejaba las aportaciones de los accionistas, fuesen de la clase que fuesen. Esta cuenta se integraba en los fondos propios que reflejaban la aportación de los propietarios a la sociedad. Dado que la Ley permitía la existencia de diferentes tipos de acciones, la cifra de capital social podía subdividirse de acuerdo con las características de cada tipo de acción emitida (ordinario, privilegiado, con derechos restringidos). La distinción entre las cuentas de capital de las diferentes clases de acciones existentes se consideraba necesaria, basándose en que no todas las aportaciones de los socios conferían los mismos derechos. En el supuesto de la existencia de varias clases de acciones, las empresas españolas debían mencionar de forma expresa el número y el valor nominal de las pertenecientes a cada una de ellas¹⁷⁰⁹.

Frente a la postura anterior, encontramos una aproximación al fondo sobre la forma, materializada en una agrupación independiente del pasivo y del neto. Esta idea consiste en la utilización de una partida intermedia entre deuda y fondos propios, denominada por diferentes organismos contables (AASB, ASB, FASB, IASB, NZSA) como *Mezzanine Section*, Tercer capital, *Temporary Equity* o *Contingent Equity Financing*, para incluir las acciones privilegiadas que comparten características de deuda y acción¹⁷¹⁰.

Este enfoque se basa en que las acciones privilegiadas se encuentran a medio camino entre la deuda y las acciones ordinarias, combinando características de ambas. Como deuda aseguran una remuneración prácticamente fija y tienen preferencia en la cuota de liquidación sobre las ordinarias; como fondos propios los accionistas privilegiados poseen una remuneración subordinada a la deuda.

Según los partidarios de esta forma de registro se debería incorporar una tercera agrupación en el pasivo, diferente a los fondos propios y los pasivos exigibles, en la que se incluirían las acciones confeccionadas como combinación de las cualidades de las deudas y de las acciones¹⁷¹¹.

¹⁷⁰⁷ Vid. EPSTEIN, B.J.; MIRZA, A.A.: *Interpretation and application of International Accounting Standards*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998, p. 582.

¹⁷⁰⁸ Vid. MC MULLERS; VAN DANIKER: *op. cit.* 1985, p. 334. KIMMEL, PAUL, D.; WARFIELD, TERRY D.: "The usefulness of hybrid security classifications: evidence from redeemable preferred stock", *The Accounting Review*, vol. 70, n° 1, January, 1995, pp. 151-167. HARTMAN, B.P.; HARPER, R.M.; KNOBLET, J.A.; RECKERS, P.M.: *Intermediate accounting*, South-Western College Publishing, Cincinnati, 1997, p. 955. KIMMEL, PAUL, D.; WEYGANDT, JERRY J.; KIESO, DONALD, E.: *Financial accounting*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998, p. 500. INGRAM, ROBERT W.; BALDWIN, B.A.: *Financial Accounting*, South-western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1998, p. 312.

¹⁷⁰⁹ Vid. AECA: *Ingresos*, serie principios contables, documento número 13, junio, 2ª edición, AECA, Madrid, 1992, pár. 21. Cfr. Art. 200 TRLSA y 260 TRLSC.

¹⁷¹⁰ Un ejemplo de *Mezzanine Section*, Tercer capital o *Temporary Equity* se encuentra en la legislación contable francesa, donde los híbridos de capital se separan de los netos y pasivos exigibles, incluyendo los *titres participatifs* en el apartado *Autres fonds propres* (PGC I. 31).

¹⁷¹¹ La incorporación de las acciones privilegiadas de forma diferenciada de los fondos propios y de las deudas es apoyada por diversos autores. Vid. TUNC, ANDRÉ: *Le droit American des Sociétés Anonymes*, Presses Universitaires de France, Paris, 1985, p. 56. GREENE, R.: "What, and Whose, Bottom Line?", *Forbes*, October, 1988, 7, p. 101. SPILLER, E.A.; GOSMAN, M.L.: *Financial Accounting Basic Concepts*, Richard D. Irwin,

Entre las interpretaciones que conceden los diferentes organismos sobre esta posible agrupación independiente, nos encontramos con la normativa del SEC¹⁷¹², que obliga a las empresas cotizadas a diferenciar las *redeemable preferred stock* y las *nonredeemable preferred stock* de las deudas y de las acciones ordinarias. En la agrupación *redeemable preferred stock* se incluyen las acciones privilegiadas con fecha de rescate predeterminada o a voluntad del inversor, incorporando en las *nonredeemable preferred stock* el resto de acciones privilegiadas.

En 1989 *The Office of the Comptroller of the Currency (OCC)*, *The Federal Reserve Board* y *The Federal Deposit Insurance Corporation* unificaron criterios para dividir la financiación de los bancos en tres categorías. La primera incluye los accionistas ordinarios y las acciones privilegiadas no acumulativas. La segunda registra las acciones privilegiadas con dividendos acumulables, con fecha de rescate prefijada, con un dividendo prefijado en función de las condiciones del mercado o con un derecho de conversión. La última recoge separadamente la financiación con deudas.

El FASB¹⁷¹³ propone reconocer una partida denominada *temporary equity* o *contingent equity financing*, independiente de los fondos propios y del pasivo, donde se incluirán todas las acciones rescatables, excepto las que sean a opción del emisor¹⁷¹⁴. AICPA¹⁷¹⁵, ARSC¹⁷¹⁶ e

Homewood, Illinois, 1988, p. 486. WOODS, C.C.III; BULLEN, H.G.: "An overview of the FASB's financial instruments project", *Journal of Accountancy*, November, 1989, 42-47. SCHOREDER *et al. op. cit.* 1991, p. 303. NAIR, R.D.; RITTENBERG, L.E.; WEYGANDT: "Accounting for redeemable preferred stock: unresolved issues", *Accounting Horizons*, vol. 4, n° 2, June, 1990, 33-41. NAIR, R.D.; RITTENBERG, L.E.; WEYGANDT: "Accounting for interest rate swaps, a critical evaluation", *Accounting Horizons*, vol. 4, 1990, 20-30. BARTH, M.E.; LANDSMAN, W.R.; RENDLEMAN, J.: "Accounting for financial instruments: An option pricing-based approach to measuring corporate debt", *Working paper*, Harvard Business School, Boston, 1993. KIMMEL, PAUL, D.; WARFIELD, TERRY D.: "The usefulness of hybrid security classifications: evidence from redeemable preferred stock", *The Accounting Review*, vol. 70, n° 1, January, 1995, pp. 151-167, p. 152. HARTMAN, B.P.; HARPER, R.M.; KNOBLET, J.A.; RECKERS, P.M.: *Intermediate accounting*, South-Western College Publishing, Cincinnati, 1997, p. 957. SKOUSEN, K. FRED; ALBRECHT, W. STEVE; STICE, JAMER. D.; STICE, E.K.: *Financial Accounting*, South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1998, p. 504. EPSTEIN; MIRZA.: *op. cit.*, 1998, p. 41. KIES DONALD E.; WEYGANDT, JERRY J.: *Intermediate Accounting*, 9ª ed., John Wiley & Son, New York, 1998, p. 776. INGRAM, ROBERT W.; BALDWIN, B.A.: *Financial Accounting*, South-western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1998, p. 312.

¹⁷¹² Vid. SEC: "Accounting Series Release n° 268 (ACR 28), Presentation in Financial Statements of "Redeemable Preferred Stocks", en *SEC Accounting Rules*, Commerce Clearing House, Chicago, 1979.

¹⁷¹³ Vid. FASB: Statement of Financial Accounting Standards n° 105, *Disclosure of information about financial instruments with Off - Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk*, FASB, December, Norwalk, Connecticut, 1990, p. 200.

¹⁷¹⁴ El FASB exige que la información referente a la estructura de capital se muestre por separado en tres categorías. La primera es información sobre valores. La entidad debe proporcionar en sus Estados Financieros una explicación resumida de los derechos y privilegios que afectan a los diversos tipos de valores en circulación: condiciones del privilegio sobre dividendos, condiciones del privilegio sobre la cuota de liquidación, condiciones del derecho de acumulación, precio y fechas de rescate, precios y plazos de conversión. Además de la información sobre los derechos y privilegios asociados a los valores, deberá exponerse el número de acciones emitidas en la conversión, el ejercicio o el cumplimiento de las condiciones requeridas durante el período fiscal anual más reciente y durante los períodos intermedios siguientes. Vid. FASB: Statement of Financial Accounting Standards n° 129, *Disclosure of information about capital structure*, Stanford, Connecticut, 1997, párs. 4 y 5. La segunda es preferencia de liquidación de las acciones privilegiadas. La sociedad debe reflejar la preferencia de liquidación de acciones privilegiadas y la cantidad total o por acción de demoras de pago en acciones privilegiadas acumulativas. *Ibidem*, párs. 6 y 7. La tercera es acciones rescatables. La empresa reflejará los requisitos de amortización de todas las emisiones de acciones amortizables a precios fijos, determinables en fechas fijas o determinables en cada uno de los cinco ejercicios siguientes. *Ibidem*, p. 8.

¹⁷¹⁵ Vid. AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA): *APB Opinion n° 16, Business Combinations*, AICPA, August, New York, 1970.

¹⁷¹⁶ Vid. ACCOUNTING RESEARCH STEERING COMMITTEE OF THE ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (ARSC): *Accounting Guideline: Term-Preferred Shares*, CICA Handbook, CICA, December, Toronto, 1977.

ICAEW¹⁷¹⁷ también diferencian las acciones rescatables, excepto las que sean a opción del emisor, del resto de acciones y deudas¹⁷¹⁸.

La normalización contable española parte, con acierto, del rechazo de establecer una partida intermedia entre acciones y deudas, para incorporar las acciones privilegiadas con características de ambas. Al establecer unas partidas en el pasivo para recoger unas clases de acciones con las características de pasivo financiero, el legislador rehúsa de forma clara la utilización de una partida intermedia entre deuda y fondos propios, para incluir las acciones privilegiadas que comparten características de deuda y acción. Este rechazo mejora ostensiblemente el análisis de las Cuentas Anuales. La consideración de las acciones privilegiadas internacionalmente como una categoría independiente entre el pasivo y los fondos propios puede ser válida en teoría, pero ante el análisis económico-financiero de las Cuentas Anuales posee desventajas evidentes. La solución doctrinal adoptada ante estas situaciones es aplicar ratios diferentes para evaluar cada una de las tres agrupaciones del pasivo: pasivo exigible, acciones privilegiadas y acciones ordinarias. Así al menos es utilizado para las siguientes ratios: *Earnings per shares*¹⁷¹⁹, *Yield on common stock and price-earnings ratio*¹⁷²⁰, *Net income as a percentage of average stockholder's equity*, *Equity (stockholder's equity) ratio*¹⁷²¹, *Return on common equity (ROE)*¹⁷²², *Dividend yield*¹⁷²³, *Paidout ratio*¹⁷²⁴, *Number of times preferred dividends earned*¹⁷²⁵, *Yield on preferred stock*¹⁷²⁶, *Coverage of dividends on preferred stock*¹⁷²⁷. Esta situación es especialmente complicada para el cálculo de ratios de comparación entre las masas del pasivo, por ejemplo, en la ratio *Stockholder equity/debt ratio*, ya que las acciones privilegiadas son incluidas en el pasivo exigible¹⁷²⁸ o en los fondos propios¹⁷²⁹ según los autores.

En definitiva, al diferenciar por medio de criterios jurídicos, los fondos propios de los ajenos, únicamente se consigue mostrar las restricciones mercantiles que permitan un cierto nivel de seguridad en el tráfico mercantil. Por otro lado, no parece adecuado incorporar una tercera agrupación independiente del capital y del pasivo, ya que una división adicional de la masa de pasivo empeoraría el análisis de las Cuentas Anuales y el reflejo de la situación económica de la empresa. Frente a las dos posturas anteriores, lo correcto parece atender a los criterios totalmente económicos, estableciendo una diferenciación de los instrumentos financieros en función de la naturaleza contractual del título.

La propuesta económica consiste en contabilizar las fuentes de financiación de la empresa en función de los derechos y obligaciones económicas que se derivan del contrato, sin tener en cuenta las concepciones mercantiles y fiscales. Para ello, aplicamos el criterio económico de exigibilidad (la obligación o no, por parte del emisor de entregar recursos antes

¹⁷¹⁷ Vid. INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (ICAEW): Technical Committee of the Institute of Chartered Accountants in England and Wales, *Technical Release n° 677: Accounting for Complex Capital Issues*, ICAEW, November, London, 1987.

¹⁷¹⁸ Entre las empresas que se acogen al reconocimiento de las acciones privilegiadas en un apartado diferenciado se encuentra *Sprint Corporation* (www.sprint.com).

¹⁷¹⁹ Vid. EDWARDS, J. D.; HERMANSON, R.G.; MAHER, M.W.: *Managerial Accounting, with ethics cases*, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1994, p. 156. EPSTEIN, B.J.; MIRZA, A.A.: *Interpretation and application of International Accounting Standards*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998, p. 606.

¹⁷²⁰ Vid. EDWARDS; HERMANSON; MAHER: *Managerial Accounting ... op. cit.*, p. R121.

¹⁷²¹ Vid. ACCOUNTING STANDARDS BOARD (ASB): *Presentation of financial information*, Statement of principles, ASB, London, 1995.

¹⁷²² Vid. DOMINIAC, G.F.; LOUDERBACK III, J.G.: *Managerial Accounting*, South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1997, p. 845.

¹⁷²³ Vid. *Ibidem*, p. 845.

¹⁷²⁴ Vid. KIMMEL, PAUL, D.; WEYGANDT, JERRY J.; KIESO, DONALD, E.: *Financial accounting*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998, p. 511.

¹⁷²⁵ Vid. EDWARDS, J. D.; HERMANSON, R.G.; MAHER, M.W.: *Managerial Accounting ... op. cit.*, p. 156.

¹⁷²⁶ Vid. *Ibidem*, p. 159.

¹⁷²⁷ Vid. HILTON, R.W.: *Managerial Accounting*, Mc Graw-Hill, New York, 1994, p. 909.

¹⁷²⁸ Vid. PENDLEBURY, M.; GROVES, R.: *Company accounts. Analysis, interpretation and understanding*, Alden Press, Osney Mead, Oxford, 1999, p. 149.

¹⁷²⁹ Vid. HILTON, R.W.: *Managerial Accounting*, Mc Graw-Hill, New York, 1994, p. 909.

de la extinción de la sociedad) en vez de la diferenciación jurídica del pasivo, basada en recursos propiedad de los accionistas y recursos no propiedad del accionista, y la diferenciación fiscal, atendiendo a si la remuneración es deducible o no.

Si atendemos a la naturaleza económica del título, clasificaremos la masa patrimonial de pasivo en dos únicas agrupaciones: exigible y no exigible. En virtud de este criterio clasificatorio diferenciamos las fuentes de financiación como instrumentos de pasivo financiero o de neto financiero, incorporando los primeros en el pasivo exigible y los segundos en el pasivo no exigible. En un primer momento los pasivos no exigibles están formados únicamente por la aportación de los titulares de neto financiero a la sociedad, posteriormente aumentar o disminuir por la variación del resto de pasivos no exigibles.

Para clasificar un instrumento como pasivo financiero o como neto financiero es necesario atender exclusivamente a las consecuencias contractuales. No estamos de acuerdo con el IASB¹⁷³⁰ que pretende contabilizar como pasivo financiero un título con características de neto financiero en el contrato de emisión, pero que es reconducido artificialmente por la empresa emisora hasta convertirlo en un elemento con rasgos de pasivo financiero. Este organismo ofrece como ejemplo una acción preferente que no contemple el rescate obligatorio o el rescate a voluntad del tenedor, pero que incorpore el derecho a un dividendo obligatorio creciente, de manera que, en un futuro predeterminado, la rentabilidad por dividendo pueda estar programada en un tipo tan alto que el emisor se vea impedido a rescatar el instrumento por razones económicas. En la misma situación se encontraría la estrategia de la empresa al intentar, por ejemplo, conceder un dividendo obligatorio. En ambas situaciones, debemos atender a los efectos contractuales, porque es a lo que está realmente obligada la sociedad. Las estrategias artificiales pueden modificarse a voluntad de la empresa, lo que necesariamente debería producir una variación en el registro contable que perjudicaría la representación del principio de uniformidad.

5.7. TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS ACCIONES SIN VOTO

El tratamiento individualizado del registro de las acciones sin voto dentro del PGC 2007/PGC-PYMES sólo ha sido analizado por AECA.

Para AECA, basado en lo establecido en la NIC 32, las acciones sin voto serán pasivo financiero siempre que exista una obligación a repartir un dividendo imposible de evitar por el emisor. En concreto, el documento señala que debe considerarse que las acciones privilegiadas son instrumentos financieros compuestos, donde el valor actual de los dividendos ordinarios a pagar en el futuro representará el pasivo financiero y el restante importe recibido en la emisión sería un instrumento de patrimonio neto. No obstante, en la mayoría de los casos esta separación no será fácil realizar, por lo que en general, para la mayoría de los casos, AECA recomienda calificar todo el instrumento como un pasivo financiero¹⁷³¹.

Además, en el punto 2.2 del documento de AECA, se ejemplifica varios supuestos de emisiones con remuneración predeterminada en los que la empresa emisora no pueda evitar su pago, y cita a las acciones sin voto con remuneración prefijada¹⁷³².

Parte de la doctrina¹⁷³³ propone clasificar las acciones sin voto como un instrumento financiero compuesto (al igual que aparece establecido y registrado en el documento 25 de

¹⁷³⁰ Vid. IASB: International Accounting Standard nº 39: *Financial Instruments: Recognition and measurement*, december, IASB, 1998, London, pár. 22.

¹⁷³¹ AECA: Calificación contable de instrumentos financieros: Distinción pasivo patrimonio neto, documentos 25 Principios contables, septiembre, AECA, Madrid, 2008, pp. 35 y 37.

¹⁷³² En este caso, el instrumento financiero citado será un activo financiero para el suscriptor o tenedor y un pasivo para el emisor. *Ibidem.*, p. 16.

¹⁷³³ Vid. SEBASTIAN CASTRO, F.; ROMANO APARICIO, J.: Contabilidad de instrumentos financieros y combinación de negocios, CEF, Madrid, 2008, p. 378-385. GARCÍA LACALLE, J.J.; MONEVA ABADÍA, J.M.: “Alternativas de contabilización de las acciones sin voto”, *Partida Doble*, nº 211, junio, 2009, p. 19.

AECA), o en su defecto, como un instrumento de patrimonio, dependiendo de las características de la retribución mínima del título. Las acciones sin voto deben contabilizarse como pasivo financiero, siempre que dicha remuneración pueda valorarse con fiabilidad¹⁷³⁴. Siguiendo al documento de AECA, si fuese posible separar el componente de patrimonio neto y de pasivo financiero en un mismo título, se contabilizaría cada componente por separado. En el supuesto que el dividendo mínimo de las acciones sin voto no pueda valorarse con fiabilidad en el momento de su reconocimiento inicial, AECA entiende que se debe reconocer todo el instrumento como patrimonio neto¹⁷³⁵.

En la legislación estadounidense no existe una figura determinada de acciones sin voto reguladas como tales, sino que la mayoría de las acciones privilegiadas no conceden a sus titulares el ejercicio de este derecho, por el contrario, en España sí aparece regulación concreta sobre esta figura. Esta es la razón de que sólo los organismos y autores españoles sean los que han fijado en la figura individualizadamente. A continuación desarrollamos nuestra propuesta para contabilizar las acciones sin voto, incidiendo en la diferente naturaleza que presenta en el ámbito anglosajón y continental europeo.

Las acciones sin voto son consideradas internacionalmente como una subcategoría de las acciones preferentes con unos derechos diferentes a los de otras emisiones. Las acciones sin voto se diferencian de las obligaciones con cláusulas de participación en los beneficios y de las obligaciones convertibles en acciones porque representan una fracción del capital social, porque su remuneración es considerada legalmente como dividendos y porque fiscalmente poseen la condición de no deducibles. Atendiendo a todos estos criterios jurídicos, las acciones sin voto se registrarían formando parte de capital social, siempre dentro del pasivo no exigible.

Según lo razonado en esta investigación, las emisiones de acciones sin voto en España deben contabilizarse siempre como pasivos financieros, porque el emisor está obligado a entregar recursos en cuanto tenga beneficios repartibles; esto se debe a que los titulares de las acciones sin voto pueden ser beneficiarios de dos derechos, dividendo adicional y acumulación, y ambos privilegios obligan a registrar un título como pasivo exigible.

Sin embargo, en Estados Unidos, el emisor no está obligado a entregar remuneración en cuando existan beneficios distribuibles, por lo que es necesario analizar el resto de los derechos para identificar si es pasivo exigible o pasivo no exigible.

5.8. TRATAMIENTO CONTABLE DEL DIVIDENDO ACUMULADO

En Estados Unidos, el emisor no tiene obligación de entregar los dividendos en cuanto tenga beneficio repartible; la única obligación para el emisor es que no podrá distribuir dividendos a las acciones ordinarias hasta que los dividendos acumulados (*in arrears*) sean entregados a los accionistas privilegiados¹⁷³⁶. La doctrina estadounidense considera que los dividendos devengados y acumulados no deben reflejarse en el Balance como un pasivo exigible, ya que no existe una deuda hasta que el Consejo de Administración decida el reparto, proponiendo, por el contrario, registrarlo en una *note*¹⁷³⁷ (información adicional del Informe Anual)¹⁷³⁸.

¹⁷³⁴ AECA: Calificación contable de instrumentos financieros: Distinción pasivo patrimonio neto, *op. cit.*, Madrid, 2008, p. 16.

¹⁷³⁵ “En el caso en que el dividendo mínimo de las acciones sin voto no pueda valorarse con fiabilidad en el momento de su reconocimiento inicial, de acuerdo con la definición de pasivo del marco Conceptual y en contra de la solución por motivos prácticos del documento de AECA, entendemos que se debe reconocer todo el instrumento como patrimonio neto”. *Ibidem*, p. 16.

¹⁷³⁶ De esta forma, existen dividendos acumulados de muy larga duración sin obligación de entregarlos, por ejemplo, los accionistas privilegiados de *Long Island Lighting Company* tuvieron dividendos acumulados devengados sin recibir dividendo desde 1984 hasta 1997.

¹⁷³⁷ Asimilable a una nota en la Memoria en la legislación contable española.

¹⁷³⁸ Entre los autores que abogan por este criterio de registro destacan: SPILLER, E.A.; GOSMAN, M.L.: *Financial Accounting Basic Concepts*, Richard D. Irwin, Homewood, Illinois, 1988, p. 494. HERMANSON, R. H.,

En España también se plantea la controversia de cómo presentar los dividendos acumulados, barajándose dos opciones: como un pasivo en el Balance o como una mera contingencia sobre la que se informará en la Memoria.

En opinión de la consulta del BOICAC número 13 de mayo de 1993 sobre el tratamiento contable de la deuda por el dividendo mínimo de las acciones sin voto y la número 16 de marzo de 1994 sobre el tratamiento contable del dividendo mínimo cuando no existan beneficios en el ejercicio (ambas emitidas cuando estaba vigente el PGC 1990), los dividendos acumulados no deben ser registrados en el Balance, sino que únicamente deben ser puestos de manifiesto en la Memoria. Esta postura es consecuencia directa de la consideración, por parte del ICAC, del dividendo mínimo como un pasivo solamente cuando se haya aprobado el correspondiente acuerdo de distribución del resultado, pues hasta entonces no existe un derecho de cobro del accionista frente a la sociedad.

Esta opinión era considerada favorablemente por la mayoría de los autores, ya que tal crédito nacerá cuando la Junta resuelva sobre la aplicación del resultado, fijando la cuantía del dividendo a distribuir, aunque son conscientes de que debe hacerse constar en la Memoria por ser una información útil para los usuarios de los Estados Financieros¹⁷³⁹.

El tratamiento español y estadounidense coincide, pues impiden el registro de los dividendos acumulados como pasivos exigibles porque no se conoce la cuantía y el momento de la entrega. Bajo esta interpretación, las acciones privilegiadas con dividendo acumulado poseen naturaleza legal de acción, y su retribución es considerada legalmente como dividendo. La práctica contable, basada en criterios jurídicos, considera que el derecho de crédito de los accionistas únicamente surgirá cuando la Junta General de Accionistas resuelva sobre la aplicación del resultado del ejercicio, es decir, en el ejercicio que se obtengan los beneficios.

A pesar de estos argumentos, existen cuatro razones para reconocer a los dividendos acumulados como pasivo exigible en el Balance. La primera es por coherencia con la hipótesis de devengo. Atendiendo a la hipótesis de devengo, desde el momento en que no existen beneficios repartibles se devenga un derecho del accionista a recibir el dividendo en cuanto se generen beneficios repartibles; por tanto, la posición del ICAC no es acorde con el principio de devengo, pues existe un derecho de cobro por parte de los accionistas. En segundo lugar, por coherencia con las condiciones contractuales. Derivado del contrato, la empresa emisora tiene una obligación de entregar activos en el ejercicio que existan resultados positivos, que nace en el momento en que no existan beneficios repartibles. La tercera razón es por mantener coherencia con el registro de los instrumentos financieros. Según el IASB¹⁷⁴⁰, FASB¹⁷⁴¹ y

EDWARDS, J.D. y RAYBURN, L.G.: *Financial Accounting*, Irwin Homewood, Boston, 1989, p. 513. WALGENBACH, P.H.; HANSON, E.I.: *Financial Accounting. An Introduction*, 6ª ed., Harcourt Brace Jovanovich, San Diego, 1990, p. 478. SCHROEDER *et al.*, *op. cit.*, p. 537). ROSS, STEPHEN A. *et al.*, *Corporate Finance*, *op. cit.*, 1997, p. 424. VAN HORNE, J.C.: *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall, New York, 1997, p. 576. SKOUSEN, K. FRED; ALBRECHT, W. STEVE; STICE, JAMER. D.; STICE, E.K.: *Financial Accounting*, South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1998, p. 467. KIMMEL, PAUL, D.; WEYGANDT, JERRY J.; KIESO, DONALD, E.: *Financial accounting*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998, p. 501. KIES DONALD E.; WEYGANDT, JERRY J.: *Intermediate Accounting*, 9ª ed., John Wiley & Son, New York, 1998, p. 775.

¹⁷³⁹ Coinciden con esta opinión, entre otros, CEA GARCIA, J. L.: *Perspectiva contable de la propuesta de aplicación del resultado*, Revista de Contabilidad y Tributación, Madrid, 1992, p. 73. CERVERA OLIVAR, M.; GARCÍA DE LAS HIJAS, J.: "La opinión del ICAC comentada", *Partida Doble*, nº 49, octubre, 1994, 24-31, p. 26. SERRANO MORACHO, F.: "Comentarios a la normativa contable emitida en 1993", *Partida Doble*, nº 41, enero, 1994, 4-17, p. 14. AECA: *Recursos Propios*, Serie principios contables, documento nº 24, junio, AECA, Madrid, 2003, p. 22. CAÑIBANO CALVO, L.: "Contabilidad e información sobre los fondos propios", en *Estudios de contabilidad y auditoría en homenaje a Carlos Cubillo Valverde*, ICAC, Madrid, 1997, p. 318.

¹⁷⁴⁰ Vid. IASB: International Accounting Standard nº 32 (revised): *Financial instruments: Disclosures and presentation*, IASB, 1998, London, párr. 59. IASB: "Presentación de Estados Financieros", Revisión de NIC nº 1, en *Normas Internacionales de Contabilidad de la IASB*, Traducción de Gonzalo Angulo y Tua Pereda, ICJCE, Madrid, 1997, párr. 27.

¹⁷⁴¹ Vid. FASB: Concepts Statement Nº. 5, *Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*, FASB, December, Stanford, Connecticut, 1984, párr. 1.

ASC¹⁷⁴², la medida incierta de un instrumento financiero no puede ser un eximente para ser reconocido. Basándose en esta idea, un instrumento financiero debe ser reconocido en el momento en que entra a formar parte de los compromisos contractuales establecidos entre las dos partes (titular de un activo financiero y de un pasivo financiero), sin que sea necesario que haya existido corriente monetaria o real, sino simplemente que una parte del contrato se haya obligado a algo con la otra parte. La remuneración de las acciones privilegiadas en España tiene la misma naturaleza que el instrumento financiero denominado opciones financieras, ya que existe un emisor que únicamente entregará riqueza al titular si existen beneficios repartibles. Si aceptamos que la medida incierta no puede ser un eximente para que un instrumento financiero sea reconocido como tal en la contabilidad de sus titulares, tampoco debe ser un eximente contabilizar la remuneración de un instrumento financiero si posee las mismas características. En cuarto lugar, porque el registro del dividendo acumulado y no entregado a los accionistas es fundamental a la hora de predecir *cash-flow* futuros¹⁷⁴³ y como indicador de la flexibilidad financiera y de la liquidez.

Por todas estas razones, el tratamiento fundamentado en criterios jurídicos es mejorable, estableciendo a continuación una propuesta de registro basada en criterios económicos. Para ello diferenciamos tres alternativas: la empresa emisora cotiza o no cotiza, tiene limitada en estatutos el plazo para entregar el dividendo acumulado o no tiene tal limitación, y por último, la remuneración es cuantificable antes de la distribución de resultado o no es cuantificable (la remuneración puede ser variable pero también fija, ya que puede establecerse que la remuneración sea un porcentaje sobre el valor de emisión o sobre el nominal).

No deben ser considerados como pasivo exigible los dividendos acumulados en Estados Unidos, ya que los accionistas no tienen derecho a exigir al emisor el traspaso de recursos. Respecto al tratamiento en España, es necesario analizar las características contractuales de la empresa y la normativa vigente.

La consulta del ICAC y las opiniones de los autores españoles, anteriormente mencionados, fueron realizadas con anterioridad a la reforma del TRLSA realizado en la LRLMV, donde desaparece el plazo de cinco años para el pago de los dividendos en las cotizadas, pagándose en el primer ejercicio con beneficios sin límite de plazo. En la actualidad es obvio que el supuesto normal es que el dividendo se pague más tarde o más temprano, por lo que el dividendo correspondiente (mínimo y el que le corresponda del ordinario) debe ser considerado como una deuda desde el periodo que se devengue, ya que desde ese momento nace un derecho de cobro del accionista frente a la sociedad emisora.

Teniendo en cuenta esta regulación, los dividendos acumulados de empresas no cotizadas y de empresas cotizadas que contractualmente hayan puesto un límite a la entrega del dividendo no deberán reconocerse hasta que la empresa emisora apruebe la cifra de beneficios y el acuerdo de distribución de los beneficios, donde se cuantificará su remuneración. Sin embargo, en la misma situación, para las sociedades cotizadas sin limitación estatutaria, se espera que normalmente la entidad obtenga un resultado positivo antes de su extinción. Por esta razón, lo lógico es contabilizar la remuneración acumulada en el momento de su acumulación como una deuda, que será pagada de forma casi segura, pero de momento indeterminado.

La normalización observada impide su contabilización directa teniendo que atender a la cuantificación de la remuneración en todas las situaciones. Sin embargo, nuestra propuesta es diferenciar las situaciones atendiendo al momento de su cuantificación.

¹⁷⁴² Vid. ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. U.K. (ASC): *Statement of Standard Accounting Practice n° 18 (SSAP n° 18): Accounting for contingencies*, ASC, London, 1986, pág. 14.

¹⁷⁴³ El valor predictivo del *cash-flow* es muy importante en el PGC 2007, tanto en la valoración de los instrumentos financieros como en la inclusión del Estado de Flujos de Efectivo.

En el supuesto que sea necesario el acuerdo de aplicación del resultado para conocerse la cuantificación de la deuda (como la regulación española del dividendo preferente y dividendo acumulado variable), la fecha de reconocimiento de la deuda será el momento del acuerdo de la Junta en la que existan beneficios repartibles. En estos casos, no deberá reconocerse hasta que la empresa emisora apruebe la cifra de beneficios y el acuerdo de distribución de los beneficios, donde se cuantificará su remuneración. Este proceso no es único, también ocurre con la financiación considerada legalmente deudas cuya remuneración está basada en función de un índice externo, por ejemplo bursátil, en este caso, no conocemos la cuantía de la remuneración hasta que no se conozca el índice sobre el que se calcula la deuda.

Para los supuestos en los que se conoce la cuantificación (como el dividendo acumulado fijo) se debe reconocer contablemente en el ejercicio que se acumule, porque atendiendo a la hipótesis de empresa en funcionamiento, más tarde o más temprano la empresa tendrá beneficios, y en cuanto esto ocurra la empresa debe repartir los beneficios acumulados. En caso de que la empresa nunca obtenga beneficios, no tiene obligación de remunerar, por lo que contablemente se traspasaría de la cuenta de pasivo a una cuenta de ingresos extraordinarios, lo que aliviaría su posible mala situación de cara a la liquidación.

En el cuadro 5 se resume el reconocimiento contable de las acciones privilegiadas con dividendo acumulado, en función de la cotización y limitación estatutaria de la empresa y la cuantificación de ese dividendo.

Cuadro 5. Reconocimiento contable para las acciones con dividendo acumulado

ACCIONES	CUANTIFICACIÓN	RECONOCIMIENTO CONTABLE
Acciones no cotizadas y acciones cotizadas con limitación estatutaria	Cuantificación desconocida	Pasivo no exigible reconocido en el ejercicio con beneficio
	Cuantificación conocida	Pasivo no exigible reconocido en el ejercicio con beneficio
Acciones cotizadas sin limitación estatutaria	Cuantificación desconocida	Pasivo exigible reconocido en el ejercicio con beneficio
	Cuantificación conocida	Pasivo exigible reconocido en el ejercicio sin beneficio

Fuente: elaboración propia

5.9. TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS ACCIONES RESCATABLES

En Estados Unidos, el balance de situación requiere el desglose de las acciones rescatables emitidas, los requisitos de rescate y un calendario de los rescates exigidos para cada uno de los cinco años siguientes¹⁷⁴⁴.

Existen dos tendencias para contabilizar las acciones rescatables: considerar todas las acciones fondos propios, según propone los USGAAP, o diferenciar entre las acciones rescatables a opción de inversor y a fecha fija por un lado y las acciones privilegiadas no rescatables y las rescatables a opción del emisor por otro¹⁷⁴⁵.

¹⁷⁴⁴ Vid. FASB: Statement of Financial Accounting Standards n° 47, *Disclosure of Long-Term Obligations*, Stanford, Connecticut, 1981, pág. 10.c.

¹⁷⁴⁵ Vid. AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA): *APB Opinion n° 16, Business Combinations*, AICPA, August, New York, 1970. SEC: "Accounting Series Release N° 268, Presentation in Financial Statements of "Redeemable Preferred Stocks", en *SEC Accounting Rules*, Commerce Clearing House, Chicago, 1979. FASB: Statement of Financial Accounting Standards n°. 105, *Disclosure of information about financial instruments with Off - Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk*, FASB, December, Norwalk, Connecticut, 1990, pág. 200.

Comparando ambas clasificaciones afirmamos que todos los organismos y autores admiten que las acciones ordinarias y rescatables a opción del emisor deben ser tratadas como fondos propios. Por el contrario, sí existe diferencia en el tratamiento contable aplicable a las acciones rescatables a opción del emisor y a plazo prefijado; mientras que el principal organismo contable¹⁷⁴⁶ las considera fondos propios, la mayoría de doctrina y organismos las tratan como deudas¹⁷⁴⁷.

Por otra parte, tanto AICPA¹⁷⁴⁸, como parte de la doctrina¹⁷⁴⁹, proponen que las acciones rescatables con prima se valoren a valor de reembolso, igual que las deudas.

Antes de 1998, la legislación y doctrina en España apuntaban como la diferencia fundamental entre acciones y deudas, que los tenedores de acciones no tenían derecho a pedir la amortización de sus acciones. Esta situación se modifica con la inclusión en nuestro ordenamiento de acciones rescatables que incluyen cláusulas de amortización obligatoria. Estas acciones imponen a las compañías emisoras obligaciones de desembolso de fondos en fechas especificadas, que es precisamente una carga que supuestamente no imponen los verdaderos instrumentos financieros de participación. Basándose en lo anterior, la Exposición de motivos de la LRLMV, considera a las acciones rescatables un género intermedio entre acciones y obligaciones (renta fija o renta variable).

La normalización contable española entiende a las acciones rescatables como acciones pertenecientes a los recursos propios, como puede observarse en la Exposición de motivos de la LRLMV. Teniendo en cuenta esta diferenciación, las acciones rescatables conceden a su titular todos los derechos que tienen los accionistas-propietarios aunque sea con carácter de temporalidad.

Si atendemos a su naturaleza jurídica, las acciones rescatables son acciones y como tales, sus titulares poseen la característica de propietarios, por lo que deben ser incluidas en los fondos propios de la sociedad¹⁷⁵⁰. En función de este criterio jurídico, antes de la entrada en vigor del PGC 2007 y el PGC-PYMES, la doctrina¹⁷⁵¹ consideraban a todas las acciones rescatables como integrantes de los fondos propios en el subgrupo 10 de capital suscrito, registrándolas por su valor nominal.

¹⁷⁴⁶ Vid. FASB: Statement of Financial Accounting Standards nº 76, "Settlement of debt", Stanford, Connecticut, 1983.

¹⁷⁴⁷ Vid. AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA): *APB Opinion nº 16, Business Combinations*, AICPA, August, New York, 1970. SEC: "Accounting Series Release Nº. 268, Presentation in Financial Statements of "Redeemable Preferred Stocks", en *SEC Accounting Rules*, Commerce Clearing House, Chicago, 1979. NAIR, R.D.; RITTENBERG, L.E.; WEYGANDT: "Accounting for redeemable preferred stock: unresolved issues", *Accounting Horizons*, vol. 4, nº 2, June, 1990, 33-41. NAIR, R.D.; RITTENBERG, L.E.; WEYGANDT: "Accounting for interest rate swaps, a critical evaluation", *Accounting Horizons*, vol. 4, 1990, 20-30. BERNSTEIN, LEOPOLD A.: *Análisis de Estados Financieros, teoría aplicación e interpretación*, Ediciones Servicio Universidad, tomo I, Barcelona, 1993, p. 221. BERNSTEIN, LEOPOLD A.: *Análisis de Estados Financieros, Teoría aplicación e interpretación*, Ediciones Servicio Universidad, tomo II, Barcelona, 1993, p. 612. HARTMAN, B.P.; HARPER, R.M.; KNOBLET, J.A.; RECKERS, P.M.: *Intermediate accounting*, South-Western College Publishing, Cincinnati, 1997, p. 957). KIES DONALD E.; WEYGANDT, JERRY J.: *Intermediate Accounting*, 9ª ed., John Wiley & Son, New York, 1998, p. 776.

¹⁷⁴⁸ Vid. AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA): *APB Opinion nº 10, Omnibus Opinion*, AICPA, December, New York, 1966.

¹⁷⁴⁹ Vid. JOHNSON, HARRY; WHITTAM, AUSTIN: *A practical foundation in accounting*, Thompson Business Press, 5ª edición, Boston, 1998, p. 280.

¹⁷⁵⁰ Aunque se admitieran los razonamientos jurídicos para analizar la naturaleza de las acciones privilegiadas, no debería aceptarse que las acciones rescatables puedan ser consideradas ordinarias como pretende ALONSO, ya que las acciones rescatables poseen un derecho adicional sobre las ordinarias y siempre deben ser entendidas como una clase diferente. Vid. ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *op. cit.*, 1999, 13-57, p. 29.

¹⁷⁵¹ Vid. VEIGA COPO, A. B.; MARTÍN MOLINA, P. B.: "La reforma de la Ley ...", *op. cit.*, p. 159. VEGA JIMÉNEZ, J. J. DE LA; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: "Acciones rescatables ...", *op. cit.*, 1999, p. 52. GALLEGO DÍEZ, E.; GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M.; RÚA ALONSO DE CORRALES, E.: *Contabilidad de Sociedades*, Pirámide, Madrid, 2000, p. 244.

A pesar de la condición jurídica del título, la naturaleza de algunas acciones rescatables nos hace suponer que económicamente son más pasivo exigible que de neto. Entre ellas señalamos:

- ❑ Las acciones rescatables con fecha de rescate prefijada poseen semejanzas de tipo financiero con la emisión de un empréstito, porque la empresa emisora deberá entregar a los accionistas una cantidad fija de dinero transcurrido ese periodo.
- ❑ Los accionistas que adquieran una acción con carácter rescatable no buscan pertenecer a la empresa de forma duradera, sino que sus acciones nacen con la finalidad de ser amortizados. Salvo que la empresa tenga que dejar de existir por una causa extraordinaria, las acciones rescatables no permanecerán en la empresa para recibir la cuota de liquidación.
- ❑ Las acciones rescatables pueden poseer un interés implícito (entendido como diferencia entre el precio de venta de la acción y el precio de adquisición) plenamente determinado, lo que es característico de las deudas, por ejemplo de los empréstitos.
- ❑ El neto tiene como finalidad dar garantías a los acreedores sociales de que recibirán las cantidades pendientes de pagar que tiene la empresa con ellos. La Ley permite la amortización de acciones rescatables por medio de la disminución de capital y, por tanto, esta parte del capital no puede considerarse como garante de los acreedores. La amortización de las acciones rescatables por medio de una disminución de capital debe ser entendida como el pago de la sociedad a las personas que anteriormente habían aportado recursos a la empresa.
- ❑ Las acciones rescatables son muy parecidas a los préstamos participativos y las obligaciones participadas.

Para solucionar todas las anteriores dudas proponemos contabilizar las fuentes de financiación de la empresa en función de los derechos y obligaciones económicas que se derivan del contrato, sin tener en cuenta sus concepciones mercantiles. Ello requiere diferenciar las acciones rescatables que tengan naturaleza económica de pasivo financiero y de neto financiero¹⁷⁵². Las acciones rescatables con naturaleza de pasivo financiero deben ser incluidas en el pasivo exigible y las acciones rescatables con naturaleza de neto financiero se incluirán en el pasivo no exigible.

Deben ser contabilizados como pasivos exigibles las emisiones que contengan alguna de estas características: rescatables a voluntad del inversor, a voluntad del inversor y del emisor indistintamente, rescatables a fecha fijada y las que tengan la obligación, por parte de la empresa, de emitir o entregar instrumentos de pasivo financiero en el momento del rescate. Por el contrario, serán pasivo no exigible las acciones privilegiadas rescatables cuyo rescate tenga exclusivamente una de las siguientes características: rescatables a voluntad del emisor y las que posean la obligación, por parte de la empresa, de emitir o entregar instrumentos de neto financiero en el momento del rescate.

En España el único requisito que limita la realización del rescate es que si uno de los métodos elegidos es el de amortización de acciones, la elección entre las acciones a rescatar no se realice discrecionalmente, sino por un método que no vulnere el principio configurador de igualdad de las sociedades anónimas¹⁷⁵³; por ejemplo, es válida la amortización de acciones por sorteo o la disminución de una parte del valor nominal de cada acción.

Para registrar el caso concreto de acciones rescatables con valor de rescate superior al nominal tenemos tres soluciones:

¹⁷⁵² Esto no quiere decir que todas las acciones rescatables sean consideradas pasivo exigible como proponen ARRUÑADA, LARRIBA y GARCÍA y NAVAZO, ya que los derechos contractuales de estos son tan amplios que impiden obtener una naturaleza única para todas las emisiones. *Vid.* ARRUÑADA, *op. cit.*, 1990, p. 260. LARRIBA DIAZ-ZORITA, A.: “Modificaciones en la Ley de Sociedades Anónimas”, *Partida Doble*, nº 97, febrero, 1999, 24-41, p. 41. GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J.: “Acciones rescatables ...”, *op. cit.*, 2000, pp. 4-15, p. 9.

¹⁷⁵³ Recordemos que en España únicamente pueden emitir acciones rescatables las sociedades anónimas.

- ❑ La primera es contabilizar a valor de rescate. Esta opción reconocida en Estados Unidos, no parece adecuada, ya que impediría conocer la cifra del capital social que tanta importancia tiene en nuestra legislación mercantil.
- ❑ Otra opción es no generar ningún tipo de reserva y cargarla como un gasto en el ejercicio que se produzca el rescate. Esta solución parece inadecuada para rescates masivos, donde el resultado del ejercicio en que se rescatasen quedaría seriamente dañado, teniendo en cuenta que no es resultado del ejercicio exclusivamente.
- ❑ La propuesta más adecuada es ir generando una reserva indisponible "Reserva para rescate de acciones" con los resultados positivos de la empresa. En el momento del rescate únicamente dispondrá de ella si la empresa utiliza el método de amortización de acciones; en este caso, la prima de rescate estará financiada también con reservas disponibles. Por el contrario, si el rescate es financiado con una emisión de acciones, ella misma puede financiar la prima.

Para el supuesto de rescate a un precio de rescate variable, que no sea el valor nominal ni uno previamente establecido, se debería registrar la diferencia entre el valor nominal amortizado y el valor de rescate con cuentas de reservas no con beneficios ni pérdidas, por analogía con el supuesto de adquisición y amortización de acciones propias.

5.10. MATERIALIZACIÓN DE LA PROPUESTA PARA EL CASO ESPAÑOL

Registrar las acciones privilegiadas atendiendo al fondo económico, contabilizando los netos financieros como si fuesen pasivos no exigibles y los pasivos financieros como pasivos exigibles, requiere establecer una serie de cuentas para absorber esos conceptos.

Las acciones privilegiadas que tengan naturaleza económica de neto financiero deberían ser registradas en el pasivo no exigible de la sociedad, concretamente, en la cuenta 1001. "Capital social privilegiado" que será incluida en el epígrafe I. Capital, del apartado A-1) Fondos Propios, del título A) Patrimonio neto del actual modelo de presentación de Cuentas Anuales del PGC 2007.

Las acciones privilegiadas por el derecho a recibir las ganancias con naturaleza económica de pasivo financiero deberían ser registradas en el pasivo exigible de la sociedad emisora. Si es de largo plazo se debería crear la subcuenta (1501) "Acciones privilegiadas con naturaleza de pasivo financiero", que tendría su correspondencia en el actual modelo de presentación de Cuentas Anuales en el apartado VII "Deudas con características especiales a largo plazo" del título B) Pasivo no corriente. Si es de corto plazo se debería crear la subcuenta (5021) "Acciones privilegiadas a C.P. con naturaleza de pasivo financiero" que será incluida en el apartado VII "Deudas con características especiales a corto plazo" del título C) Pasivo no corriente del PGC 2007.

Las acciones rescatables con naturaleza económica de pasivo financiero deberían ser registradas en el pasivo exigible de la sociedad emisora. Si es de largo plazo se debería crear la subcuenta (1502) "Acciones rescatables con naturaleza de pasivo financiero", que podría presentarse en el apartado VII "Deudas con características especiales a largo plazo" del título B) Pasivo no corriente. Si es de corto plazo se debería crear la subcuenta (5021) "Acciones rescatables a C.P. con naturaleza de pasivo financiero" que será incluida en el apartado VII "Deudas con características especiales a corto plazo" del título C) Pasivo no corriente del PGC 2007.

Por todo ello proponemos la inclusión de cinco subcuentas en el Cuadro de cuentas (Cuarta parte) del PGC 2007: (1002) "Capital social privilegiado", (1501) "Acciones privilegiadas a L.P. con naturaleza de pasivo financiero", (1502) "Acciones rescatables a L.P. con naturaleza de pasivo financiero", (5021) "Acciones privilegiadas a C.P. con naturaleza de pasivo financiero" y (5022) "Acciones rescatables a C.P. con naturaleza de pasivo financiero".

Las mismas subcuentas deberían ser incluidas en el PGC-PYMES. La única mínima diferencia es que las subcuentas 5021 y 5022 se ubicarán en el apartado "Deudas con características especiales a corto plazo" del título C) Pasivo no corriente, que aquí tiene la numeración romana VI (en vez de VII).

Tanto el PGC 2007, como el PGC-PYMES, recomiendan el traspaso de los saldos de las cuentas de la masa patrimonial de pasivo de largo a corto plazo cuando reste un año para su vencimiento. Las acciones que por razones contractuales vayan a amortizarse en menos de un año se deberían traspasar al Pasivo corriente. Esto únicamente puede producirse cuando el rescate se encuentre fijado de antemano en el contrato, bien por estar fijada la fecha, por estar condicionado al cumplimiento de un hecho o cuando el rescate sea solicitado con suficiente antelación.

5.11. CONSECUENCIAS DE LA PROPUESTA

La diferenciación de la masa "Patrimonio neto y pasivo" debe realizarse en función de la exigibilidad o no exigibilidad de las fuentes de financiación, en vez de atender a los criterios jurídicos sobre si son recursos propios o ajenos. Basándonos en esta clasificación, las acciones privilegiadas deben diferenciarse por el criterio de exigibilidad, en vez de por sus criterios jurídicos.

Ninguna de las dos clasificaciones es más importante que la otra, sino que ambas tienen utilidades distintas. La consideración jurídica de un instrumento financiero es la que permite observar sus restricciones y limitaciones mercantiles. Por ejemplo, un instrumento de pasivo financiero podrá emitirse por un valor inferior al nominal si su consideración legal es de deuda, situación que no es permitida si tiene naturaleza de acción. La diferenciación económica sólo es válida para la contabilización, pero no sirve para su diseño jurídico ni para observar su validez mercantil.

Las acciones privilegiadas son jurídicamente acciones, y como tales, siempre conceden dividendos. Esta diferenciación es válida para el cumplimiento de normas fiscales y restricciones mercantiles pero no para el registro contable. La clasificación más adecuada para contabilizar un instrumento financiero es la económica, es decir, registrar los netos financieros como pasivo no exigible y los pasivos financieros como pasivo exigible. La diferenciación contable de las emisiones no debe realizarse teniendo en cuenta si son valores de renta fija o de renta variable, ni si la financiación es de los propietarios o de personas ajenas. Las acciones privilegiadas son acciones y pueden establecer una remuneración fija en función del valor nominal o de emisión, del mismo modo que las deudas pueden establecer una remuneración variable en función de índices. Por todo ello, el criterio más relevante a efectos contables es la diferenciación entre emisiones exigibles y no exigibles.

Un título es un instrumento financiero de pasivo financiero cuando está obligado a entregar recursos independientemente de la voluntad de la empresa y de los resultados de la misma, mientras que un instrumento es de neto financiero si no remunera en el caso que la sociedad tenga pérdidas y no está obligada a remunerar aun teniendo beneficios.

Un instrumento financiero considerado jurídicamente en España como acción es, como criterio general un neto financiero. Únicamente será pasivo financiero si posee cualquiera de los privilegios siguientes:

- Acciones con dividendo preferente, en acciones cotizadas o no cotizadas sin mención estatutaria en contra
- Acciones con derecho a la acumulación
- Acciones con dividendo adicional
- Acciones sin voto
- Acciones rescatables a opción del inversor
- Acciones rescatables a opción de inversor y emisor
- Acciones rescatables a fecha fijada

- ❑ Acciones rescatables cuando se cumpla un hecho
- ❑ Acciones rescatables con la obligación, por parte de la empresa, de emitir o entregar instrumentos de pasivo financiero.

Suponiendo la existencia de acciones que económicamente son pasivo exigible, deberían ser valoradas igual que el resto de pasivos exigibles. Por el contrario, los instrumentos de neto financiero deben ser valorados por su nominal debido a que poseen una naturaleza diferente al resto de la masa patrimonial de pasivo, ya que los titulares de neto financiero no participarán de lo que aportaron, sino de los recursos no exigidos existentes en la empresa en el momento de su liquidación.

La aplicación de la hipótesis del “fondo sobre la forma” también debe realizarse sobre la remuneración. La prevalencia del fondo sobre la forma se debe aplicar a todos los recursos captados por el emisor, pero además, también a los flujos que estos ocasionen como pago o retribución a sus tenedores. Así, se procederá de acuerdo con la catalogación del componente inductor de la retribución a cargar como intereses del resultado, cuando la partida se identifique como de pasivo financiero, o a cargar a los fondos propios cuando la sustancia del componente o del instrumento se identifique como neto financiero, procediendo incluso de manera similar respecto a las pérdidas o ganancias derivadas del rescate de los instrumentos o sus componentes. La calificación contable de una acción rescatable determina el tratamiento del título, no sólo en el momento inicial, sino también a lo largo de los ejercicios posteriores. El máximo exponente de la diferencia de tratamiento entre los pasivos financieros y los instrumentos de capital es la contabilización de la remuneración periódica. Los rendimientos imputables a los instrumentos calificados como pasivos financieros se consideran gastos o ingresos en la cuenta de resultados. En los instrumentos de capital emitidos, los rendimientos se deducen directamente del patrimonio neto. La remuneración de las acciones privilegiadas, sin voto y rescatables consideradas como pasivos financieros debe ser coherente con la calificación contable, por lo que serán gasto financiero. La remuneración del resto de acciones privilegiadas, sin voto y rescatables, consideradas como neto financiero, se contabiliza en el reparto y nunca será gasto financiero, al igual que la remuneración de las acciones ordinarias¹⁷⁵⁴.

Debido a que los instrumentos financieros se denominan jurídicamente de forma diferente en cada nación, la clasificación económica del pasivo permitirá la contabilización más comparable entre los diferentes estados. Además, esta clasificación redundará en un análisis más homogéneo. El análisis económico y financiero de las Cuentas Anuales necesita diferenciar el pasivo exigible del no exigible. No parece adecuado incluir todas las acciones en el neto; para que el análisis fuese más acorde con el entorno económico debemos incluir en el pasivo no exigible únicamente las acciones con naturaleza de neto financiero. Con esta diferenciación, obtendremos las fuentes de financiación que pueden ser exigidas de las que no pueden ser exigidas, lo que producirá unas cifras más representativas del fondo de maniobra, cuadro de financiación, *cash-flow* y sobre todo del análisis patrimonial, económico y financiero derivado del análisis de ratios.

Las acciones privilegiadas con naturaleza de pasivo financiero deben ser incluidas en el análisis del Estado de Flujos de Efectivo, tanto las negativas como las positivas producidas en el caso que exista una nueva emisión de acciones para rescatar una emisión. Las acciones con un plazo de rescate definido, siendo este menor a un año, deberán ser consideradas como cantidades liquidadas que saldrán este ejercicio. Las acciones privilegiadas con un plazo de

¹⁷⁵⁴ Las acciones contabilizadas como pasivo financiero son una buena alternativa de financiación pero mala de inversión, sobre todo en el supuesto de que el inversor sea una persona jurídica. La legislación española trata a su remuneración como gasto, por lo que en los supuestos en los que el inversor sea una persona jurídica, la consideración fiscal del título es muy perjudicial para el inversor porque impide la deducción. Estas acciones no tienen éxito porque, aunque el emisor observa las ventajas de esta figura, no se atreve a emitir las por miedo a no ser demandado por los inversores en el mercado financiero.

rescate de menos de tres meses deberían ser incorporadas en el componente del Estado de Flujos de Efectivo que recoge las inversiones de corto plazo con alto grado de liquidez (otros activos líquidos equivalentes o *cash equivalents*).

Las ventajas que tendría el registro de las acciones privilegiadas en función de la diferenciación económica son, fundamentalmente, de dos tipos: de comparabilidad y de utilidad en el análisis. En primer lugar, el acercamiento a la dimensión económica de la operación ofrece una contabilización más comparable entre los diferentes países. Aunque jurídicamente se denominen de forma diferente en cada nación, la clasificación económica de pasivo financiero o neto financiero será homogénea internacionalmente. En segundo lugar, la diferenciación con el fondo sobre la forma mejora el análisis de las Cuentas Anuales. Esta situación es especialmente complicada para el cálculo de ratios de comparación entre las masas del pasivo, por ejemplo, en la ratio *Stockholder equity/debt ratio*, ya que las acciones privilegiadas son incluidas en los fondos propios o en el pasivo exigible según los autores. Estas cuestiones planteadas se resolverían con la aplicación de la hipótesis del fondo sobre la forma, porque, además de obtener unos resultados económicos más satisfactorios, se divide la masa de pasivo en dos agrupaciones, lo que facilita el cálculo del fondo de maniobra, cuadro de financiación, cash-flow y sobre todo del análisis patrimonial, económico y financiero derivado del análisis de ratios.

Especial importancia tiene las mejoras en la elaboración de la ratio "Beneficio por acción" (BPA), de inclusión obligatoria por las IFRS. La ratio BPA es el beneficio atribuible a cada acción ordinaria; su importancia se deriva de la creencia generalizada de que esta ratio permite observar la rentabilidad de las empresas y favorecer la comparabilidad entre ellas. Este ratio es utilizada para evaluar el rendimiento que una sociedad ha tenido en el pasado, pudiendo ser la estimación de su previsible comportamiento futuro utilizado para la adopción de decisiones y para evaluar la situación económico-financiera de las sociedades. En muchos países se utiliza como aspecto fundamental del análisis financiero y, además, muchas Bolsas de Valores exigen, a las empresas que quieran cotizar en ellas, que la incluyan junto a las Cuentas Anuales.

El problema del BPA es que no existe homogeneidad en su aplicación, ya que cada país cuantifica el beneficio de forma diferente. Para intentar resolver este problema, el IASB y el FASB conjuntamente con el IOSCO (Organización Internacional de Bolsas de Valores) y el ICCFAA (Comité de Coordinación Internacional de Asociaciones de Analistas Financieros) emitieron el IFRS 33¹⁷⁵⁵ y el SFAS 128¹⁷⁵⁶. Estas dos normas proponen que las sociedades con una estructura de capital compleja (acciones ordinarias potenciales procedentes de obligaciones convertibles, opciones o *warrants*) emitan una ratio "beneficio por acción complejo", mientras que si no poseen esta estructura compleja tendrán que emitir una ratio "beneficio por acción básico", que es igual al beneficio menos los dividendos de acciones privilegiadas dividido entre la media ponderada del número de acciones. El "beneficio por acción complejo" tiene su equivalencia con el básico, pero teniendo en cuenta las acciones ordinarias potenciales procedentes de obligaciones convertibles, opciones y *warrants*. Ambos documentos (IFRS 33 y SFAS 128) proponen calcular cada uno de estas ratios con dos medidas, con el beneficio ordinario y con el total, una vez añadidos los extraordinarios.

Los anteriores documentos consideran que la ratio BPA sólo incluye las acciones ordinarias y ninguna otra clase de acciones, sin embargo debería incluir las acciones privilegiadas consideradas económicamente netos financieros. De esta forma, debemos identificar las siguientes ratios basadas en el "beneficio por acción":

- ❑ El "BPA actual", calculado como el pasivo no exigible dividido entre el número de acciones que son neto financiero
- ❑ El "BPA entregado", calculado por la remuneración concedida durante el ejercicio a los titulares de neto financiero dividido entre el número de acciones que son neto financiero

¹⁷⁵⁵ Vid. IASB: International Accounting Standard n° 33, *Earnings per share*, february, London, 1997.

¹⁷⁵⁶ Vid. FASB: Statement of Financial Accounting Standards n° 128, *Earning per share*, february, Stanford, Connecticut, 1997.

- El "BPA potencial", que es igual al pasivo no exigible actual más el pasivo no exigible potencial (traspaso de pasivo exigible a no exigible procedente de conversión de obligaciones convertibles, opciones sobre acciones o *warrants*) dividido entre el número de acciones que son neto financiero.

A pesar de todas las ventajas que proporciona la contabilización de algunas acciones privilegiadas como pasivos financieros, existirán ciertas reticencias a contabilizarlas de este modo. Respecto a las características de las empresas debemos analizar los incentivos que puede tener cada sociedad para elegir entre contabilizar un hecho económico como deuda o como fondos propios. Las empresas que preferirán registrar pocas clases de acciones como pasivos financieros, porque no les interesa una disminución del beneficio, son las siguientes:

- Empresas con altos ratios de recursos ajenos sobre recursos propios,
- Empresas con gran accionariado disperso,
- Empresas con pequeños ratios "cobertura de interés".
- Empresas con altos ratios "dividendos/beneficios no distribuidos",
- Empresas con mayor financiación pública que privada,
- Las empresas que dispongan de menores cantidades de dividendos a distribuir con respecto a los niveles de dividendos obtenidos en ejercicios recientes,
- Empresas con pequeños ratios "activos tangibles netos respecto a deudas consolidadas a largo plazo".

Pero todas estas resistencias no tienen sentido, ya que con la aplicación de la indisponibilidad de recursos, la cifra de resultado repartible es independiente de la cifra de beneficio contable.

5.12. TRATAMIENTO CONTABLE DE OTRAS FIGURAS

La búsqueda de un criterio de registro adecuado para las clases de acciones permite alcanzar conclusiones sobre otro tipo de título: los híbridos financieros que bordean las acciones. Con todo ello, obtenemos una calificación de las PPR, préstamos participativos y deuda perpetua, en función de la hipótesis del fondo sobre la forma.

Las PPR deben registrarse como pasivo, pues existe una obligación de realizar pagos no evitables por el emisor (tanto por la remuneración periódica como por la extinción del título). Si en el futuro, se confeccionara una PPR sin la citada obligación, debería calificarse como pasivo no exigible.

Los préstamos participativos son contablemente pasivos porque existe una obligación de reembolso y retribución de este instrumento financiero. Sin embargo, si excepcionalmente se diera la circunstancia de que pudiera evitarse el pago de la retribución por parte del emisor, el título se debería calificar como un instrumento de pasivo no exigible.

Por su parte, la deuda perpetua deberá calificarse en las Cuentas Anuales como pasivo debido a que, aunque no tiene que ser reembolsada por el emisor, el emisor tiene la obligación de entregar la remuneración periódica.

Conclusiones

CONCLUSIONES

A. EN RELACIÓN A LAS CLASES DE ACCIONES

1.- Los mercados financieros son los únicos que pueden dar su veredicto sobre si las clases de acciones o PS privilegiadas constituyen o no un medio de financiación eficiente, por esta razón, esta investigación parte de un análisis empírico sobre las emisiones realizadas hasta el momento. La principal conclusión del estudio empírico es que las emisiones de acciones o PS privilegiadas en España son mucho menos numerosas que las producidas en otros países. Las sociedades españolas han preferido la emisión indirecta de PPR por medio de filiales domiciliadas en paraísos fiscales.

A pesar de lo anterior, las clases de acciones o PS tienen un previsible éxito futuro porque las PPR dejan o dejarán de tener la motivación fiscal y de solvencia de la que se han beneficiado y, además, el entorno económico no es favorable para su emisión. Respecto a las clases de acciones o PS, los híbridos financieros más populares en España, las PPR emitidas de forma indirecta, tienen tres tipos de desventajas derivadas de la legislación fiscal actual, de la legislación bancaria futura y de las condiciones contractuales. La principal legislación que regula las PPR, la Ley 19/2003, intenta reducir su emisión en paraísos fiscales, intentando atraerlas a nuestro mercado, limitando las ventajas fiscales. Cuando entre en vigor Basilea III, las PPR dejarán de poder incluirse entre las Tier 1 (que es la otra gran finalidad que buscan los emisores bancarios de PPR). Por último, la observación de las características contractuales de todas las PPR permite atisbar que las clases de acciones o PS pueden ser más utilizadas en el futuro, sobre todo en tiempos de crisis económica. Las PPR tienen rendimientos prefijados y atractivos, pero no están garantizados; la devolución del principal de la inversión es potestad de la entidad, que puede retener la inversión y entregar únicamente los intereses; el único escenario para la enajenación de la inversión es el mercado AIAF, posiblemente con una pérdida para el inversor. Las agencias de calificación (Fitch, Moody's y Standard&Poor's entre otras) y los órganos reguladores del mercado financiero (SEC y CNMV) advierten de sus peligros y riesgos. El inversor debe reflexionar sobre el título que va a adquirir, porque con las clases de acciones o de PS puede perder mucho pero también ganar mucho, mientras que con las PPR puede perder mucho pero sólo ganará los intereses pactados.

2.- Todas las acciones (o PS) privilegiadas, preferentes, sin voto y rescatables generan clases de acciones (o de PS). Las afirmaciones doctrinales sobre que diversas acciones (o PS) privilegiadas, entre ellas las rescatables, son más elementos de deuda que integrantes de capital, son erróneas. Desde el punto de vista jurídico, las acciones o PS privilegiadas, preferentes, sin voto y rescatables, y todas las acciones o PS que no contravengan la Ley y los Principios Generales del Derecho son, inexcusablemente, acciones (o PS). Otra cosa bien diferente es que podemos realizar otra clasificación económica o contable en la que la naturaleza de todas ellas no coincida con las acciones o PS ordinarias sin derechos especiales.

3.- Dependiendo del país donde se regule, la figura clases de acciones es denominada de forma distinta: acciones privilegiadas, acciones preferentes, acciones preferidas, acciones de prioridad, *vorzugsaktien*, *azioni preferenciali*, *preferred shares* o *preferred stocks*.

También en España existen dificultades terminológicas, fundamentalmente derivadas de que la legislación históricamente ha utilizado, indistintamente, los términos "acciones preferentes" y "acciones privilegiadas". Los ejemplos más claros son la Exposición de Motivos de la LRLMV y la Propuesta presentada por la "Comisión especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero", donde se mezclan reiteradamente ambos términos. Esto ha cambiado con el TRLSC, pues el término "participaciones o acciones privilegiadas" aparece en tres artículos (95, 304 y 499), mientras que no aparece el término "participaciones o acciones preferentes". Por tanto,

ya no parece adecuado utilizar la denominación acciones o participaciones "preferentes" para designar a los instrumentos con ventajas económicas sobre el resto.

La mejor terminología posible es la diferenciación en clases de acciones o PS, sin hacer distinción entre privilegiadas, ordinarias y postergadas. No parece conveniente denominar acciones o PS privilegiadas a las clases de acciones o PS con mayor número de derechos respecto a una clase existente, ya que si posteriormente se realiza una nueva emisión, el privilegio de la anterior emisión podría ser, a partir de ese momento, un derecho inferior respecto a la nueva. Además, no en todos los casos resulta fácil decidir cuándo se encuentra ante acciones o PS privilegiadas en términos absolutos o ante emisiones con una ventaja en un derecho y una desventaja en otro. Por ejemplo, las acciones o PS sin voto constituyen una clase, incluso podrían denominarse especiales si se acepta a otra emisión previa como "ordinaria", pero difícilmente podría entenderse como privilegiadas, pues las ventajas económicas pueden ser ensombrecidas por la pérdida de voto. Por todo ello, parece más conveniente hablar de emisiones especiales en vez de privilegiadas (o postergadas) y, aun mejor, de clases diferentes. La distinción en clases sólo requiere que dos emisiones tengan derechos diferentes, en contraposición a la consideración de privilegiadas, que precisa considerar a una de las emisiones como normal u ordinaria. Para esta investigación es más adecuado utilizar el concepto de clases; en nuestro caso de acciones o participaciones sociales porque aunque no lo recoja el legislador español, la utilización de "clases de participaciones sociales" supone una coherencia con lo establecido para las clases de acciones. Una clase de acciones o de PS es aquella que otorga a sus titulares una serie de derechos sociales (patrimoniales y/o administrativos) proporcionalmente diferentes (mayores o menores) a la cuota del capital que representa otra clase de acciones o de PS.

En las legislaciones donde no esté definida la diferenciación de clases, es recomendable acudir al término acciones o PS especiales porque denota que tienen derechos diferentes de las ordinarias.

Sin embargo, la terminología más frecuente y popularmente utilizada (aunque no es correcta) es establecer que las acciones o PS privilegiadas son todas las que no son ordinarias, y entre ellas se encuentran las privilegiadas, las sin voto y las rescatables (que son las tres reguladas en el TRLSC), y cualquier otra que no contravenga la regulación sobre acciones o PS privilegiadas y los principios generales del derecho. Dentro de la totalidad de clases de acciones o PS destacan cuatro figuras: privilegiadas, preferentes, rescatables y sin voto. Las cuatro son únicamente ejemplos específicos de clases de acciones o de PS, pero ni mucho menos forman una clasificación cerrada. La figura de las privilegiadas se reserva generalmente a las clases con mayores derechos que el resto de clases. Las rescatables son las que conceden un derecho específico: el derecho de rescate. Las sin voto son emisiones que conceden a su titular un derecho menos (el de voto), aunque pueden tener ventajas económicas a cambio. Las preferentes poseen un privilegio temporal, que no cuantitativo, a la hora de recibir la remuneración.

Para una específica clase de acciones o de PS, como son las que proporcionan un privilegio sobre el derecho al beneficio, existen problemas de denominación, incluso en los propios textos legislativos. La concepción adecuada es considerar a las acciones o PS privilegiadas un concepto más amplio que las acciones o PS preferentes (término que denota preferencia temporal en la remuneración); de forma que las acciones o PS privilegiadas son las clases con cualquier privilegio sobre el derecho al beneficio, mientras que las acciones o PS privilegiadas presentan un concreto privilegio sobre el derecho al beneficio: el derecho a recibir la remuneración en un momento anterior al resto de clases. Por lo tanto, las acciones o PS privilegiadas sólo tendrán una ventaja cuando los beneficios a distribuir fuesen insuficientes para satisfacer a todas las acciones o PS. La Exposición de Motivos de la LRLMV denomina "acciones preferentes", a la figura que debería denominar "acciones privilegiadas", pero aun peor que la nomenclatura utilizada, es la conceptualización descrita en la Exposición de Motivos de la LRLMV: "las denominadas acciones preferentes, y, en particular, una subcategoría de las mismas cuales son las acciones sin voto". Las acciones sin voto son una clase de acciones, y aunque esta es la denominación preferida, podrían considerarse acciones especiales porque

tienen derechos diferentes respecto a otras emisiones. Lo que nunca podría considerarse es que todas las acciones sin voto son preferentes, ya que los derechos sobre la remuneración de las acciones sin voto son muy diversos, y no es posible generalizar que tienen siempre una preferencia temporal en la remuneración.

4.- Respecto a una clase de acciones determinada, las que poseen un derecho de rescate, la terminología adecuada es acciones recuperables.

La mayoría de las denominaciones ofrecidas a esta figura (redimibles, redimidas, reembolsables, recuperables, rescatables y amortizables) tienen su origen en la doctrina, aunque también se encuentran diferentes nomenclaturas en los distintos textos jurídicos. En concreto, han sido nombradas o traducidas de tres formas: "Acciones recuperables", traducción oficial al idioma castellano del art. 39 de la Segunda Directiva del Consejo, de 13 de diciembre de 1976 (77/91/CEE), "Acciones redimibles", traducción literal al castellano del término jurídico *redeemable shares* del idioma inglés, y "Acciones rescatables", calificativo utilizado por el ordenamiento jurídico español (sección tercera del Capítulo II del Título XIV del TRLSC).

La denominación rescatable utilizada en la legislación española es la consideración del fenómeno de amortización desde la perspectiva de la sociedad emisora. La legislación mercantil española utiliza el término "acciones rescatables" por analogía con los empréstitos, donde se diferencia la amortización por reembolso (si se realiza antes del vencimiento) de la amortización por rescate (si se realiza en un momento anterior). El término más adecuado es "acciones recuperables" ya que, si se consulta el Diccionario de la Real Academia Española, rescatable no está reconocido en español y, en todo caso por rescatar se entiende "recobrar por precio o por fuerza lo que el enemigo ha cogido, y por extensión, cualquier cosa que pasó a ajena mano", lo cual dista mucho de ser la finalidad de este tipo de acciones. Tampoco parece correcta la expresión acciones redimibles ya que por tales se entiende las que "se pueden rescatar, comprar de nuevo una cosa que se había vendido". Por el contrario, "recuperables" parece más adecuado, pues hace referencia a lo "que puede o debe recuperarse", siendo recuperar "volver a tomar o adquirir lo que antes se tenía". Además, "recuperables" es el término utilizado por el art. 39 de la Segunda Directiva, que es el precedente más inmediato de nuestra regulación, y el texto que debería servir de guía para confeccionar la terminología.

5.- La legislación mercantil estadounidense (que regula el mercado donde más frecuentemente se emiten las clases de acciones) es más flexible que la española, respecto a las limitaciones regulatorias para la emisión de privilegios en las diferentes clases de acciones, pues permite una mayor variedad de alternativas en la concesión de privilegios. El Derecho estadounidense autoriza todos los privilegios: tanto económicos como administrativos, tanto en el momento de la constitución como durante toda la vida de la sociedad, y tanto privilegios definitivos como transitorios. Por su parte, la legislación española permite la aparición de todos los privilegios excepto cuatro figuras: acciones o PS con derecho a nombrar la mayoría de miembros de consejo de administración, acciones o PS con derecho a nombrar la mayoría de liquidadores, acciones o PS con privilegios en el derecho de suscripción preferente y, por último, acciones o PS con voto privilegiado.

Del estudio de las principales legislaciones vigentes del derecho comparado sobre las clases de acciones o PS, es posible obtener nueve ideas fundamentales:

- ❑ Existen dos bloques normativos claramente perfilados. El primero es el establecido en los países anglosajones, principalmente representado por Estados Unidos y Reino Unido. La influencia de este primer bloque llega a otros que adaptan gran parte de sus rasgos, fundamentalmente, Argentina, Colombia y Chile. El segundo es el europeo continental, que tiene como legislación motora la germánica, de la que muchas otras han adherido o copiado filosofía e incluso parte del articulado; entre estos países destacan Austria, España, Francia, Italia y Suiza.
- ❑ En todas las normativas se permite la diferenciación de las clases de acciones o PS en función, tanto de los derechos económicos, como de los derechos políticos.

- ❑ Todas las normativas establecen una regulación detallada sobre los derechos económicos que generan las clases de acciones o PS.
- ❑ Todas las legislaciones admiten la emisión de acciones o PS sin voto.
- ❑ En los países anglosajones, la práctica totalidad de las emisiones privilegiadas no conceden voto a sus titulares, aunque sus legislaciones no tienen regulación individualizada de la figura acciones o PS sin voto. Por el contrario, Alemania, España, Francia, Italia y Portugal, sí tienen una regulación detallada e individualizada de la figura; a diferencia de lo que ocurre en las emisiones realizadas en los mercados anglosajones, la mayoría de las acciones o PS privilegiadas sí tienen derecho a voto.
- ❑ En la actualidad, la emisión de acciones con voto plural (o privilegiado) sólo es admitida en seis legislaciones (Argentina, Chile, Colombia, Estados Unidos, Reino Unido y Suiza), mientras que en el resto no está permitido de ninguna manera.
- ❑ Bien diferente es el repaso histórico de la normativa. Las acciones con voto plural han estado permitidas, en algún momento pretérito, en diez legislaciones: Alemania, Argentina, Austria, Chile, Colombia, Estados Unidos, Francia, Italia, Reino Unido y Suiza. A pesar de que ha existido la posibilidad de emitirlos, sólo en Alemania, Austria, y Francia, ha sido frecuente su utilización, lo cual es significativo porque ninguno de los tres países lo permite en la actualidad. Por el contrario, en Argentina, Chile, Colombia, Estados Unidos, Italia Reino Unido y Suiza, la frecuencia de utilización de estos instrumentos financieros siempre fue escasa.
- ❑ Es posible realizar una clasificación en cuatro agrupaciones, medianamente homogéneas, sobre el análisis del voto plural. Las anglosajonas (Reino Unido y Estados Unidos) seguidas por la argentina, chilena, colombiana y suiza, donde, con muchas restricciones, el voto plural ha estado permitido, y continúa estando permitido, pero siempre teniendo una importancia escasa en el mercado. La mayoría de las europeas continentales (Alemania, Austria y Francia), donde sí tuvo una recurrencia relevante cuando fueron permitidas, pero en la actualidad esa posibilidad normativa ha sido derogada. El caso excepcional de Italia, donde estuvo permitido, aunque en la actualidad no, pero hubo muy pocas emisiones de voto plural. La española seguida por Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Paraguay, Perú, El Salvador y Uruguay, donde nunca fueron permitidas.
- ❑ Únicamente Argentina, Colombia, España e Italia realizan una diferenciación entre emisoras cotizadas y no cotizadas a la hora de establecer su regulación de las clases de acciones o PS.

6.- Respecto al detalle de la situación en España, todas las legislaciones modernas sobre Derecho Mercantil regulan algún aspecto de las clases. El Proyecto de Reforma de 1926 permitía la utilización de clases de acciones con modificaciones en los derechos económicos, aunque no permitía privilegiar las clases de acciones con derechos políticos, ni con derecho de voto plural. El citado texto no realizaba una diferenciación de la regulación entre empresas cotizadas y no cotizadas. Además, no regulaban ni las acciones sin voto ni las acciones rescatables. La LSA de 1951 permitía la utilización de clases de acciones sin derechos económicos, aunque no admitía privilegiar las clases de acciones sin derechos políticos, ni con derecho de voto plural. La LSA continuaba sin realizar una diferenciación de la regulación entre empresas cotizadas y no cotizadas, ni regulaba las acciones sin voto ni rescatables. El TRLSA de 1989 permitía la utilización de clases de acciones que varían los derechos económicos pero también los derechos políticos, aunque no permitía emitir acciones con derecho de voto plural. El TRLSA no realizaba una diferenciación de la regulación entre empresas cotizadas y no cotizadas. El TRLSA sí regulaba las acciones sin voto, aunque no las acciones rescatables. La LRLMV permitía la utilización de clases de acciones que modificaban los derechos económicos y también los políticos, aunque no permitía emitir acciones con derecho de voto plural. La LRLMV realizaba una diferenciación de la regulación entre empresas cotizadas y no cotizadas, y regulaba expresamente las acciones sin voto y las acciones rescatables. Por el otro lado, la LSRL regulaba la existencia de PS privilegiadas, rompiendo por tanto con la igualdad de derechos entre los socios según el volumen de su participación, que permanecía sólo como norma general residual (art. 5.1 LSRL). Así, y por vía estatutaria se podían establecer desigualdades en el derecho de voto (art. 53.4 LSRL), no posibles de esta forma en la sociedad anónima, en la distribución de dividendos (art. 85 LSRL) o en la participación en la cuota de liquidación (art. 119 LSRL). El TRLSA aún la posibilidad de emitir tanto acciones como PS

privilegiadas, realizando una diferenciación de la regulación entre empresas cotizadas y no cotizadas, y regulando expresamente las acciones y PS sin voto y las acciones rescatables.

Del análisis anterior podemos indicar que todas las legislaciones han admitido la inclusión de privilegios económicos, aunque los políticos sólo se incluyen desde el TRLSA, donde se regula el máximo exponente de la diferenciación de los derechos políticos en España: las acciones sin voto.

La LRLMV supone la inclusión por primera vez de dos hechos: la posibilidad de emitir acciones rescatables y la diferenciación de las clases de acciones o PS en virtud de la cotización o no de la sociedad emisora.

Analizando las acciones o PS con derecho de voto plural, es posible observar que ocurre una circunstancia peculiar. Ninguna de las legislaciones pretéritas y vigentes españolas han admitido la inclusión de clases de acciones o participaciones con este privilegio, sin embargo, a pesar de no ser permitidas, varias empresas incluyeron una diferenciación de sus clases de acciones con derecho al voto plural. Esto puede observarse en la D.T. Séptima de la LSA de 1951, donde se concedía, a las sociedades que poseyeran acciones de voto plural reconocidas en sus estatutos, válidamente emitidas, la posibilidad de conservarlas temporalmente durante un plazo máximo de dos años.

7.- Una de las conclusiones más importantes de esta investigación es la constatación del cambio en la filosofía de las últimas legislaciones europeas continentales. La legislación sobre las sociedades de capital en general, y sobre las clases de acciones y PS en particular, está sufriendo una lenta pero definitiva evolución. Las últimas reformas alemanas, españolas e italianas presentan cambios que parten de unas posiciones jurídicas tradicionales a unas normativas que intentan adaptarse a la situación actual del mercado financiero para así poder regularlo mejor.

Entre estos efectos destaca, por un lado, el reconocimiento de unas características diferentes de las sociedades cotizadas y no cotizadas, estableciendo las legislaciones española e italiana un régimen especial para las primeras.

Por otro lado, las legislaciones comienzan a utilizar la terminología y los conceptos del mercado financiero con claros matices económicos, alejándose en parte de los aspectos jurídicos tradicionales. El mayor ejemplo es la legislación alemana, porque para referirse a las acciones privilegiadas las denomina "instrumentos financieros" (Dlgs 24-2-2003; arts. 2346.6, 2349.2 y 2351), y porque concede a la acción el carácter de valor mobiliario del mercado de valores, abandonando la interpretación de conjunto de derechos que constituyen la posición del socio (BT-Drucks, 13/9573, pp. 10 y ss.).

La utilización de la terminología, conceptualización y forma de entender al mercado financiero, es requisito imprescindible para que el Derecho de Sociedades pueda regular mejor las operaciones que en el mercado se desarrollan. Por esta razón, es un acierto la adaptación a la situación actual del mercado financiero realizado por las últimas modificaciones del Derecho de Sociedades de los países europeos continentales.

Respecto a los rasgos característicos declarados por el ordenamiento español, destaca la distinción entre sociedades cotizadas y no cotizadas, concediendo a las primeras un régimen más flexible. Explícitamente, la Exposición de Motivos del TRLSC establece que, a efectos de la regulación de las sociedades de capital, "la distinción esencial radicaría en tener o no la condición de sociedad cotizada.". Por su parte, la Exposición de Motivos de la LRLMV recoge que "la reforma es consciente de las diferencias entre sociedades cotizadas y no cotizadas, siendo más flexible el régimen predicado para las primeras, sobre la pauta de la mayor transparencia que reporte la disciplina de los mercados de valores". Sin embargo, ni el régimen del TRLSA era tan flexible como aparecía en su Exposición de Motivos de la LRLMV, ni la tendencia se ha mantenido con el TRLSC. En efecto, la flexibilidad de las sociedades cotizadas,

establecida en el TRLSA, no era absoluta, y además, ha sido atenuada en diversas materias con el TRLSA.

La mayor flexibilidad legislativa de las sociedades cotizadas en el TRLSA no era absoluta, ya que en algunos aspectos era más flexible el régimen de las no cotizadas. Por ejemplo, respecto a la remuneración de las acciones privilegiadas, en los estatutos corporativos había de establecerse las consecuencias de la falta de pago total o parcial del dividendo preferente, su carácter o no acumulativo y los derechos que puedan tener los titulares de estas clases de acciones en relación con los dividendos que puedan percibir las acciones ordinarias de la sociedad que, en todo caso, quedan condicionados a la previa satisfacción del dividendo preferente. Este régimen era imperativo para las sociedades cotizadas, pero no para las no cotizadas. En efecto, las sociedades no cotizadas podían, por vía estatutaria, modificar la obligación de acordar el reparto del dividendo cuando existieran beneficios distribuibles (párr. primero del art. 50.3 TRLSA). Teniendo en cuenta lo anterior es posible afirmar que, al contrario de lo establecido en la propia Exposición de Motivos de la LRLMV, la Reforma tenía dos objetivos: flexibilizar el régimen de la cotizada, pero también flexibilizar el régimen de la no cotizada. Este último es fundamental, primero porque las no cotizadas son las sociedades que necesitan mayores instrumentos de inversión-financiación, ante la ausencia del mercado bursátil, y segundo porque entre las empresas no cotizadas se encuentran las pequeñas y medianas empresas, verdadero motor de la economía española.

Los dos aspectos más claros para observar la diferenciación entre empresas cotizadas y no cotizadas son la normativa sobre las acciones sin voto y la comparación con la regulación de las acciones privilegiadas.

La diferenciación entre empresas cotizadas y no cotizadas, en lo que respecta a las acciones sin voto, puede observarse en el análisis de la posibilidad de emitir acciones sin voto en los diferentes textos españoles. Ni el Proyecto de Reforma de 1926 ni la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 permitían la posibilidad de emitir acciones sin voto. El Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 1979 (art. 43.1), el Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de julio de 1986 (art. 38.1) y el Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de junio de 1987 permitían emitir acciones sin voto, pero sólo para sociedades cotizadas. Por su parte, el Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 19 de enero de 1988, elaborado por el Ministerio de Justicia, no permitía la emisión de acciones sin voto. El Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 8 de marzo de 1988, sí permitía la posibilidad de emitir acciones sin voto, pero sólo para sociedad cotizadas (art. 37.a). El Proyecto de Ley de 8 de abril de 1988 (art. 37.a), el TRLSA de 1989 y la LRLMV permitían la emisión de acciones sin voto, tanto para sociedades cotizadas como no cotizadas. Por último, el TRLSA permite la emisión de acciones y participaciones sin voto, tanto para sociedades cotizadas como no cotizadas.

De la comparación de la regulación de las acciones privilegiadas y sin voto, antes de la entrada en vigor del TRLSA, pueden obtenerse interesantes conclusiones sobre su flexibilidad. Las acciones sin voto establecían una normativa más flexible para las sociedades cotizadas, ya que podían configurar los derechos de las acciones sin voto a su voluntad, mientras que las no cotizadas habían de respetar ciertas disposiciones legales concernientes a determinados derechos. Respecto a las acciones privilegiadas, el régimen más flexible es el de las sociedades no cotizadas, ya que podían disponer en sus estatutos que no se repartiera el dividendo preferente en determinadas circunstancias, situación no permitida para empresas cotizadas. De las dos ideas anteriores era posible inferir que para las sociedades cotizadas era más interesante emitir acciones sin voto porque, además de permitir un mayor control sobre las decisiones sociales, era un producto que ofrecía mayor libertad (flexibilidad) para configurar el conjunto de derechos de los valores puestos en circulación. Por su parte, para las sociedades no cotizadas era mejor financiarse con acciones privilegiadas, porque eran más flexibles, y dentro de ello, porque podían establecer estatutariamente que no se repartiera el dividendo preferente en determinadas circunstancias.

La tendencia se ha invertido con el TRLSA, porque la flexibilidad de las sociedades cotizadas establecida hasta su entrada en vigor ha sido atenuada en muchos aspectos. Con la

entrada en vigor del TRLSC, el tratamiento de las clases de acciones o PS es más homogéneo entre sociedades cotizadas y no cotizadas que el existente en el TRLSA. La confluencia de la legislación sobre sociedades cotizadas y no cotizadas puede observarse en la regulación de las acciones sin voto y la exclusión del derecho preferente de suscripción.

La actual regulación de las acciones sin voto ahora es mucho más rígida. Antes de la entrada en vigor del TRLSC, existía un tratamiento muy diferenciado para sociedades cotizadas y no cotizadas, mientras que con el TRLSC existen muchas más coincidencias entre ambas. Con el TRLSA, respecto del derecho de suscripción preferente de los titulares de acciones sin voto en el caso de sociedades cotizadas, así como de la recuperación del derecho de voto en caso de no satisfacción del dividendo mínimo y en el carácter no acumulativo del mismo, se estaba a lo establecido en estatutos. No es posible realizar actualmente toda esta modulación, ni para emisores cotizados ni para no cotizados. Tradicionalmente las acciones sin voto tenían todos los derechos de las acciones ordinarias, salvo el de voto, por lo que todas las emisiones de acciones sin voto poseían siempre derecho preferente de suscripción. Sin embargo, a partir de la LRLMV (punto 4), los estatutos de las empresas cotizadas podían omitir este derecho en las acciones sin voto. Antes de la entrada en vigor del TRLSC, los titulares de acciones sin voto de empresas cotizadas, debían atender a lo expuesto en los estatutos para conocer si podían ejercer este derecho. Sólo en el caso que lo recogieran, los titulares podrían suscribir nuevas acciones en los aumentos de capital de cualquier clase, en la misma proporción y condiciones que las acciones ordinarias (art. 92.1 TRLSA). Para las acciones de empresas no cotizadas, los accionistas podían ejercer siempre ese derecho, aunque no lo recogieran los estatutos. Tras la entrada en vigor del TRLSC, el tratamiento del derecho está diferenciado en función de la forma jurídica del emisor. En las sociedades anónimas, el derecho preferente de suscripción es atribuido a las acciones sin voto siempre, sean cotizadas o no. En las sociedades de responsabilidad limitada, el derecho de asunción preferente estará sometido a las normas estatutarias, por lo que las PS sin voto pueden no tenerlo si así aparece en los estatutos. Por todo ello, la regulación del derecho preferente de suscripción o asunción del TRLSC iguala el tratamiento para sociedades cotizadas y no cotizadas, siendo distinto para anónimas y de responsabilidad limitada. De la misma forma, el carácter acumulativo del derecho al dividendo anual mínimo es más homogéneo entre sociedades cotizadas y no cotizadas. El art. 99.3 TRLSC incorpora como novedad la ampliación, a las sociedades cotizadas, del tratamiento de los dividendos devengados y no pagados de las no cotizadas establecido en el art. 91.3 TRLSA. De esta forma, de no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte de dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes, tanto en sociedades cotizadas y no cotizadas; mientras no se satisfaga el dividendo mínimo, las PS y acciones sin voto tendrán este derecho en igualdad de condiciones que las ordinarias y conservando, en todo caso, sus ventajas económicas. Aunque estas acciones se caracterizan por la privación del derecho de voto, esta no es absoluta ni definitiva; los titulares de acciones o PS sin voto podrán ejercitar de este derecho cuando en algunas emisiones no se satisfaga la parte no pagada del dividendo mínimo (art. 99.3 TRLSC). Desde la entrada en vigor del TRLSC, este supuesto se produce independientemente de que la sociedad emisora cotice o no; antes de su entrada en vigor, esta recuperación sólo se producía cuando el emisor no era cotizado. Las acciones sin voto de sociedades no cotizadas recuperaban, en todas las situaciones, el derecho de voto si no recibían el dividendo mínimo; por el contrario, en las acciones sin voto de sociedades cotizadas se atendía a lo dispuesto en los estatutos, que por supuesto, podía ser la recuperación del derecho de voto (D.A. 34 de la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos Generales del Estado). La regulación de la recuperación del derecho de voto en este supuesto iguala el tratamiento entre sociedades cotizadas y no cotizadas.

Respecto al derecho de suscripción preferente, el régimen de las sociedades cotizadas y no cotizadas es coincidente desde la entrada en vigor de la TRLSC. La exclusión del derecho de preferencia está regulado en el art. 308 TRLSC; por su parte, en el régimen general de exclusión del derecho de suscripción preferente para las sociedades cotizadas, observado en el art. 504 TRLSC, se indica expresamente que "en las sociedades cotizadas la exclusión del derecho de suscripción preferente exigirá la observancia de lo establecido en el art. 308".

Por todo ello, podemos afirmar que la regulación de las acciones sin voto y la exclusión del derecho preferente de suscripción es cada vez más homogénea entre cotizadas y no cotizadas, lo cual es contrario a la tendencia internacional del derecho.

8.- Los instrumentos de inversión-financiación utilizados en el mercado internacional son cada vez más diversos. La flexibilidad en la confección de los derechos de los titulares permite adaptarse mejor a las necesidades del mercado financiero y a las de sus inversores potenciales, pero desnaturaliza el teórico concepto clásico de acciones o PS: título-valor de renta variable, que forma parte de los fondos propios de la sociedad emisora de forma alícuota. Esta flexibilidad hace que pueda existir confusión entre las acciones o PS privilegiadas y otras formas de inversión como obligaciones, PPR o préstamos participativos. Ante esta situación, es fundamental identificar qué emisiones son clases de acciones o PS y cuáles no.

Una de las alternativas posibles a la hora de establecer las condiciones que debe tener una emisión para ser considerada una clase de acciones o de PS, es realizar una enumeración de los requisitos necesarios para que una emisión sea considerada una clase de acciones o participaciones en la legislación mercantil española.

En principio, una acción o participación social obligatoriamente debe poseer los siguientes derechos: (1) salvo que estatutariamente se imposibilite, el derecho de suscripción preferente en la emisión de acciones o PS y obligaciones convertibles, (2) el derecho de información, (3) el derecho de asistir a las Juntas, (4) el derecho de impugnar los acuerdos sociales y (5) el derecho a participar de la cuota de liquidación. El resto de derechos económicos y políticos, como el derecho al beneficio o el derecho de voto, pueden ser modificados sin que un título deje de tener la naturaleza jurídica de acciones. El listado es confuso porque el primero de ellos puede ser eliminado y el resto es compartido con muchos otros sujetos que no son socios.

El único derecho posible que podría ser considerado como calificador de la condición de socio es el derecho de impugnación de acuerdos sociales, porque es el único que cumplen todas las clases de acciones o participaciones, pero no es posible construir un criterio diferenciador en un derecho tan concreto. Por lo tanto, no existe ningún derecho que pueda ser considerado como definidor de la calificación jurídica de las acciones o PS.

Gran parte de la doctrina centra la distinción entre acciones o PS y el resto de instrumentos en los derechos administrativos, fundamentalmente en el derecho de voto. El derecho de voto no puede ser el que diferencie las clases de acciones o PS del resto de instrumentos porque múltiples legislaciones mercantiles regulan y validan la figura de las acciones o PS sin voto. La remota posibilidad de que las PPR tengan derecho de voto no puede provocar que sean consideradas acciones o PS, ya que existen ejemplos de deudas que tienen derecho de voto. Tampoco puede ser el requisito que la remuneración del título esté en función del beneficio, porque muchos títulos de deuda, bonos de administradores o bonos de fundadores o promotores, e incluso, remuneración de trabajadores, están indiciados al resultado del ejercicio. Por último, no puede ser la condición diferenciadora la concurrencia en el título del derecho de asistencia, ya que existen sujetos no socios que pueden asistir a la Junta General de Accionistas, como por ejemplo el Comisario de un empréstito (art. 427.2 TRLSC).

Por todo ello, no existe una enumeración posible de los derechos que confiere el título a su inversor. El único criterio válido para esta investigación es la calificación jurídica del título como acciones o PS. La calificación es dinámica y en la actualidad se concede a acciones o PS ordinarias, privilegiadas, preferentes, rescatables y sin voto, aunque las características económicas de algunas ellas coincidan con alguna deuda o PPR. Es dinámica porque el legislador español puede modificar sucesivamente el listado de los productos financieros que son calificados como acciones o PS.

Según este criterio, las PPR emitidas de forma directa no son acciones o participaciones. Por el contrario, las PS o acciones privilegiadas, PS o acciones preferentes, acciones rescatables y PS o acciones sin voto sí son participaciones sociales o acciones. Las PPR emitidas de forma

indirecta en los mercados anglosajones también son acciones en esas legislaciones, pero no pueden considerarse como acciones en la legislación mercantil española.

Las PPR emitidas de forma indirecta tienen la calificación que les conceda la legislación extranjera en la que son emitidas. Serán considerados acciones siempre que así lo tengan definido su normativa, como ocurre en el sistema anglosajón por el que han optado la mayoría de las emisiones con origen en compañías matrices españolas. Por el contrario serán jurídicamente deudas si así lo define el Derecho Mercantil del estado donde se emitan.

Por su parte, las PPR emitidas de forma directa en España nunca serán acciones porque el Derecho español, por medio de la Ley 19/2003, no le concede en ningún caso esa calificación jurídica, ni su "remuneración" es considerada por el legislador como dividendo.

Partiendo del criterio propuesto para establecer las condiciones que debe tener una emisión para ser considerada una clases de acciones o de PS, se puede inferir que varias figuras utilizadas en el mercado financiero actual no son clases de acciones o de PS: las obligaciones, los bonos de disfrute, los partes del fundador o bonos del fundador, los *warrants*, los préstamos participativos y las PPR emitidas de forma directa en España. Las PPR emitidas de forma indirecta en España nunca serán clases de acciones en España porque, o tienen la calificación de deuda en los países en las que está domiciliada, o tiene la calificación de acciones en esa legislación pero no en España.

Las acciones o PS privilegiadas, preferentes (con un privilegio temporal a la hora de recibir la remuneración), sin voto y rescatables tienen la calificación jurídica de acciones, y además, presentan una diferenciación en los derechos, por lo tanto son figuras susceptibles de crear clases de acciones o de PS.

Como desde el punto de vista jurídico no son clases de acciones o de PS, es necesario evitar erróneas denominaciones utilizadas en la doctrina y en la práctica: acciones de disfrute, acciones de fundador y, lo más frecuente, acciones preferentes refiriéndose a las PPR emitidas de forma directa (costumbre muy arraigada en la prensa económica) porque en España no son acciones.

9.- Las discusiones acerca de, si por las características concedidas a su titular, una acción se parece más a un título tradicional de pasivo exigible o de pasivo no exigible, son estériles, ya que es imposible establecer un listado de derechos para identificar si una emisión es jurídicamente una acción o participación social, y por tanto una clase de acciones o PS. La única solución posible es buscar dos clasificaciones: una jurídica, para conocer la naturaleza jurídico-legal de la emisión, analizando la consideración concedida por el legislador para la figura, y otra económica, derivada, única y exclusivamente, de los derechos concedidos a cada inversor en su folleto de emisión.

B. EN RELACIÓN A LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

10.- Las PPR nacen por el deseo de las empresas de acercarse a la posición ideal de confeccionar un título con las características económicas de fondos propios pero con la calificación fiscal de deuda.

La legislación española permite emitir acciones o PS preferentes, rescatables y sin voto, con exactamente los mismos derechos económicos y jurídicos que las PPR. La única diferencia puede derivarse de su calificación jurídica, por esta razón hemos indagado sobre si las PPR tienen o no la característica jurídica de acciones o PS que las tres primeras figuras seguro poseen. Este dato es importante pero no determinante. El elemento determinante es que la legislación española confiere a las acciones y PS un trato fiscal discriminatorio respecto a las PPR. Por tanto, es fácil predecir que, mientras que existan más incentivos fiscales sobre las PPR, las empresas españolas seguirán sin emitir, de forma masiva, las clases de acciones o PS reguladas en la legislación española; por el contrario sí emitirán acciones extranjeras (PPR

emitidas de forma indirecta en España, pero acciones en las legislaciones extranjeras) o emitirán PPR emitidas de forma directa en España.

La observación del gran número de emisiones indirectas de PPR realizadas permite afirmar que las entidades españolas sí tienen voluntad de financiarse con acciones o PS privilegiadas, pero les resultan más ventajosas fiscalmente las emisiones foráneas en PPR. La flexibilización de la regulación sobre las acciones privilegiadas en la LRLMV tenía, como unos de sus objetivos, el intento del legislador español de atraer esas emisiones a nuestro mercado. La reforma no alcanza ese objetivo.

Para la economía española en general sería mejor que esas emisiones se realizaran en nuestro territorio porque la recaudación de los impuestos de esas emisiones se quedaría en las arcas de la Hacienda Pública española. La emisión de PPR en España también tiene aspectos positivos para los emisores, pues se ahorrarían la existencia de una sociedad filial extranjera. La decisión de realizar las emisiones en España o en un paraíso fiscal depende fundamentalmente de que el ahorro por no tener que emitir una sociedad filial extranjera sea superior al ahorro de impuestos por emitir en un paraíso fiscal. Por todo ello, para atraer las emisiones de PPR a España, es necesario disminuir la carga fiscal para el emisor, de forma que disminuyan los incentivos para crear una filial extranjera.

11.- Las empresas e inversores de la mayoría de los países han encontrado la necesidad de financiarse e invertir por medio de instrumentos financieros híbridos de capital. La forma de enfrentarse a la necesidad de regular estos instrumentos ha sido diferente en cada una de las legislaciones. Algunas han utilizado instrumentos que el Derecho Mercantil había diseñado para otros fines, mientras que otras han legislado instrumentos financieros *ex profeso* para ser utilizados como híbridos financieros de capital.

Para detallar los principales medios en que se han materializado los híbridos de capital en la legislación mercantil vigente en cada país, es necesario realizar una distinción entre las figuras tradicionales y las figuras emitidas *ex profeso*. Las tradicionales son las figuras reguladas en la legislación mercantil antes del auge de la innovación financiera en el siglo XX para otros propósitos, y que se destinan a partir de ese momento como instrumentos de inversión-financiación, siendo considerados híbridos de capital. Por su parte, las figuras emitidas *ex profeso* incluyen a todos los instrumentos financieros legislados de forma expresa en la segunda década del siglo XX, para ser utilizados como híbridos financieros de capital.

En la actualidad, la principal representación de híbridos financieros de capital del Reino Unido está basada en figuras tradicionales: deuda perpetua y subordinada (*perpetual subordinated debt*). Por su parte, en Estados Unidos se opta por utilizar figuras emitidas *ex profeso*, fundamentalmente, PPR a través de empresas instrumentales: TOPRS (*trust originated preferred securities*), MIPS (*monthly-income preferred stocks*) y QUIPS (*quarterly-income preferred stocks*). En Alemania y Austria han optado por utilizar las figuras tradicionales bonos de disfrute (*genusschein*). Bélgica decidió emitir una figura *ex profeso*: *parts bénéficiaires*. En Suiza se permite emitir, simultáneamente, títulos tradicionales, como los bonos de disfrute (*bons de jouissance*), y figuras emitidas *ex profeso*, como los bonos de participación (*bons de participation*). La práctica francesa utiliza únicamente figuras emitidas *ex profeso*: *titres participatifs* y *actions préférence*. Por último, en Italia se emiten sólo figuras emitidas *ex profeso*: *certificati di partecipazioni*, *boni de godimento*, *azioni de godimento*, *patrimonio di base* e *strumenti finanziari partecipativi*.

Partiendo de la clasificación de los híbridos financieros de capital en función de su categorización jurídica (híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones), es posible distinguir entre las principales figuras representativas de los híbridos financieros de capital, en cada país, discriminando entre los que poseen la calificación jurídica de acciones y los que no la tienen. En el Reino Unido se han utilizado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*preferred shares*, *deferred shares*, *redeemable shares*, *non voting shares contingent voting*, *disproportionale voting*, *voting debt securities* y *ordinary non voting shares*) e híbridos

financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*perpetual subordinated debt*). Las empresas estadounidenses han empleado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*preferred shares* y *non voting stock*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (TOPRS, MIPS y QUIPS). En Alemania y Austria se han regulado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*vorzugsaktien*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*genussschein*). En Bélgica se han empleado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*actions préférence*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*parts bénéficiaires*). Las empresas suizas han utilizado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*actions préférence*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*bons de jouissance* y *bons de participation*). Las empresas domiciliadas en Francia han empleado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*actions préférence*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*titres participatifs*). Por último, en Italia se han regulado híbridos financieros de capital con la calificación jurídica de acciones (*azioni preferenziali* y *azioni di risparmio*) e híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones (*certificati di partecipazioni*, *boni de godimento*, *azioni de godimento*, *patrimonio di base* e *strumenti finanziari partecipativi*).

En España se han utilizado híbridos financieros emitidos *ex profeso*, fundamentalmente PPR emitidas de forma directa e indirecta. Respecto a la calificación jurídica, los emisores se han decantado por los instrumentos sin la calificación jurídica de acciones en mucha mayor medida que los que poseen la calificación de acciones.

12.- Los híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones tienen unos rasgos muy determinados, que permiten considerarlos como una agrupación homogénea:

- ❑ No están representados en acciones.
- ❑ Aunque lo más frecuente es que retribuyan aportaciones dinerarias, también pueden retribuir aportaciones no dinerarias, e incluso no financieras, como aportaciones de servicios o laborales.
- ❑ La retribución de los derechos patrimoniales está subordinada o condicionada a que quede suficientemente garantizada la estabilidad y continuidad empresarial del emisor.
- ❑ Atribuyen derechos administrativos, e incluso políticos, sobre todo en circunstancias excepcionales de insolvencia o impago.

Las principales diferencias entre los híbridos financieros de capital sin la calificación jurídica de acciones se derivan de la dimensión del derecho de voto. Dentro de ellas destacan los representativos matices encontrados entre las legislaciones anglosajonas y las continentales europeas. En el Derecho de Estados Unidos y Reino Unido, además de todas las acciones, es posible que las obligaciones tengan derecho de voto (*voting bonds*), porque este derecho se resuelve en los estatutos. Las únicas reticencias a admitir los empréstitos con derecho de voto tienen su origen en los órganos reguladores de las Bolsas de Valores (la SEC principalmente). Por su parte, las legislaciones continentales europeas conocen una gran diversidad sobre la concesión del derecho de voto. La totalidad de las normativas (Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Italia y Suiza) conceden al titular los derechos administrativos y de información, así como de defensa organizada en sindicatos o asambleas especiales. En la mayoría de las legislaciones (Alemania, Austria, Francia y Italia), los titulares tienen todos los derechos administrativos, salvo el de voto. Las excepciones a esto se sitúan únicamente en los ordenamientos belga y suizo. En el Derecho belga las *parts bénéficiaires* pueden incorporar un derecho de voto condicionado. El Derecho suizo reconoce la posibilidad de que los *bons de participation* confieran en estatutos un derecho a designar vocales en el consejo.

13.- Hasta el momento, la legislación de los intermediarios financieros ha beneficiado claramente la emisión de PPR, perjudicando ostensiblemente la elección del emisor por las clases de acciones.

A parte de las motivaciones fiscales, la razón fundamental de que los intermediarios financieros hayan emitido PPR, y no acciones o PS privilegiadas, preferentes, rescatables o sin voto legisladas en España, es que si las PPR cumplen una serie de condiciones (no acumulativas, con opción de rescate sólo del emisor y previa aprobación del supervisor), se computan como *Tier 1*. Con la emisión de PPR se ha estado consiguiendo la obtención de aspectos retributivos ventajosos, pero cumpliendo los requerimientos legales de recursos propios.

Todo esto cambiará con Basilea III. Las PPR emitidas por los bancos y cajas españolas, que actualmente forman parte del *Tier 1* (capital, reservas y preferentes), dejarán de contar en el *Tier 1*, por lo que no interesará a los intermediarios financieros mantenerlas. Para que las preferentes puedan formar parte del *Tier 1*, se les exigirá que puedan absorber pérdidas, es decir, que el intermediario financiero pueda amortizarlas por menos del nominal si tiene problemas económicos, situación que no ocurre con ninguna emisión de las que actualmente circulan en el mercado. Así pues, lo lógico es pensar que las actuales PPR serán amortizadas antes de 2023. Por supuesto nadie obligará a los bancos y cajas a amortizar sus emisiones, pero una vez perdida su utilidad para incrementar su nivel de solvencia del intermediario financiero, sólo queda el criterio económico. Al no interesarles económicamente mantener vivas estas emisiones, es posible que los emisores potenciales reorienten sus emisiones hacia clases de acciones o de PS, o hacia cualquier otro híbrido financiero.

C. EN RELACIÓN A LAS ACCIONES RESCATABLES

14.- Las acciones rescatables, redimibles o recuperables, constituyen una alternativa más, que se incorpora a la oferta de las distintas formas de financiación existentes para las sociedades anónimas cotizadas en la legislación mercantil española: acciones o PS ordinarias, acciones o PS privilegiadas, acciones o PS sin voto, acciones rescatables, PPR, préstamos participativos, obligaciones ordinarias, obligaciones convertibles en acciones, préstamos y otro endeudamiento externo.

La naturaleza jurídica de los titulares de las acciones rescatables, como accionista o propietario, es clara. Habitualmente la condición de accionista se adquiere de forma indefinida, sin embargo, el derecho fundamental de todo socio a mantener esta condición puede atribuirse de forma temporal, a través de la creación de acciones rescatables, que nacen con la cualidad de amortizables. El legislador las ha calificado como acciones, no sólo al denominarlas acciones sino también al alojar sus disposiciones reguladoras en el Capítulo II ("Especialidades en materia de acciones") del Título XIV del TRLSC.

No puede afirmarse que la posición jurídica del titular de rescatables sea la de acreedor de la sociedad por el hecho de que en los estatutos se contemple su rescate por un precio eventualmente fijado (precio de rescate) o porque exista un derecho de rescate a favor del titular. Con independencia de que, económica o financieramente, la posición de aquél pueda llegar a ser muy próxima a la de un obligacionista, el titular de rescatables es un verdadero accionista, aunque dicha posición jurídica sea claudicante.

Partiendo de la base de que las acciones rescatables son jurídicamente acciones, no queda otro remedio que considerarlas integrantes de una clase de acciones; son clases de acciones porque confieren a sus titulares diferentes derechos a los de otras acciones no rescatables. Es claramente un error afirmar que, sin tener otros derechos, las acciones rescatables son privilegiadas porque si el derecho de rescate lo posee el emisor no es un privilegio, sino un deterioro en los derechos y capacidades del inversor.

15.- El estudio de la legislación española vigente sobre las acciones rescatables, y de la situación actual del derecho comparado, permite establecer una comparativa de todas ellas (cuadro 6).

Cuadro 6. Comparativa de las legislaciones vigentes sobre las acciones rescatables

	Estados Unidos	Reino Unido	Canadá	Australia	Unión Europea	Holanda	Portugal	España
Distinción entre dos tipos de capital	No	No	No	No	No	Sí	No	No
Rescate a opción del emisor	Sí	Sí	Sí	Sí	-	Sí	Sí	Sí
Rescate a opción del inversor	Sí	No	Sí	Sí	-	No	-	Sí
Rescate a opción de ambos	Sí	Sí	Sí	Sí	-	Sí	-	Sí
Rescate en fecha fija	Sí	Sí	Sí	Sí	-	Sí	Sí	-
Rescate en la concurrencia de un hecho	Sí	No	No	No	-	No	-	-
Rescate a voluntad de un tercero	Sí	No	No	No	-	No	-	-
Rescate financiado con beneficios distribuibles	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Rescate financiado con una nueva emisión de acciones	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Rescate financiado con una reducción de capital efectiva	-	Sólo en <i>private companies</i>	-	-	No	No	No	Sí
Rescate necesariamente establecido en estatutos o acuerdo de emisión antes de la suscripción	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	-
Acciones totalmente desembolsadas en el momento de la emisión	-	No	-	-	No	-	No	Sí
Acciones totalmente desembolsadas en el momento del rescate	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Las condiciones de rescate deben estar establecidas en estatutos o acuerdo de emisión	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	-	-	-
Dotación obligatoria de reserva por el valor nominal de las acciones rescatables para rescates financiados con beneficios distribuibles	-	Sí	-	-	Sí	-	Sí	-
Dotación obligatoria de otra reserva si existe prima de rescate a favor de accionistas	-	Sí	-	-	Sí	-	-	-
Penalización a la empresa por no haber llevado a cabo el rescate	No	No	No	No	No	No	Sí	No
Posibilidad de emisión para sociedades no cotizadas	Sí	Sí	Sí	Sí	-	Sí	Sí	No
Periodo de carencia	No	No	No	No	No	No	No	Sí

Fuente: elaboración propia

La principal conclusión del cuadro anterior es la observación de las marcadas diferencias entre las legislaciones de dos bloques de países: los países anglosajones (Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Australia) por un lado, y los continentales europeos (Unión Europea, España y tímidamente Francia e Italia) por otro.

Las acciones rescatables fueron legisladas en España en la LRLMV. Con anterioridad a su entrada en vigor, diversos autores criticaron la posibilidad de incorporar las acciones rescatables a nuestra legislación, pero su inclusión se justifica porque la amortización de capital permite reducir la cifra de capital sin disminuir las garantías a los acreedores y, además, porque existen grandes semejanzas entre esta figura y otras admitidas, con anterioridad, en nuestro ordenamiento.

La legislación española sobre las acciones rescatables permite una gran flexibilidad, tanto es así, que existen múltiples opciones para caracterizar la emisión. Esta flexibilidad abre un abanico enorme de posibilidades. La flexibilidad en el diseño de este tipo de emisiones tiene su origen en la laxa redacción del art. 500 TRLSC. Este texto permite diseñar las acciones rescatables con las características más atractivas para los inversores y más adecuadas para el emisor, dependiendo de las necesidades y circunstancias que existan en cada momento. Como ejemplo, podemos afirmar, en primer lugar, que la posibilidad de rescate puede establecerse a favor, exclusivamente, del inversor, del emisor o a favor tanto de éste como de los tenedores de las acciones (si bien, en este último caso, es lógico pensar que se establezcan precios distintos de rescate para cada una de las partes). En segundo lugar, el precio de rescate puede, en vez de estar fijado en el momento de la emisión, establecerse en la fecha de rescate en función de la evolución de la cotización de las acciones durante un determinado periodo de tiempo. En tercer y último lugar, el momento de ejercicio del derecho de rescate puede establecerse en una fecha concreta, en un conjunto de posibles fechas o a lo largo de un periodo de tiempo (es decir, la opción de rescate puede caracterizarse como una opción de tipo europeo, bermuda o americano respectivamente). Incluso, cabe la posibilidad de que tanto el momento del rescate, como su precio y la potestad para su ejercicio, se condicionen a la evolución de un vínculo externo, como por ejemplo la evolución de un indicador del mercado.

Ante esta variedad de alternativas, se plantean determinadas cuestiones relativas a las ventajas y desventajas que presentan las acciones rescatables, en los diferentes momentos de su existencia, tanto para las sociedades emisoras, como para los inversores que las adquieren. La principal ventaja que obtendría una empresa que se financiara con acciones rescatables es que en el corto plazo podría volver a decidir sobre cuál es la mejor forma de financiarse. Si los tipos de interés hubiesen descendido en el mercado, podría transformar, con el consiguiente ahorro de costes financieros, los fondos propios en fondos ajenos; en caso contrario, si no interesa la solicitud de un préstamo, se podría financiar con una nueva emisión de acciones rescatables. La razón fundamental para que un inversor suscriba acciones rescatables es que, además de beneficiarse de las ventajas de la renta variable, elimina algunos riesgos propios de la misma, como el de la liquidez o el de la consecución de pérdidas patrimoniales en el momento de la enajenación de valor, por lo que sería especialmente apropiada para inversores adversos al riesgo.

D. EN RELACIÓN A LAS MEJORAS EN LA REGULACIÓN DE LAS ACCIONES RESCATABLES

16.- Esta investigación ha inferido dos grupos de conclusiones respecto al detalle del texto que regula las acciones rescatables en España.

En primer lugar, se han identificado diversas deficiencias encontradas en el contenido y redacción de la regulación vigente. Entre ellas, destacan las imprecisiones de los límites establecidos como requisitos para realizar la emisión, las dudas sobre la jerarquía entre los procedimientos de rescate, la ausencia de consecuencias del incumplimiento del desembolso mínimo, la inadecuada inclusión de un período de carencia y los interrogantes que genera la posibilidad de emitir acciones rescatables a fecha fija o determinable.

En segundo lugar, la regulación de la figura mejoraría si incluyéramos algunos de los aspectos puntuales incluidos en otros Derechos de nuestro entorno que, sin embargo, el legislador español no ha recogido. Principalmente, las posibilidades de delegación en los administradores para realizar la emisión y el rescate, la facultad de emitir acciones rescatables sin voto, privilegiadas o convertibles, la posibilidad de poseer autocartera de acciones rescatables y el establecimiento de medidas a aplicar en caso de impago del precio de rescate.

Aunando todo lo anterior, podemos inferir que el régimen jurídico de las acciones rescatables en el Derecho español debería haber sido más detallado, incluyendo algunos aspectos que hubieran mejorado su regulación, y más preciso, especificando determinadas materias que el texto deja abierto y con interrogantes.

Para evitar las dudas e interpretaciones a la hora de emitir acciones rescatables, el legislador español debería establecer, de forma concreta, qué alternativas son válidas entre las observadas en esta investigación. Sólo así podrán consensuarse los métodos que son admitidos y, por lo tanto, utilizables por los emisores que pretenden financiarse con estos instrumentos, y cuáles no son admitidos. La explicitación de las alternativas válidas permitiría a las empresas emisoras plantearse, de forma fundamentada, la emisión de acciones rescatables. En el momento de la búsqueda de recursos de financiación, la sociedad deberá realizar un análisis para cotejar los costes y los beneficios que le representaría la emisión de estas acciones, comparándolos, con un mismo análisis coste-beneficio, frente a operaciones financieras similares. Estos costes y beneficios son principalmente monetarios, aunque no exclusivamente. La empresa emisora deberá tener en cuenta la necesidad de conceder derechos de voto a las nuevas acciones, la premura con que se precisara el retorno de la inversión (la emisión de acciones rescatables necesita un plazo mayor que otros elementos de financiación), y, sobre todo, el coste de los medios de financiación. Si a todos estos interrogantes, se les añaden las dificultades para conocer las posibilidades legislativas de la figura, las sociedades tendrán reticencias, como en la actualidad ocurre, a convertirse en emisoras de acciones rescatables.

17.- En la legislación mercantil española existe una deficiente especificación de la limitación cualitativa. Las afirmaciones para resolver un texto poco concreto solamente son opiniones, lo que es absolutamente necesario es que el legislador sea más concreto a la hora de definir los detalles de la limitación cualitativa. El legislador debe identificar los efectos de la exclusión de cotización de una empresa emisora de acciones rescatables. Por otro lado, el Derecho positivo debe precisar si está permitida o no la emisión de acciones rescatables en sociedades parcialmente cotizadas, ya que no se plantea en la actual redacción. Relacionado con lo anterior, el legislador debe especificar si es válida la emisión de acciones rescatables por una sociedad que cotiza, o es necesario además, que los títulos también coticen.

18.- Nuestra recomendación es que legislador elimine el plazo de carencia para todas las emisiones de acciones rescatables. Si la racionalidad financiera exigiese la fijación de un plazo de carencia en una concreta emisión, deberían ser las partes las que libremente lo establezcan. Si el inversor está dispuesto a aceptar un plazo inferior de carencia, o incluso su ausencia, a cambio de una mayor rentabilidad, no se entiende por qué debe prohibirlo el legislador. Si verdaderamente existiese una lógica financiera para imponer un plazo de carencia, debería ser el mercado financiero el que lo estableciera. No se entiende el motivo de excluir posibilidades reales de contratar, en atención a prejuicios injustificados de tutela.

En el supuesto de que se mantuviera el período de carencia, nuestra recomendación es que el legislador concrete más la redacción, porque con el texto actual existen dos posibles interpretaciones, las cuales conllevan diferentes repercusiones económicas sobre los inversores y emisores. Las posibilidades son que el cómputo se refiera de fecha a fecha o por ejercicios económicos. Las dudas las ha creado la propia legislación, ya que la actual referencia "tres años a contar desde la emisión" en el texto definitivo del TRLSC y la LRLMV sustituye a la expresión "tres ejercicios sociales a contar desde la emisión" establecida en el Proyecto de LRLMV (enmiendas número 74 y 99). El legislador es el único que puede corregir este error, con una explicitación de una de las dos interpretaciones. Parece más adecuado atender a tres ejercicios

contables en vez de hacerlo de fecha a fecha, ya que se continúa con el criterio establecido por el texto redactado por la Comisión de Expertos y, además, porque la acción estaría sin rescatar en la fecha de reparto de remuneración (siempre que haya reparto) de tres ejercicios económicos, lo que, salvo que se emitan al comienzo del ejercicio contable, no se produciría con la otra alternativa, pudiendo ocurrir que sólo esté sin rescatar durante dos fechas de reparto de dividendos. Mientras que la indefinición se mantenga y el legislador no establezca cuál es la interpretación adecuada (fecha a fecha o por ejercicios económicos), se producirá un conflicto entre los inversores y la sociedad emisora porque los años naturales son más favorables a los inversores y la opción de año en año es más ventajosa para el emisor. La sociedad emisora pretenderá que los tres ejercicios se entiendan cumplidos aun cuando desde la emisión no hubieran transcurrido tres años naturales, porque podrá efectuar su derecho de rescate en un momento anterior. Por su parte, los inversores preferirán que se prolongue el plazo mínimo más allá de los tres ejercicios sociales y hasta alcanzar los tres años naturales, ya que la protección será mayor.

19.- El legislador debería establecer una redacción que, de forma expresa, permitiera o prohibiera la delegación en la emisión y el rescate de las acciones recuperables, porque en el caso de que se pudieran realizar ambas, el procedimiento sería más flexible, y es posible que las emisoras eligieran las acciones rescatables como instrumentos de financiación más de lo que lo están haciendo en estos momentos. Estas ventajas serían mucho más acentuadas en la delegación de rescate que en la de emisión porque el tiempo transcurrido desde la decisión de emitir por la Junta hasta la fecha de emisión será menor, y por lo tanto habrá menos hechos que puedan influir sobre el momento más adecuado, que el tiempo transcurrido hasta la fecha de rescate.

20.- Aunque la legislación española no recoge las consecuencias del incumplimiento de la entrega del precio de rescate, por parte de la empresa emisora a los accionistas rescatables, no debería estar permitido que los inversores perdieran el derecho de rescate porque la empresa emisora no hubiese hecho todo lo posible para que ejercitaran su derecho, ya que crearía inseguridad en el tráfico mercantil. La regulación de los métodos de rescate realizada por el legislador tiene como objetivo la protección de los saldos acreedores, sin embargo, las acciones rescatables no suponen ninguna garantía si no se establecen medidas para asegurar el cobro en el momento de rescate. La opción adecuada es reforzar la vía judicial ordinaria con medidas para garantizar el cobro de rescate y para disuadir el impago: la obligación del emisor de garantizar los saldos de los acreedores por uno de los medios del art. 404 TRLSC, y la posibilidad de que cualquier titular pueda solicitar la disolución judicial de la sociedad una vez transcurrido un año desde la fecha de rescate.

21.- Para tener una regulación adecuada, el legislador debería haber explicitado la posibilidad del mantenimiento de la autocartera, o en caso contrario, la imposibilidad de mantenerla. La legislación debería establecer la posibilidad de que el emisor pueda adquirir las acciones rescatables, sin que esté obligado a proceder a su inmediata amortización; además, debería explicitar que sea posible ponerlas otra vez en circulación mediante su venta a un tercero que las adquiera sujetas a la cláusula de rescate.

22.- El Derecho español no ha regulado la posibilidad de emitir clases de acciones con privilegios en dos o más derechos, para el caso concreto en que uno de ellos sea el de rescate, por ejemplo acciones rescatables sin derecho de voto. El silencio sobre la posibilidad de emitir acciones rescatables sin voto, es una deficiencia legislativa; el TRLSC y el TRLSA deberían haber regulado su emisión pues las acciones sin voto ya estaban incluidas en el TRLSA. Como no lo hizo, interpretamos que es posible su emisión porque no existe impedimento legal para su emisión. Sin embargo, esta solución es deficiente, ya que la emisión masiva de estas acciones requiere la aclaración de algunos aspectos que quedan indeterminados. El primer interrogante es sobre la acumulabilidad o no de los dos límites máximos, establecidos en el art. 98 y 500 TRLSC respectivamente, para las acciones sin voto y rescatables por separado. El segundo interrogante se produce en el supuesto que se deban superponer los límites; en este escenario proponemos que el legislador detalle cual se debe aplicar: la mitad del capital social desembolsado o la cuarta parte del capital social total. Las

opciones más adecuadas parecen ser la superposición de los dos límites y la elección del menor de los dos, el de las acciones rescatables, ya que es más restrictivo que el de las acciones sin voto. Sin embargo, es sólo una opinión a la espera de una regulación detallada de la figura.

23.- Tras observar todo lo anterior, el cuadro 7 resume las deficiencias de la legislación española sobre las acciones rescatables y las recomendaciones propuestas en la investigación para solucionarlas.

Cuadro 7. Recomendaciones para solucionar las deficiencias de la legislación española sobre acciones rescatables

DEFICIENCIA	RECOMENDACIÓN
Presenta indefiniciones en la limitación cuantitativa de la emisión: a) No ha definido si el límite sólo funciona en el momento de la emisión o durante toda la vida de la sociedad b) No ha establecido las repercusiones de sobrepasar el límite cuantitativo c) No ha definido si el límite máximo de emisión de acciones rescatables debe ser calculado sobre el capital social emitido o sobre el capital social desembolsado d) No ha especificado si este límite se refiere al capital social anterior a la emisión o al resultante una vez realizada esta emisión	La legislación debe especificar que: a) Debe tenerse siempre en cuenta el saldo vivo de capital representado por todas las acciones rescatables emitidas, ya que en caso contrario el límite sería muy fácil de burlar, e impediría alcanzar las finalidades pretendidas con su inclusión b) El aumento de capital de acciones rescatables que supere el límite es ilegal por infracción de lo dispuesto en el art. 500 TRLS y, por ende, no sería inscribible en el Registro Mercantil. Aunque sobrepasar el límite es ilegal, no conlleva disolución de la sociedad c) El legislador debe especificar que el límite máximo de emisión esté basado en el capital social suscrito, por analogía con la adquisición derivativa de acciones propias y, porque es la interpretación más prudente d) El límite debe referirse al capital social resultante una vez realizado el aumento de capital con rescatables, porque es la opción más prudente
Incluye un ilógico periodo de carencia	La legislación debe eliminar el periodo de carencia
No define el modo de financiar la prima de rescate	La regulación debería haber establecido el procedimiento a utilizar en el supuesto de que exista prima de rescate. Para mantener las garantías de los acreedores sería conveniente financiar la prima con recursos disponibles, sean con los que posee la empresa en ese momento o con una nueva prima de emisión si el rescate se financia con otra emisión de acciones
No establece la posibilidad de delegar en los administradores	La emisión y el rescate de acciones rescatables debe ser acordada por la junta general de accionistas, necesitando la consiguiente modificación estatutaria para variar la cifra del capital social, pero este órgano podría poder establecer el acuerdo de rescate con todas las características fijadas y determinadas excepto el plazo, dejando al arbitrio del Consejo de Administración el momento de llevarlo a cabo
Especifica expresamente tres supuestos para iniciar el rescate: a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares o de ambos	La legislación debe permitir más supuestos: hacerlo depender de un hecho ajeno a la voluntad de las partes, a fecha fijada, cuando se produzca una determinada condición (como la muerte de un accionista) y a iniciativa de un tercero
No recoge la necesidad de dotar reserva para financiar el rescate	El legislador debería haber establecido la obligación de dotar una reserva, con carácter parcialmente indisponible, para los casos que esté determinada la amortización de las acciones en circulación de forma periódica y organizada
No regula la posibilidad de autocartera	La legislación debe establecer la posibilidad de que el emisor pueda adquirir las acciones rescatables, sin que esté obligado a proceder a su inmediata amortización. Además, debe explicitar que sea posible ponerlas otra vez en circulación mediante su venta a un tercero que las adquiera sujetas a la cláusula de rescate
No legisla la posibilidad de emitir acciones rescatables sin voto	El legislador debe regular la posibilidad de emitir acciones rescatables sin voto. En estas figuras recomendamos aplicar el límite de emisión de las rescatables por ser más restrictivo que el de las acciones sin voto
No establece explícitamente la jerarquía entre los tres procedimientos de rescate	El espíritu de la norma es que la reducción de capital sea el último recurso, aunque, para dejarlo más claro, el legislador debería haber matizado un poco más el enunciado del artículo, pues su redacción puede ser interpretada como que es válida la aceptación indistinta de cualquiera de los métodos, sin especificar un criterio como preferente
No tiene en cuenta la diferente	Para que el proceso de amortización de capital tuviese una garantía con

protección de los tres procedimientos de rescate	<p>efectividad total, la empresa emisora debería tener, en el momento de la emisión, reservas disponibles, que en el momento del rescate pudieran ser convertidas en reservas indisponibles y, además, debería prever la posible insuficiencia de reservas libres para el momento del rescate. La finalidad de la amortización de capital es mantener las garantías de los acreedores, pero no se consigue totalmente, ya que se produce una pequeña disminución efectiva de las indisponibilidades al descender la cifra de reserva legal por disminuir la cifra de capital</p> <p>El segundo supuesto de rescate consiste en financiar el rescate con una nueva emisión de acciones, siendo necesario que el importe de la nueva emisión sea igual o superior al nominal a rembolsar. Esta opción no requiere dotar una reserva ni respetar el derecho de oposición de los acreedores del art. 335 TRLSC, porque los recursos indisponibles permanecen constantes</p> <p>El tercer procedimiento de rescate es la reducción de capital, que claramente disminuye las garantías de los acreedores porque los recursos indisponibles han disminuido</p> <p>De esta forma, el método que ofrece más garantías es la financiación con una nueva emisión, y ello debería ser tenido en cuenta por el legislador, explicitándolo como su método preferido de rescate</p>
No ha definido el derecho de conversión	<p>El legislador debe posibilitar el derecho de conversión porque no es contrario al resto del TRLSC</p> <p>El contrato de emisión de acciones rescatables convertibles en España, requiere la enumeración clara de los cinco elementos esenciales de la conversión: el tipo de canje, la influencia en la cotización, el apoyo en otros instrumentos financieros auxiliares, la duración del privilegio de conversión y los sujetos sobre los que recae la iniciativa para realizar la conversión</p> <p>El legislador debe incluir dos requisitos previos para la emisión de las acciones rescatables convertibles. El primero es la emisión de un informe de un auditor, con la finalidad de garantizar el principio de igualdad de trato para todos los accionistas, y en su caso, manifestar las circunstancias en que la emisión analizada pudiera comportar un efecto dilución discriminatorio. El segundo es la aprobación de la emisión por parte del Registrador Mercantil</p>
No establece los efectos de incumplimiento de rescate	<p>La legislación debe establecer, tanto medidas para garantizar el cobro del rescate, como medidas disuasorias del impago. Proponemos la obligatoriedad de garantizar los saldos de los acreedores por uno de los medios del art. 404 TRLSC, y la posibilidad de que cualquier titular pueda solicitar la disolución judicial de la sociedad una vez transcurrido un año desde la fecha de rescate</p>
No recoge la obligatoria publicidad registral	<p>El legislador debería haber recogido que el acuerdo de reducción de capital fuese publicado en el BORME y en un diario de difusión provincial. Además, la decisión de rescate debería ser notificada obligatoriamente por el emisor a los titulares antes de 30 días de la fecha de amortización. La comunicación de la decisión de rescate deberá ser realizada en un periódico de difusión nacional. Adicionalmente, siempre que las acciones coticen, la comunicación se deberá también realizar ante la CNMV y mediante la publicación en el Boletín de Cotización del Mercado Bursátil</p>

Fuente: elaboración propia

24.- Proponemos una nueva redacción de los artículos que regulan las acciones rescatables en España. La sección 3ª "Acciones rescatables", del capítulo II, del Título XIV del TRLSC debe incluir los dos mismos artículos, aunque con contenidos distintos a los establecidos en la actualidad¹⁷⁵⁷.

¹⁷⁵⁷ Una de las conclusiones de esta investigación es que es perfectamente posible la adquisición sin amortización de acciones rescatables propias. Para explicitar la posibilidad del mantenimiento de la autocartera tenemos dos alternativas. La primera es que el Capítulo VI del Título IV del TRLSC, denominada "Los negocios sobre las propias participaciones y acciones", incorpore que "pueden ser adquiridas las acciones, incluidas las acciones rescatables". La otra alternativa sería añadir al art. 501 TRLSC que "en el supuesto que no se amorticen inmediatamente las acciones rescatables, se aplicará el art. 148 TRLSC, mientras que el emisor las tenga en su poder. La amortización o enajenación de los títulos deberá realizarse en el plazo máximo de tres años desde que la sociedad las haya adquirido". Preferimos la primera alternativa, por lo que a la hora de elaborar una nueva propuesta de

El art. 500, que regula la emisión de acciones rescatables, debe presentar la siguiente redacción:

1. Las sociedades cotizadas o no cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables a solicitud del emisor, del inversor, del inversor o emisor indistintamente, de un tercero o cuando se cumpla un hecho o unos plazos.

2. La emisión de las acciones rescatables requiere su inclusión en los estatutos. En el acuerdo de emisión se fijarán detalladamente las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate que, como mínimo, serán la parte legitimada para solicitar el rescate, el límite máximo y mínimo para que el rescate pueda realizarse y el precio del rescate (ya sea fijo o variable, definido o definible llegado el momento del rescate).

3. La emisión deberá realizarse por un importe nominal no superior a la cuarta parte del importe del capital social suscrito posterior a la emisión. En caso de incumplimiento directo de este límite, el acuerdo será impugnabile. En los supuestos de incumplimiento indirecto se concede un plazo de dos años para restablecer la proporción entre acciones rescatables y no rescatables, ya sea por medio de una ampliación de capital no rescatable, una reducción de capital a través de la disminución del valor nominal de todas las acciones rescatables o una amortización de parte de las acciones rescatables; si no se produjera ninguna de ellas, la sociedad emisora deberá disolverse.

4. Las acciones rescatables deberán estar íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción.

Por su parte, el art. 501, que regula la amortización de acciones rescatables, debe tener la siguiente redacción:

1. La amortización de las acciones rescatables deberá realizarse con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General, o en su caso por el Consejo de Administración, con la finalidad de financiar la operación de amortización.

2. Si la amortización de estas acciones se realizara con una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General de Accionistas, será posible adoptar un acuerdo simultáneo de aumento y reducción de capital, según lo dispuesto en el art. 343, sin que sea necesario constituir una reserva indisponible o conceder un derecho de oposición a los acreedores.

3. Si la amortización de estas acciones se produjese con cargo a beneficios o a reservas disponibles, la sociedad deberá constituir una reserva indisponible por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas. Este procedimiento, establecido en el art. 335.c, no supone un derecho de oposición de acreedores.

4. Sólo en los casos en que no se emitieran nuevas acciones para financiar la operación, ni existiesen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente, la amortización se realizará con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones.

5. Llegado el momento de rescate, éste deberá llevarse a cabo obligatoriamente. Si el rescate no se produjera, el emisor debe garantizar los saldos de los acreedores por uno de los medios del art. 404. Transcurrido un año desde la fecha de rescate, sin que se haya producido éste, cualquier titular puede solicitar la disolución judicial de la sociedad emisora.

6. El acuerdo de reducción de capital debe ser publicado en el BORME y en un diario de gran tirada en la provincia donde esté domiciliada la empresa.

7. La decisión de rescate debe ser, por un lado, notificada obligatoriamente por el emisor a los titulares con una antelación de 30 días respecto a la fecha de amortización, y por otro, comunicada en un periódico de difusión nacional. Adicionalmente, si las acciones cotizan, se deberá también comunicar a la CNMV y publicar un anuncio en el Boletín de Cotización del Mercado Bursátil.

E. EN RELACIÓN A LAS CONSECUENCIAS MERCANTILES DEL REGISTRO CONTABLE DE LAS CLASES DE ACCIONES O PARTICIPACIONES SOCIALES

25.- La diferenciación de los recursos obtenidos por la empresa varía según cada uno de los tres ámbitos en que deseamos clasificarlos: la diferenciación legal de los recursos obtenidos está basada en la consideración de las fuentes de financiación como deudas y acciones (o PS); con criterios económicos se debe distinguir entre instrumentos de neto financiero y de pasivo financiero; y contablemente debemos diferenciar los recursos exigibles de los no exigibles.

El ámbito jurídico diferencia entre socios y acreedores, teniendo cada uno de ellos diferentes derechos y obligaciones. Los acreedores son los titulares de una deuda que posee la sociedad, mientras que la consideración legal del socio es la de propietario.

La diferenciación económica entre un pasivo financiero y un neto financiero se basa en que, en los primeros, los recursos que posee la entidad emisora es exigible por sus titulares, mientras que en el neto financiero no es exigible hasta el momento de la liquidación.

La masa contable de pasivo debe ser dividida entre pasivo exigible y no exigible para poder presentar y analizar la información de forma adecuada. La contabilidad tradicional incluía las acciones con naturaleza jurídica de acciones en el concepto contable de neto, y las que posean naturaleza jurídica de deuda en el concepto contable de pasivo exigible. Existen tres razones para afirmar que, en el entorno actual, el criterio jurídico de propiedad no es adecuado para diferenciar contablemente las fuentes de financiación. En primer lugar, la empresa es una entidad independiente del resto de sujetos con los que se relaciona, por lo que no puede identificar a un sujeto como propietario. En segundo lugar, tanto los instrumentos de neto financiero como los de pasivo financiero son simplemente medios de inversión y financiación, cada uno con unas características distintas; los instrumentos de neto financiero pueden conseguir más rentabilidad, pero también corren con un riesgo mayor que los pasivos financieros, ya que aquellos participan del pasivo no exigible de la sociedad. Como los instrumentos de neto financiero y de pasivo financiero son medios para conseguir financiación externa a la empresa, no tiene sentido dividir la masa patrimonial de pasivo entre fondos propios o ajenos. En tercer y último lugar, no parece adecuado situar contablemente a cierto tipo de acciones (o participaciones) en el pasivo no exigible pues sus titulares pueden exigir a la sociedad emisora la entrega de recursos en un momento anterior a la liquidación. Por todo lo anterior, parece más adecuado en el entorno económico presente, incorporar los instrumentos de neto financiero en el pasivo no exigible y los de pasivo financiero en el pasivo exigible.

26.- Las restricciones y obligaciones legales son de obligado cumplimiento para los productos financieros atendiendo a si son acciones (o PS) o son deudas. Así cada elemento derivado de la diferenciación legal tendrá que cumplir una normativa diferente, por ejemplo, la normativa mercantil y fiscal de la remuneración es distinta para acciones (o PS) que para deuda, sin tener en cuenta si es pasivo financiero o neto financiero.

Por su parte, la contabilidad no debe atender a los criterios jurídicos, sino basarse en los aspectos económicos de los instrumentos de inversión-financiación. Desde un punto de vista jurídico, todas las acciones o PS privilegiadas deben aparecer en el pasivo no exigible de los estados financieros, y todas las deudas en el pasivo exigible. Sin embargo, si la contabilidad intenta mostrar el fondo económico debe registrar los instrumentos de pasivo financiero en el pasivo exigible, y los de neto financiero en el pasivo no exigible.

27.- Respecto a los privilegios sobre los beneficios, deberán ser considerados pasivos exigibles los productos que concedan una remuneración prefijada independiente de la voluntad del emisor y de los resultados de la empresa. Concretamente son pasivos exigibles, las acciones o PS que contengan alguna de las siguientes características:

- Preferencia en sociedades cotizadas.
- Preferencia en sociedades no cotizadas que no hayan establecido la "no obligatoriedad" de remunerar en el primer ejercicio en el que tuviera beneficios distribuibles.
- Dividendo adicional.

- ❑ Derecho a la acumulación.
- ❑ Sin voto. Todas las acciones o PS sin voto son pasivo exigible porque si existen recursos distribuibles (sean beneficios o reservas) la empresa tiene la obligación de remunerar a los titulares. Escudarse en que únicamente la legislación reconoce los beneficios y no las reservas disponibles, desnaturaliza la esencia de la regulación jurídica de la obligatoriedad de remuneración.

Por el contrario, son pasivo no exigible todas las acciones o PS privilegiadas que no tengan un privilegio sobre el beneficio de los citados en la enumeración anterior. Como criterio general, deben ser identificadas como pasivo no exigible las emisiones que concedan un mayor porcentaje en el reparto que el resto de los accionistas, y al reparto del dividendo se antepongan la necesidad de un beneficio repartible y la voluntad del administrador en repartirlo. La prueba de la condición de pasivo no exigible es, que existiendo beneficios, el administrador puede no remunerar.

Los privilegios sobre el beneficio que respetan la naturaleza de pasivo no exigible son:

- ❑ Preferencia en el supuesto que una empresa no cotizada establezca en sus estatutos la no obligatoriedad de remunerar en el primer ejercicio en el que tuviera beneficios distribuibles.
- ❑ Derecho a un porcentaje de la base repartible.
- ❑ Derecho de un dividendo mínimo superior.

28.- Desde el punto de vista del rescate, la condición que debe cumplir un instrumento financiero para ser considerado pasivo exigible, es que el emisor tenga la obligación de transferir activos al tenedor de la acción, cuando el inversor lo decida, perdiendo el emisor la voluntad de negarse a esta transferencia. Las acciones o PS que cumplan alguna de las siguientes condiciones deben ser consideradas pasivos exigibles por el emisor:

- ❑ Rescatables a voluntad del inversor
- ❑ Rescatables a voluntad del inversor y del emisor indistintamente
- ❑ Rescatables a fecha fijada
- ❑ Rescatables cuando se produzca un hecho
- ❑ Rescatables a solicitud de un tercero
- ❑ Acciones que tengan establecido el rescate sujeto a condición
- ❑ Acciones con la obligación, por parte de la empresa, de rescatar con cargo a una emisión de instrumentos de pasivo financiero.

Por el contrario, son pasivos no exigibles todas las acciones rescatables que no cumplan ninguna de las condiciones anteriores, pues en ellas el emisor no tiene la obligación de transferir activos a los titulares hasta el momento de la liquidación. Por tanto, son pasivos no exigibles las acciones o PS que tengan exclusivamente una de las siguientes características:

- ❑ Rescatables a voluntad del emisor.
- ❑ Acciones con la obligación, por parte de la empresa, de rescatar con cargo a una emisión de instrumentos de neto financiero.

29.- La remuneración de las acciones y PS sin voto, privilegiadas y rescatables calificadas como pasivo financiero es un gasto financiero. Este gasto financiero, por ser gasto contable sin norma fiscal específica, no tiene restricción alguna en cuanto a su deducibilidad en la base imponible del impuesto sobre sociedades, más allá del necesario cumplimiento de las obligaciones de valoración y documentación aplicables a cualquier transacción entre entidades vinculadas, en el supuesto de que exista un supuesto de vinculación (relación socio-sociedad con un porcentaje de participación superior al 5% en entidades no cotizadas). Ello supone que el empleo de las acciones y PS calificadas como pasivo financiero para la retribución de los socios permite conseguir una desimposición (o diferimiento de la tributación) efectiva, a nivel global, del 9% del importe del dividendo privilegiado, frente a la distribución del 21% que supone la distribución de un dividendo ordinario.

Además, este sistema también presenta ahorro frente a la retribución directa de los administradores ya que, si bien esta retribución supone, bajo el cumplimiento de determinados

requisitos, un gasto fiscalmente deducible en la base imponible del impuesto sobre sociedades de la entidad emisora, la percepción del rendimiento del administrador-socio tributaría a su tipo marginal, por lo que en caso de tipos impositivos superiores al 21%, la cuota global resultante sería más gravosa.

F. EN RELACIÓN A LA INDISPONIBILIDAD DE RECURSOS

30.- La garantía mercantil de las sociedades de capital frente a los acreedores no es la cifra de capital, sino la cifra de recursos indisponibles. Para mantener las garantías que considera necesarias, la legislación mercantil española establece una serie de partidas con los destinos restringidos, pudiendo ser destinadas únicamente a operaciones en las que no se disminuyan las garantías de la sociedad con sus acreedores. Los recursos indisponibles tienen una importancia máxima en el entramado contable porque permiten realizar valoraciones presentes de activos sin temor a que se produzca una descapitalización.

El estudio de los elementos del neto basados en su disponibilidad, consiste en analizar la función que tienen estos recursos dentro de la empresa, independientemente de su naturaleza. Las fuentes de financiación pueden tener multitud de naturalezas, pero sólo dos funciones o destinos: ser la garantía de los recursos de la empresa frente a terceros o no serlo.

Los recursos indisponibles son los que no pueden ser utilizados en actividades que disminuyan las garantías de la empresa pues están garantizando las deudas de la empresa con sujetos ajenos a la misma; es decir, únicamente pueden utilizarse para compensar pérdidas, siempre que no existan reservas disponibles, o para incrementar la cifra del capital social. En contraposición a los recursos indisponibles se sitúan los disponibles, susceptibles de ser aplicados a cualquier destino: distribuir entre los socios, compensar pérdidas, permanecer en la sociedad fortaleciendo el patrimonio de ésta o incorporarse al capital social. Por último, existen recursos parcialmente indisponibles, que pueden ser considerados disponibles solamente en algunas circunstancias o para algunos destinos.

31.- De la diferenciación económica de las acciones (o PS) privilegiadas se deriva una consecuencia relacionada con el Derecho mercantil: existe una nueva relación entre acciones (o PS), exigibilidad e indisponibilidad. Las clasificaciones de recursos exigibles y no exigibles, por un lado, y disponibles y no disponibles, por otro, son dependientes. Sólo los recursos no exigibles son disponibles o indisponibles, siendo los exigibles siempre disponibles. Por el contrario, la clasificación de deuda y acciones (o PS), por un lado, y disponible y no disponible, por otro, son independientes. Las acciones o PS privilegiadas y/o rescatables con naturaleza económica de neto financiero son acciones o PS, y al formar parte del capital, son indisponibles. Las acciones o PS privilegiadas y/o rescatables con naturaleza económica de pasivo financiero son acciones o PS, pero ni forman parte del capital, ni son indisponibles.

BIBLIOGRAFÍA

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACCOUNTING RESEARCH STEERING COMMITTEE OF THE ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (ARSC): *Accounting Guideline: Term-Preferred Shares*, CICA Handbook, CICA, December, Toronto, 1977.
- ACCOUNTING STANDARDS BOARD (ASB): *Discussion Paper: Derivatives and other financial instruments*, ASB, July, London, 1996.
- (ASB): *Presentation of financial information*, Statement of principles, ASB, London, 1995.
- ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. U.K. (ASC): *Statement of Standard Accounting Practice n° 18 (SSAP n° 18): Accounting for contingencies*, ASC, London, 1986.
- : *Statement of Standard Accounting Practice n° 16 (SSAP n° 16): Current cost accounting*, ASC, March, London, 1980.
- ADKINS, L.D.: *Modern Business Corporations Act annotated*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1960.
- AGUILERA RAMOS: "Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas, en AA.VV., en Derecho de Sociedades Anónimas, t. 11, vol. I (Capital y acciones), Madrid, 1994.
- AIAF Mercado de Renta Fija S.A.: *Emisiones en circulación* <http://www.aiaf.es/aiaf/listaEmisiones.cir?codigo=-1>, 2005.
- ALBALADEJO, M.; DÍAZ, D.: *Comentarios al Código civil y compilaciones forales*. Tomo XIX, Arts. 1445 a 1541 del Código civil, EDERSA, Madrid, 1991.
- ALCALÁ DÍAZ, M.A.: *El derecho de impugnación del socio en la sociedad anónima cotizada*, Wolters Kluwer España, S.A., Madrid, 2006.
- ALEGRÍA, H.: "La normativa societaria en la oferta pública" en "El futuro del derecho societario". *Jornadas Preparatorias en UADE*, 24 de abril de 2001, Buenos Aires, 2001.
- ALONSO GONZÁLEZ, P.: "Las participaciones preferentes en España", *Actualidad Financiera*, julio, n° 7, 2001, pp. 19-31.
- ALONSO ESPINOSA, F. J.: "La sociedad de responsabilidad limitada ¿corporación personalizable?", en AA.VV. *Estudios de Derecho Mercantil. Homenaje al profesor Justino F. Duque*, vol. I, Valladolid, Universidad de Valladolid-Caja Duero, 1998, pp. 114-115.
- : «Configuración estatutaria de las acciones (en torno a los arts. 9, G y k) de la Ley de Sociedades Anónimas según el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre», *RGD*, n°. 550-551, 1990, pp. 5517-5546.
- ALONSO LEDESMA, C.: "La reforma de la sociedad cotizada", *Revista de Derecho de Sociedades*, n° 12, Trimestre I, 1999, pp. 13-57.
- ALONSO UREBA, A.: "El capital como cuestión tipológica", en AA.VV. *Estudios de Derecho Mercantil. Homenaje al profesor Justino F. Duque*, vol. I, Valladolid, universidad de Valladolid-Caja Duero, 1998, pp. 133-141.
- AMAT, O.: *La Bolsa. Funcionamiento y Técnicas para invertir*, Deusto, Bilbao, 2000.
- AMAT. O Y BLAKE, J.: *La contabilidad creativa*, Ediciones Gestión 2000, Barcelona, 1999.
- AMERICAN LAW INSTITUTE: *Principles of Corporate Governance. Analysis and Recommendations*, American Law Institute, New York, 1994.
- AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA): *Accounting Trends & Techniques*, 57th Edition, AICPA, New York, 1999.
- : *APB Opinion n° 16, Business Combinations*, AICPA, August, New York, 1970.
- : *APB Opinion n° 10, Omnibus Opinion*, AICPA, December, New York, 1966.
- : *Committee on Terminology, Accounting Terminology Bulletin n° 1*; Review and Resume, AICPA, New York, 1953.
- ANDICOECHEA ARONDO, L.; ZUBIAURRE ARTOLA, M.A.: "Participaciones no admitidas a cotización: Correcciones de valor", *Partida Doble*, n° 111, mayo, 2000, pp. 4-17.
- ANGELICI: "Le azioni", en SCHLESINGER, *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 1992.
- APARICIO, L.: "Menos dividendos para el accionista", *Periódico El País 26 de septiembre de 1999, Los negocios*, 1999, p. 28.
- : "Los nuevos tipos de acciones", *Periódico El País 28 de febrero de 1999, Los negocios*, 1999, p. 23.
- ARROYO MARTÍNEZ, I.: "Comentarios al art. 1", en I. ARROYO MARTÍNEZ Y J.M. EMBID IRUJO (coords.), *Comentarios a la Ley de sociedades de responsabilidad limitada*, Tecnos, Madrid, 1997, p. 39.
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA): *Calificación contable de instrumentos financieros: Distinción pasivo patrimonio neto*, documentos 25 Principios contables, septiembre, AECA, Madrid, 2008.
- : *Recursos Propios*, Serie principios contables, documento n° 24, junio, AECA, Madrid, 2003.
- : *Marco conceptual para la información financiera*, Serie principios contables, septiembre, AECA, Madrid, 1999.

- : *Recursos propios*, Serie principios contables, documento nº 10 revisado, enero, AECA, Madrid, 1998.
- : *Ingresos*, serie principios contables, documento número 13, junio, 2ª edición, AECA, Madrid, 1992.
- : *Recursos Propios*, serie Principios Contables, documento nº 10, mayo, AECA, Madrid, 1988.
- AUERBACH, W.: *Das Actienwesen*, Sauerlander's Verlag, Frankfurt, 1873.
- AUSTIN, D.: "An event study approach to measuring innovative output: The case of biotechnology", *American Economic Review*, nº 83, 1993, pp. 253-258.
- AUSTRALIAN ACCOUNTING STANDARD BOARD (AASB): *Presentation and Disclosure of Financial Instruments*, AASB 1033, Caulfield, 1996.
- ÁVILA DE LA TORRE: *La modificación de estatutos en la sociedad anónima: Aspectos generales*, Tesis doctoral, Universidad de Salamanca, Salamanca, 1999.
- BACIDORE, J.M.; BOQUIST, J.A.; MILBOURN, T.T. THAKOR, A. V.: "The search for the best financial performance measure", *Financial Analysts Journal*, may-june, 1997, pp. 11-20.
- BAJAS, MUKESH; MAZUMDAR, SUMON, C; SARIN, ATULYA: "The cost of issuing preferred stock", *Journal of Financial Research*, 25 (4), 2002, pp. 577-592.
- BALOTTI, F.R.; FINKELSTEIN, J.: *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, 3ª ed., Dover, 1998.
- BANCO DE ESPAÑA: *Informe Anual 2004*, Banco de España, Madrid, 2005.
- : *Memoria de la Supervisión bancaria en España 2002*, Banco de España, Madrid, 2003.
- : *Ley 13/1985 de 25 de mayo sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligación de información de los intermediarios financieros*, Banco de España, Madrid, 1985.
- BANK OF ENGLAND: *Subordinated loan Capital Issued by Recognised Banks and Licensed Deposit-Takers*, 28 november of 1984, Bank of England, London, 1984.
- : *Quarterly Bulletin*, 2 june, Bank of England, London, 1984.
- BARRON BASKIN, J.; MIRANTI, P.J.J.: *A story of corporate finance*, Cambridge University Press, Cambridge, 1997.
- BARTH, M.E.; LANDSMAN, W.R.; RENDLEMAN, J.: "Accounting for financial instruments: An option pricing-based approach to measuring corporate debt", *Working paper*, Harvard Business School, Boston, 1993.
- BATARDON: *Traité pratique des sociétés commerciales*, Dunod, Paris, 1970.
- BECKER, H.P.: *Investition und Finanzierung*, Haufe, Freiburg, 2010.
- BEKKER, E.J.: "Beiträge zum Aktienrecht", *Beiträge zum Aktienrecht. II. Die innteren Rechtsverhältnisse der Aktiengesellschaften nach dem Handelsgesetzbuch und dem Gesetz vom 11. Juni 1870*, in: *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht (ZGH)* 17 (NF 2), 1873, S. 379, nº 16, 1871.
- BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las clases de acciones como instrumento de financiación de las sociedades anónimas", en AA.VV.: *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, Homenaje a EVELIO VERDERA y TUELLS, tomo I, La Ley, Madrid, 1994, pp. 199-224.
- : "Los instrumentos de financiación: las categorías de acciones", en *Il Diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, pp. 188 y ss.
- BELTRÁN: "Las acciones sin voto", en A. ROJO (dir.), *La Reforma de la ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1987.
- BENNETSEN, C. "Company Law in Denmark", *Company Law in Europe*, 17ª ed., Division B, London, 2000.
- BÉRGAMO LLABRES, A.: *Sociedades anónimas: las acciones*, D.L., tomo II, Madrid, 1970.
- BERGERMAN, M.: «Voting trusts and non-voting stock», *Yale Law Journal*, vol. XXXVII, 1927-28, 1928, pp. 445-467.
- BERLE, ADOLPH A.; MEANS, GARDINER C.: *The modern corporation and private property*, The Mac Milliam Company, New York, 1932.
- BERNABEU SÁNCHEZ, M. D.; NORVERTO LABORDA, M. C.: "Algunas consideraciones en torno al principio de identidad", *Actualidad Financiera*, nº 14, octubre, 1996, pp. 108-118.
- BERNSTEIN, LEOPOLD A.: *Análisis de Estados Financieros, teoría aplicación e interpretación*, Ediciones Servicio Universidad, tomo I, Barcelona, 1993.
- : *Análisis de Estados Financieros, Teoría aplicación e interpretación*, Ediciones Servicio Universidad, tomo II, Barcelona, 1993.
- BESTEIRO VALERA, M.A.: *Contabilidad Financiera Superior. Contabilidad de sociedades*, Pirámide, Madrid, 2010.
- BIRDS, J R.: *Companies Act 2006: The New Law*, Jordans, 2007.
- BISSARA P.: "Les véritables enjeux du débat sur "Le gouvernement de l'entreprise", *Revue des sociétés*, nº 1, janvier-mars, 1998, pp. 3-46.
- BOWEN, N.: *Fox & Bowen on The Law of Private Companies*, London, 1995.
- BRÄNDEL, O.C.: *Aktiengesetz. GroBkommentar*, Water de Gruyter, Berlin, 1992.
- BREALEY, RICHARD A.; MYERS, STEWART C.; MARUS, ALAN J.: *Fundamentals of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1996.

- BREALEY, RICHARD A.; MYERS, STEWART C.: *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1996.
- BROCKINGTON, RAYMOND: *Accounting for intangible assets. A new perspective on the true and fair view*, Economist Intelligence Unit, London, 1995.
- BROSETA PONT, M.: *Manual de Derecho Mercantil*, Tecnos, Madrid, 1994.
- BURGESS, R.: *Corporate Finance Law*, London, 1985.
- BURGSTHALER, D. C.; DICHEW, I. D.: "Earnings, adaptation and equity value", *The Accounting Review*, abril, 1997, pp. 187-215.
- BUSTOS CONTELL, E.: *Préstamo participativo en la financiación del plan estratégico de la pymes*, AECA, Madrid, 2006.
- *Préstamo participativo: instrumentos de financiación de las pymes*, AECA, Madrid, 2002.
- BUXBAUM, R.M.: "Preferred Stock-Law and Draftsmanship", *California Law Review*, nº 42, 1954, pp. 243-260.
- CABANAS TREJO, R.: *Operación acordeón, pérdidas y concurso sociedad responsabilidad limitada*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2008.
- CAIN, T.E.: *Charlesworth's Company Law*, 8ª ed. London, 1965.
- CALIFORNIA CODES: Corporations Code, California, USA, (www.leginfo.ca.gov/calaw.html), consulta realizada el 10 de agosto de 2009.
- CALIFORNIA PUBLIC EMPLOYEES RETIREMENT SYSTEM: *CalPERS Investments*, <http://www.calpers.ca.gov/>, consulta realizada el 2 de mayo de 2008.
- CALVOSA, L.: *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995.
- CAMPOBASSO, G. F.: «Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni», en P. ABBADESSA; A. ROJO (dir.), *Il diritto delle Società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, pp. 225-285.
- CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000.
- CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (CICA): *Section 100: Financial Statements Concepts, Accounting recommendations and guidelines*, CICA, Toronto, 1988.
- CARTER, MARY E.; MANZON, GIL B.: "Evidence on the role of taxes of financing choice: consideration of mandatorily redeemable preferred stock", *The Journal of Financial Research*, vol. XVIII, nº 1, spring, 1995, pp. 103-114.
- CARY; COLLINS; WANSLEY: "The impact of trust preferred issuance of bank default risk and cash-flow: evidence from the debt and equity markets", *The Financial Review*, may, vol. 38, nº 2, 2003, pp. 235 y ss.
- CARY, WILLIAM L.; EISENBERG, MELVIN A.: *Cases and Materials on Corporations*, 7ª ed., Westbury, New York, 1995.
- : *Corporations. Cases and materials*, The Foundation Press Inc., Westbury, New York, 1988.
- CASTELLANO: "Limitti alla distribuzione dell' attivo" in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milán, 1984.
- CAVALLO BORGIA, R.: *Azioni e obbligazioni di società*, Padova, 1988.
- CAZORLA PRIETO, L. M.; BLÁZQUEZ LIDOY, E.: "Implicaciones fiscales de las participaciones preferentes", *Estudios en homenaje al profesor Pérez de Ayala*, Editorial Dikynson, Madrid, 2007, pp. 740-770.
- CEA GARCIA, J. L.: *Perspectiva contable de la propuesta de aplicación del resultado*, Revista de Contabilidad y Tributación, Madrid, 1992.
- CERA: *Il passaggio di riserve a capitale*, Milán, 1988.
- CERVERA OLIVAR, M.; GARCÍA DE LAS HIJAS, J.: "La opinión del ICAC comentada", *Partida Doble*, nº 49, octubre, 1994, pp. 24-31.
- CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C.: "Las acciones rescatables como instrumento de financiación de planes de opciones sobre acciones", *Actualidad jurídica*, nº 27, enero 2009, pp. 42-44.
- : *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid, 2007.
- CHANT, PETER D.: *The Financial Statement Presentation of Corporate Financing Activities*, CICA Research Study, CICA, Toronto, 1989.
- CHARLESWORTH-CAIN: *Company Law*, 14 ed. London, 1991.
- CINCO DÍAS: Paraísos fiscales, <http://www.cincodias.com/archivo/buscador.html>, 4/07/01, consulta realizada el 25 de febrero de 2008.
- CINCOTTI, C.; NIEDDU ARRICA, F.: "Le preferred shares nel diritto italiano: proprietà della società per azioni e strumenti finanziari ibridi", *Giurisprudenza Commerciale*, nº 30, 2003, pp. 675/II y ss.
- CLARK, ROBERT C.: *Corporate Law*, Little Brown and Company, Boston, 1986.
- COLLINS, JULIE .H.; SHACKELFORD, DOUGLAS A.: "Foreign tax credit limitations and preferred stock issuances", *Journal of Accounting Research*, vol. 30, supplement, 1992, pp. 103-124.
- COLOMBO, G.E.: "International Accounting Principles (IAS/IFRS), Share Capital and Net Worth", en *European Company and Financial Law Review*, 2007, vol. 4 No. 4, pp. 556 y ss.

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV): *Participaciones preferentes (PPR)*, Oficina de Atención al Inversor CNMV, Madrid, 2008.

---: Esteban España, www.cnmv.es, consulta realizada el 10 de julio de 2008.

---: Rincón del inversor, http://www.cnmv.es/inversores/esp/index.htm?con_or_dparticipaciones.html~orientacion2, visitada el 14 de julio de 2008.

---: Reducción de capital de Agbar, *Hechos Relevantes*, CNMV, Madrid, 2010.

---: Guía de cómo invertir: Los productos de renta fija. http://www.cnmv.es/inversores/esp/orientacion/docs/guia_rentafija.pdf, visitada el 14 de julio de 2008.

---: *Los productos de renta fija*, CNMV, Madrid, 2002.

---: Folleto informativo completo de capital social de Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. mediante la emisión de acciones rescatables como cobertura del plan de opciones mayo 2001, inscrito en el Registro de la CNMV con fecha 27-7-2001. Nº de registro oficial: 3632.

---: Folleto Informativo de Indra S.A: como cobertura del plan de opciones 2000, inscrito en el Registro de la CNMV con fecha 37-3-200. Nº de registro oficial: 3523.

---: Folleto Informativo de Campofrío S.A., mediante la emisión de acciones rescatables, inscrito en el Registro de la CNMV con fecha 11-10-2000. Nº de registro oficial: 3377.

---: *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1999.

---: *Informe Anual sobre Mercados de Valores*, CNMV, Madrid, 1998.

---: "Comisión especial para la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma parcial de determinados sectores del Derecho mercantil financiero", CNMV, Madrid, 1998.

---: *Circular nº 5/90 de 28 de noviembre para sociedades y agencias de valores*, Madrid, 1990.

---: *Circular nº 7/90 de 27 de diciembre para instituciones de inversión colectiva*, Madrid, 1990.

COMISIÓN UNIÓN EUROPEA: *Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación*, Comunicación de la Comisión, COM (1998) 625, diciembre, Bruselas, 1998.

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (Consob): http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58_2004.htm?hkeywors=&docid=0&page=0&hits=10#a45, consulta realizada el 10 de junio de 2010.

COMITÉ DE BASILEA: *Monetary & financial stability*, Basel Committee on Banking Supervision www.bis.org, consulta realizada el 1 de junio de 2008.

COMIT PROFESSIONNEL DE DOCTRINE COMPTABLE (CPDC): *Cadre Conceptuel de la Comptabilité*, Revenue Francaise de Comptabilité, París, 1996.

CONLLEDO LANTERO, F.: "La emisión de acciones preferentes por sociedades bancarias españolas", en *Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, vol. IV, Madrid, 2002, pp. 4014 y ss.

COOK, K.: "Concepts and definitions", *Accountancy International*, July, 1999, p. 74.

COOPER, S.K.; FRASER, D.R.: "The boom in bank preferred stock issues", *The Banker Magazine*, nº 166, 1983, pp. 73-77.

CORDONNIER, P.: «L'egalité entre actionnaires avant et depuis la Loi du 22 novembre 1913», *Journal des Sociétés*, 1924, pp. 5-62.

COSACK, K.: *Traité de droit commercial*, traduit sur la 6e éd. Allemande par Léon Mis Giard et E. Brière, Paris, 1904.

---: *Tratado de derecho mercantil*; traducción de la 12ª ed. Alemana por Antonio Polo, Revista de Derecho Privado, Madrid, 1935.

COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTOR: *Fondos de inversión*, www.ciicentral.com/com/ciicentral/policies.htm, consulta realizada el 24 de junio de 2010.

COX, J.; HAZEN, T.; O'NEAL, F.: *Corporations*, Boston, New York, Toronto, London, 2003, pp. 21-17.

COZIAN, M.; VIANDER, A.: *Droit des sociétés*, Francis Lefebvre, Levallois, 1992.

CREMADES, B. M.: «Aspectos actuales de la financiación de las empresas», *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, nº 1, 1986, pp. 1186-1193.

CHARLESWORTH, J.; CAIN, T.E.: *Company Law*, 14 ed. London, 1991.

CHOPER, J.H.; COFFEE, J.; GILSON, R.: *Cases and Materials on Corporations*, 4ª ed., Boston, 1995.

COLOMBO, G.E.: "International Accounting Principles (IAS/IFRS), Share Capital and Net Worth", en *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, nº 4, 2007, pp. 556 y ss.

COTTON, J.: "Australia: share buy-backs", *Company Lawyer*, nº 9, 1995, pp 287-288.

CUESTA RUTE DE LA, J. Mª.: "Clases especiales de acciones y su problemática", *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, nº 106-107, julio-octubre, 1973, pp. 913-982.

DANOS, G.: *Les actions a vote plural*, Université de Paris. Faculté de droit, Paris, 1922.

DA SILVA RIBEIRO, M.: "Aspectos fundamentais do novo acordo de Basileia", *Revista de Contabilidade e Finanças*, 2006, pp. 4-10.

DAVIES, PAUL, L.: *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6ª ed. Sweet&Maxwell, London, 1997.

DEFOSSÉ, G.: *Les valeurs mobilières*, Presses Universitaires de France, Paris, 1971.

- : «*La gestion Financière des Entreprises*», Tome Premier, *Théorie Générale du financement des entreprises*, Presses Universitaires de France, Paris, 1956.
- : *La place du consommateur dans l'économie dirigée*, Presses Universitaires de France, Paris, 1949.
- DEPALLENS, G.: *Financiación de empresas: principios*, Deusto, Bilbao, 1967.
- DEPENBROCK, H.: *Zur Entwicklung und Bedeutung der Vorzugsaktien in der Aktienrechte der USA und im deutsche Aktienrechteine vergleichende Untersuchung*, Gütesloh, Westfalia, Berlin, 1975.
- DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA: *Cortes Generales Diario de Sesiones del Senado*, <http://www.senado.es/legis8/publicaciones/html/textos/CS0344.html>, consulta realizada el 15 de julio de 2008.
- DOMINIAK, G.F.; LOUDERBACK III, J.G.: *Managerial Accounting*, South-Western College Publising, Cinnati, Ohio, 1997.
- DONALDSON, G.: «In defence of preferred stock», *Harvard Business Review*, núm, 40, 1962, pp. 123-136.
- DUQUE DOMINGUEZ, J.: *Tutela de la minoría. Impugnación de acuerdos lesivos*, Secretariado de Publicaciones, Valladolid, 1957.
- DYCKMAN, THOMAS R.; DAVIS, CHARLES J.; DUKE, ROLAND E.: *Intermediate Accounting*, Mc Graw-Hill, New York, 2001.
- EFRAG; GASB: Distinguishing between liabilities and equity, EFRAG-GASB, Brussels/Berlin, 21 agosto, 2008.
- EL PAÍS: Negocios, 4 de octubre de 1998, p. 24, <http://www.elpais.es/>.
- : Negocios, 13 de diciembre de 1998, <http://www.elpais.es/>.
- EMBED IRUJO, J.M.: "Autonomía de la voluntad, estatutos sociales y derecho de sociedades de capital" en *Anales*, Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, 1998.
- ENGEL, E.; ERICKSON, M.; MAYDEW, E. "Debt-equity hybrid securities", *Journal of Accounting Research*, nº 2, Vol. 37, Autumn, 1999, pp. 249-274.
- EPSTEIN, B.J.; MIRZA, A.A.: *Interpretation and application of International Accounting Standards*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998.
- ESCRIBANO GÁMIR, R. C.: "La Directiva 2006/68/CE, de 6 de septiembre, en materia de tutela de los derechos de crédito de los acreedores sociales frente a la reducción de capital social. Apuntes de una reforma anunciada", *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 28, vol. 1, 2007.
- : *La protección de los acreedores sociales*, Monografía de Revista de Sociedades nº 10, Editorial Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 1998.
- ESTEBAN VELASCO G.: "La renovación de la estructura de la administración en el marco del debate sobre el gobierno corporativo", en *El gobierno de sociedades cotizadas*, 1999.
- : "Sociedad Anónima: principales aspectos y problemas de su regulación" *Revista de Sociedades*, nº 2, 1994, pp. 140 y ss.
- : "La nueva sociedad por acciones simplificada del derecho francés: un instrumento de cooperación interempresarial y una manifestación de la tendencia a la desregulación y contractualización del derecho de sociedades de capital" *Revista de Sociedades*, nº 3, 1995.
- ESTEVAN DE QUESADA, C.: *Tomas de control y medidas defensivas. La compra de acciones propias como defensa*, Pamplona, 2002.
- EVANS, T.; TAYLOR, M.; HOLZMANN, O.: *International accounting and reporting*, South-Western Publishing, Cincinnati, 1994.
- EVANS, G.H.: "The early history of preferred stock in the United States, 1850-1878", *American Economic Review*, 21, march, 1931, pp.43-58.
- EXPANSIÓN: "Solbes bloquea la fuga de capitales hacia los grandes paraísos fiscales", *Diario Expansión*, 31 de mayo de 2005, p. 28.
- EZAIZER, E.: "Anticorrupción archiva el caso de las emisiones en paraísos fiscales aunque las cree irregulares", *Diario El País*, <http://www.elpais.es/>, 1 de febrero de 2003.
- FABBRI, S.: «Il certificati petrolieri», *Rivista della de Società*, 1958, pp. 624-630.
- FARRAR, J, H.: *Company law*, Farrar JH and Hannigan B, Butterworths, London, 1991.
- FARRAR, J.H.; HANNIGAN, B.M.: *Farrar's Company Law*, 4ª ed., Farrar JH and Hannigan B, Butterworths, London, Edinburgh, Dublin, 1998.
- FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION: *Capital Maintenance. Final Statement of Policy on Risked. Based Capital*, Federal Register, March 21, 1989, 11500-11517.
- FEDERAL RESERVE SYSTEM: *Capital; Risk-Based Capital Guidelines* Federal Register, January 27, 1989, pp. 4185-4221.
- FERNÁNDEZ, D.: "El jaleo de las preferentes", *Dinero & inversiones*, 12 de abril de 2009.
- FERNÁNDEZ ARMESTO, J.; DE CARLOS BERTRÁN, L.: *El Derecho del mercado financiero*, Civitas, Madrid, 1992.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L.: "Ley General de Sociedades: una reforma para el nuevo siglo", en A. POLO *¿Sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada? La cuestión tipológica*, en Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España; Garrigues & Andersen, Manuales de la reforma mercantil en España. I: Derecho, tipología y estructura de las sociedades, Madrid, Expansión, 1999, pp. 41-43.

---: "El capital autorizado", en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas III, Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital, obligaciones*, Vol. I, Civitas, Madrid, 1994, pp. 195 y ss.

---: *La atipicidad en Derecho de Sociedades*, Pórtico, Zaragoza, 1977, pp. 465-470.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: "El requisito de mantenimiento de la integridad del capital social tras la reforma contable (Ley 16 /2007, de 4 de julio)", *18º Forum de l'auditor profesional*, Sitges, 3 y 4 de julio, 2008.

---: *Las participaciones preferentes: un híbrido supletorio del capital social*, Thomson Civitas, Madrid, 2005.

--- "Gobierno corporativo e híbridos financieros. Derechos políticos en cabeza de no-socios. El caso de las participaciones preferentes", en AA.VV *Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas*, vol. I, Revista de Derecho de Sociedades, Thompson-Aranzadi, 2005, pp. 571-615.

---: "Un nuevo puzzle", *Diario Cinco Días*, OPINIÓN, 15 de diciembre, 2003, p. 3.

---: "Greenmail y amortización no paritaria de acciones y de participaciones. Un examen crítico del Estado de la Cuestión en nuestra jurisprudencia", *Revista de Derecho de Sociedades*, 2003, pp. 39-80.

---: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002.

---: «Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas, Examen de la cuestión en Derecho societario, *Revista de Derecho Mercantil*, nº. 234, 1999, pp. 1460-1480.

---: "Sobre la llamada reducción de capital con cargo a beneficios o reservas en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada", *RDM*, 1995, nº 218, 1995, pp. 1393 y ss.

---: *El fortalecimiento de los recursos propios*, Marcial Pons, Zaragoza, 1992.

---: "Las acciones rescatables o redimibles", *La Ley*, tomo IV, 1990, pp. 1164-1177.

FERRÁN, E.: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford University Press, Oxford, 1999.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (FASB): *Accounting for redeemable equity instruments*, Accounting Standards Update, Financial Accounting Series, nº 2009-04, Norwalk, Connecticut, 2009.

---: *FASB Issues Preliminary Views on Financial Instruments with Characteristics of Equity*, NEWS RELEASE 11/30/07, November 30, Norwalk, Connecticut, 2007.

---: *Action Alert* Nº 07-20, May 17, 2007.

---: Statement of Financial Accounting Standards nº 107: *Disclosures about Fair Value of Financial Instruments*, Norwalk, Connecticut, 2000.

---: Statement of Financial Accounting Standards nº 130, *Reporting comprehensive income*, June, Norwalk, Connecticut, 1997.

---: Statement of Financial Accounting Standards nº 129, *Disclosure of information about capital structure*, Norwalk, Connecticut, 1997.

---: Statement of Financial Accounting Standards nº 128, *Earning per share*, February, Norwalk, Connecticut, 1997.

---: Statement of Financial Accounting Standards nº. 105, *Disclosure of information about financial instruments with Off - Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk*, FASB, December, Norwalk, Connecticut, 1990.

---: Discussion Memorandum nº 94, *Distinguishing between liability and equity instruments with characteristics of both*, Stanford, Connecticut, 1990.

--- : EITF Issue Nº 85-1, *Classifying Notes Received for Capital Stock*, FASB, Norwalk, Connecticut, 1989.

--- : EITF Issue Nº. 85-40, *Comprehensive Review of Sales of Marketable Securities with Put Arrangements*, FASB, Norwalk, Connecticut, 1989.

---: Concepts Statement Nº. 6, *Elements of Financial Statements*, FASB, December, Stanford, Connecticut, 1985.

---: Concepts Statement Nº. 5, *Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*, FASB, December, Stanford, Connecticut, 1984.

---: Statement of Financial Accounting Standards nº 76, "*Settlement of debt*", Stanford, Connecticut, 1983.

--- : Statement of Financial Accounting Standards nº 47, *Disclosure of Long-Term Obligations*, Stanford, Connecticut, 1981.

---: Statement of Financial Accounting Standard nº 33, *Financial reporting and changing prices*, Stanford, Connecticut, 1979.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY: Interim Prudential Sourcebook, Banks, section 5, www.fsa.gov.uk, 2003.

FINANZAS: <http://www.finanzas.com/id.6771455/noticias/noticia.htm>, consulta realizada el 10 de julio de 2008.

- FONDEVILA ROCA, E.: *Fusiones y Adquisiciones*, Cedecs, Barcelona, 1997.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: *Offshore Financial Centers. The Role of the IMF*, 23 june 2002.
- FOX: "The Company Act 1981: Companies purchasing of own shares", *JBL*, 1982, pp. 109 y ss.
- FREEMAN, R.E.: *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston, 1984.
- FRIEDMAN, L.M.: *A History of American Law*, New York, 1973.
- FRISCHMANN, P. J.; KIMMEL, P.D.; WARFIELD, T.D.: "Innovation in preferred stock: current developments and implications for Financial Reportings", *Accounting Horizons*, september, 1999, pp. 201-218.
- GAILLARD. P. E.: *Comment éluder la suppression des actions a vole privilégié pour la loi de 13 novembre*, 1938, Paris.
- GALBRAITH, JOHN KENNETH: *The Economics of innocent fraud. Truth for our time*, Houghton Mifflin Company, Orlando, 2009.
- GALLEGO DÍEZ, E.; GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M.; RÚA ALONSO DE CORRALES, E.: *Contabilidad de Sociedades*, Pirámide, Madrid, 2000.
- GALLIZO LARRAZ, J.L.: "Rentabilidad de las acciones sin voto", *Técnica Contable*, nº 522, diciembre, 1994, pp. 779-798.
- : *Distribución de beneficios y compensación de pérdidas*, monografía nº 26, ICAC, Madrid, 1993.
- GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: "Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables", En Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, vol. I, Mc Graw-Hill, Madrid, 2002.
- : "El nuevo régimen de las acciones preferentes (art.50.3 LSA)", en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A. *La(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Tecnos, Madrid, 2000.
- : "Las acciones rescatables", *La Ley*, 24 de mayo, 1999, pp. 1694-1702.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Las acciones rescatables", *La Ley*, nº 4847, 26 de julio, 1999, pp. 1-6.
- GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J.: "Acciones rescatables: Aspectos legales y contables", *Partida Doble*, nº 112, junio, 2000, pp. 4-15.
- GARCÍA LACALLE, J.J.; MONEVA ABADÍA, J.M.: "Alternativas de contabilización de las acciones sin voto", *Partida Doble*, nº 211, junio, 2009, pp. 10-19.
- GARCÍA LUENGO, R.; SOTO VÁZQUEZ, R.: *El nuevo régimen jurídico de la Sociedad Anónima*, Editorial Comares, Granada, 1991.
- GARCÍA MANDALONIZ, M.: "El cuestionado sentido del régimen jurídico del capital social", en HIERRO ANIBARRO, S. (Dir.), *Simplificar el Derecho de Sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 2010, pp. 253-279.
- : *La financiación de las PYMES*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2003.
- GARCÍA-MORENO GONZALO, J.M.: "Actualización de balances: afloración y aplicación de reservas ocultas", *Derecho de sociedades*, nº 4, año III, Pamplona, 1995, pp. 73-97.
- GARCÍA VEGA, M.A.: "El riesgo de invertir en las 'preferentes'", <http://www.dossierempresarial.com/leernoticia.asp?id=3557>, 18/06/2009.
- GARRIDO DE PALMA, V. M.: "Operación Acordeón", en GARRIDO DE PALMA, V.M.: *Estudios sobre la sociedad anónima II*, Editorial Civitas, Madrid, 1993.
- GARRIDO GARCÍA, J. M.: "Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 42, 1991, pp. 355-348.
- GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRAS MARTÍN, A.: "Las acciones rescatables: Una nueva modalidad de financiación", *Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 40, 137-162, 2003, pp. 137-162.
- GARRIGUES, JOAQUIN: *Hacia un nuevo Derecho Mercantil*, Madrid, 1971.
- GARRIGUES, JOAQUIN: *Curso de Derecho Mercantil*, Silvio Aguirre Torre, Tomo I, 7ª ed., Madrid, 1976.
- GARRIGUES, J.; URÍA, R.: Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas, T I, 2ª edición, Madrid, 1958.
- .: Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas, T I, 1ª edición, Madrid, 1952.
- GASPERONI, NICOLA: *Las Acciones de las Sociedades Mercantiles*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1950.
- GAY DE MONTELLÁ: *La vida económica y financiera de las sociedades anónimas*, Barcelona, 1948.
- GESSLER, E; HEFERMEHL, W; ECKART, U.; KROPFF, B.: *Aktiengesetz Comentar*, band IV, 16 Lieferung, München, 1994.
- GIRÓN TENA, J.: *Derecho de sociedades anónimas (según la Ley de 17 de julio de 1951)*, Publicaciones de los Seminarios de la Facultad de Derecho, Valladolid, 1952.
- GÓMEZ MENDOZA, M.: "Derechos patrimoniales del accionista sin voto", *Cuadernos de Derecho y Comercio*, nº 7, 1990, pp. 7-45.
- : "Acciones sin voto", en AA.VV., en Derecho de Sociedades Anónimas, t. 11, vol. I (Capital y acciones), Madrid, 1994

GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M.; RÚA ALONSO DE CORRALES, E.: "análisis y valoración de las acciones rescatables", *Estudios Financieros, Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 215, febrero, 2001, pp. 275 y ss.

GORDON, J, N.: "Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice", *California Law Review*, 75, 1988, pp. 10-35.

GOWER 'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, Davies, P.L./Prentice, D.D., London, 1997.

GREENE, R.: "What, and Whose, Bottom Line?", *Forbes*, October, 1988, p. 7.

GRIER, N.: *UK Company Law*, Wiley, Chichester, 1998.

GROSSO, P.: *Categorie di azioni ed assemble speciali. Il diritto italiano nel contest comunitario*, Milano, 1999.

GUERRA MARTÍN, G.: *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia en el movimiento de reforma del Derecho europeo*, Pamplona, 2003.

GUTIERREZ VIGUERA, M.: "Contabilidad de los recursos propios", *Técnica Contable*, nº 642, junio, 2002, pp. 503-524.

HAMILTON, ROBERT W.: *The Law of Corporation*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1996.

--- *Corporations including partnerships and limited partnerships cases and materials*, American Casebook series, West Publishing Co., St Paul, Minnesota, 1992.

HANNIGAN, B.: *Company Law*, 4ª ed., London, Edinburgh, 2003.

HARRIS, A. J.: "Trust preferred securities still eligible capital treatment; new rules are a compromise", *Banking law journal*, vol. 121, nº 8, 2004, pp. 688-696.

HARTMAN, B.P.; HARPER, R.M.; KNOBLET, J.A.; RECKERS, P.M.: *Intermediate accounting*, South-Western College Publishing, Cincinnati, 1997.

HEINKEL, R.; ZECHNER, J.: "The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 25, nº 1, march, 1990, pp. 1-24.

HENN, G.: "Die Gleichbehandlung der Aktionäre in Theorie und Praxis", *Die Aktiengesellschaft: Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen*, 1985, pp. 240 y ss.

HENN, H. G.; ALEXANDER, J.R.: *Laws of Corporation*, West Publishing Co., Saint Paul, Minnesota, 1986.

HERMANSON, R. H., EDWARDS, J.D. y RAYBURN, L.G.: *Financial Accounting*, Irwin Homewood, Boston, 1989.

HESKINS, M.: "Can the IRS maintain the debt-equity distinction in the face of structures notes?", *Harvard Journal of Legislation*, 32, 1995, pp. 524 y ss.

HILTON, R.W.: *Managerial Accounting*, Mc Graw-Hill, New York, 1994.

HOUSTON, ARTHUR L.; HOUSTON, CAROL O.: "The Changing use of preferred stock", *Management Accounting*, december, 1991, pp. 47-48.

HÜFFER, V.: *Aktiengesetz*, Ch, Beck, 1ª ed., Munchen, 1993.

HUNT, P.; WILLIAMS, C.M.; DONALDSON, G.: *Basic Business Finance. Test and Cases*, Richard D. Irwing Inc., Homewood, Illinois, 1972.

INFORME OLIVENCIA. EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS: Documento de la Comisión Especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades: el gobierno de las sociedades cotizadas, 26 de febrero de 1998, Madrid.

INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS (ICAC): *Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma (Libro Blanco para la reforma de la contabilidad en España)*, ICAC, Madrid, 2002.

INGRAM, ROBERT W.; BALDWIN, B.A.: *Financial Accounting*, South-western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1998.

INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (ICAEW): Technical Committee of the Institute of Chartered Accountants in England and Wales, *Technical Release nº 677: Accounting for Complex Capital Issues*, ICAEW, November, London, 1987.

INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS OF SCOTLAND (ICAS): *Making Corporate Reports Valuable*, Mc Mommies, ICAS (Research Committee), Kogan Page Ltd, London, 1988.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (IASB): International Accounting Standard nº 39: *Financial Instruments: Recognition and measurement*, december, IASB, 1998, London.

---: International Accounting Standard nº 32 (revised): *Financial instruments: Disclosures and presentation*, IASB, 1998, London.

---: "Presentación de Estados Financieros", Revisión de NIC nº 1, *en Normas Internacionales de Contabilidad de la IASB*, Traducción de Gonzalo Angulo y Tua Pereda, ICJCE, Madrid, 1997.

---: International Accounting Standard nº 33, *Earnings per share*, february, London, 1997.

---: International Accounting Standard nº 32, *Financial instruments: Disclosures and presentation*, june, London, 1995.

---: *Framework for the preparation and presentation of financial statements (NIC M)*, july, IASB, 1989, London.

- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD AND THE CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS (IASB/CICA): *Draft Statement of Principles on Financial Instruments* CICA, February 2, Toronto, 1990.
- : *General Standards of Financial Statement Presentation*, CICA, 1500, october, Toronto, 1990.
- JEANTIN, M.: "Observations sur la notion de catégorie d'actions", *Recueil Dalloz Sirey*, nº 12, 1995, pp. 80-96.
- JENNINGS, R.W. ; BUXBAUM, R.M.: *Corporations (cases and materials)*, 5ª ed. West Publishing Co., Saint Paul, Minnesota, 1989.
- KARSTEN SCHMIDT, H.C.: "La Reforma alemana: Las Kontrag y Transpug de 1998 y 2002, y el Código Cromme", *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 22, 2004, pp. 19-34.
- KESTER, R.B.: *Contabilidad teórica y práctica. Contabilidad superior*, tomo II, Labor, Barcelona, 1973.
- KESTNER, FRITZ: *Der Organisationszwang. Eine Untersuchung über die Kampfe zwischen Kartellen und Aussenseitern*. Berlin, 1912.
- KHANA, A; MC CONNEL, J.J.: "MIPS, QUIPS and TOPRS: old wine in new bottles", *Journal of Applied Corporate Finance*, nº 1, 1998, pp. 40-52.
- KIES DONALD E.; WEYGANDT, JERRY J.: *Intermediate Accounting*, 9ª ed., John Wiley & Son, New York, 1998.
- KIMMEL, PAUL, D.; WARFIELD, TERRY D.: "The usefulness of hybrid security classifications: evidence from redeemable preferred stock", *The Accounting Review*, vol. 70, nº 1, January, 1995, pp. 151-167.
- : "Variation in attributes of redeemable preferred stock: Implications for accounting standards", *Accounting Horizons*, nº 7, june, 1993, pp. 30-40.
- KIMMEL, PAUL, D.; WEYGANDT, JERRY J.; KIESO, DONALD, E.: *Financial accounting*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1998.
- KIRCHNER; SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999.
- KLEIN, W.A.; COFFEE, J.C.J.: *Business organization and finance*, 6ª ed. Westbury, New York, 1996.
- : *Business organization and finance*, 7ª ed. Westbury, New York, 2000.
- KRAFT: *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, vol. 1, Berlin, 1970.
- KRAUSS, H.: *The California Corporation: legal aspects of organization and operation*, Bureau of National Affairs, Washington DC, 1999.
- KINDLEBERGER, Ch. P.: *A financial history of Western Europe*, Oxford Universtiy Press, Oxford, 1993.
- KRIEBEL, M.: "Mehr stimmrechtslose Vorzugsaktien?", en *Die Aktiengesellschaft*, 1963, pp. 175 y ss.
- KÜBLER, F.: *Gesellschaftsrecht*, 5th ed. revised and extended, C.F. Müller, Heidelberg, 1998.
- KURODA, K.. "La nueva Ley de sociedades japonesa", en R. DOMINGO, M. SANTIVÁÑEZ y A. CAICEDO (coords.), *Hacia un Derecho global. Reflexiones en torno al Derecho y la globalización*, Navarra, Aranzadi, 2006.
- LA BOLSA: www.labolsa.com/noticias/20040107191308, consulta realizada el 10 de julio de 2010.
- LANGLOIS, G.; FRIÉDÉRICH, M.; BURLAUD, A.: *Comptabilité approfondie*, Foucher, Paris, 1998.
- LARRIBA DIAZ-ZORITA, A.: "Modificaciones en la Ley de Sociedades Anónimas", *Partida Doble*, nº 97, febrero, 1999, pp. 24-41.
- LEFEBVRE, F.: *Memento práctico. Sociedades Mercantiles*, Edersa, Madrid, 1998.
- LEHMAN, K.: *Das Recht*, Geburtstag, Berlin, 1964.
- LEVINE, M, L.: *Business and the law*, West Pub. Co, Minnesota, 1976.
- LEWIS, N.R.; PARKER, L.D.; POUND, G.D.; SUTCLIFFE, P.: "Accounting report readability: The use of readability techniques", *Accounting and Business Research*, summer, 1986, pp. 199-213.
- LINN, S.C.; PINEGAR, J.M.: "The Effect of Issuing Preferred Stock on Common and Preferred Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, nº 22, october, 1988, pp. 155-184.
- LLORENTE ALONSO: "Cálculo del patrimonio neto a efectos de la reducción de capital y disolución originados por pérdidas", *Studia Carande*, nº 2, 1998, pp. 291-302.
- LOPES AMORIM: *Lições de contabilidade geral*, Empresa I gráfica do Porto, Porto, 1929.
- LÓPEZ DÍAZ, A.: "La financiación básica en el Plan General contable", *Cuadernos Aragoneses de economía*, nº 2, Zaragoza, 1991.
- LÓPEZ ESPINOSA, G.: "La distinción entre patrimonio y deuda", *Fundamentos teóricos y prácticos del nuevo Plan General Contable*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008, pp. 979-994.
- LUECKE, R.W.; MEETING, D.T.: "How Companies Report Income", *Journal of Accountancy*, may, 1998, pp. 45-52.
- LUTTER, M.: *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, RDN*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1989.
- MAC NEAL, K.: *Truth in accounting*, University of Pennsylvania Press, Pennsylvania, 1939.
- MALKIEL, BURTON G.: *A random walk down Wall Street*, Norton & Company Inc., New York, 1990.

- MANNING, B.; HANKS, J.: *Legal capital*, 3ª ed., New York, 1990.
- MANÓVIL, R.: Grupos de sociedades en el derecho comparado" Publicac. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1998.
- MANZANO ARENAS, R.: *Aumento y reducción de capital en sociedades anónimas*, CISS, Valencia, 1999.
- MARTÍ MORENO, J.; TORRECILLAS POWER, E.; FERRADA LAVALL, E.; ARIAS PORTACELI, C.: *Las cuotas participativas*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2011.
- MARTÍN, C.: "El Congreso amnistía las emisiones de bancos y cajas en paraísos fiscales", *Diario El País*, <http://www.elpais.es/>, 26 marzo 2003.
- MARTÍN SIMÓN, P.: ¿Es justa la rentabilidad de las preferentes?, *Cinco Días*, http://www.cincodias.com/articulo/mercados/justa-rentabilidad-preferentes/20090623cdscdimer_13/cdsmer/, 23/06/2009.
- MARTÍNEZ, M.: *Lo que su banco no le dice al ofrecerle acciones preferentes*, *Expansión*, www.expansion.com/2009/05/15/inversion/1242418410.html, 17-05-2009.
- MARTÍNEZ CHURRIQUE, J.L.: "El principio del registro y el reconocimiento de los hechos económicos en los estados financieros", en *Comentarios sobre el nuevo Plan General de Contabilidad*, ICAC, Madrid, 1993.
- MASSAGUER: "El capital nominal (un estudio del capital social de la sociedad anónima como mención estatutaria)", *Revista General de Derecho*, 1990, pp. 5577-5592.
- MATTEI, U.: "La riforma del diritto societario italiano. Una nuova ricezione acústica?", en *Rivista di Diritto Commerciale*, nº I, 615, 2003, pp. 616-617.
- MAYSON, S.W.; FRENCH, D.; RYAN, C.: *Company Law*, 13ª ed., London, 1997.
- MC DANIEL, WILLIAM: "Sinking fund preferred stock", *Financial Management*, 13, spring, 1984, pp. 45-52.
- MC GEE, A.: *Share Capital*, London, Edimburg, Dublin, 1999.
- MEIGS, ROBERT R.; WILLIAMS, JAN R.; HAKA, SUSAN F.; BETTNER, MARK S.; MEDINA, GLADYS ARANGO; ARTEAGA, JOHN CARDONA: *Accounting. The basis for business Decisions*, McGraw-Hill, San Francisco, 2004.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A.; BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: "Las acciones sin voto", en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. Y OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, T IV ,vol. 1, 1994.
- : "Las acciones sin voto", *Revista de Derecho Mercantil*, nº 191, 1989, 7-44.
- MERRICK, E. J.: «Statutory developments in business corporation law. 1886-1936», *Harvard Law Review*, vol. L, vol. L, 50, november, 1937, pp. 27-59.
- METZGER, M.B.; MALLOR, J.; BARNES, A.; PHILLIPS, M.: *Business Law and the Regulatory Environment*, 8ª ed. Homewood, 1992.
- MILLER, H. E.; FINNEY, H. A.: *Curso de Contabilidad I*, Uteha, México, 1968.
- MINISTERIO DE JUSTICIA: *Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles*, Ministerio de Justicia, Madrid, 2002.
- MONGE GIL, A. L.: "Las acciones sin voto (Quo vadis?, sistema financiero español)", en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A. *La(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Tecnos, Madrid, 2000.
- MONTOYA MARTIN, E.: *Las empresas públicas sometidas al Derecho privado*, Marcial Pons, Zaragoza, 1996.
- MORALES GUERRERO, A.: "Algunas reflexiones contables sobre las últimas reformas de la Ley de Sociedades Anónimas", *II Jornada de Trabajo sobre contabilidad financiera de ASEPUC*, Toledo, Marzo, 2000, pp. 391-400.
- MORENO ROJAS, J.: "Algunas consideraciones a cerca del carácter contable de las acciones rescatables", *Técnica Contable*, diciembre, 2000, pp. 939-942.
- MORSE: *Company Law*, Charlesworth & Cain, London, 1983.
- MOSSA, L.: *Historia del derecho mercantil en los siglos XIX y XX*, 1948, Madrid.
- MOURGUES, N.: *Capitaux propres et quasi fonds propres*, Économie, Paris, 1996.
- MOYE, J. E.: *The law of business organizations*, 3ª ed. West Publishing Co., Saint Paul, Minnesota, 1989.
- MUÑOZ, J.M.: Junta Universal y acciones sin voto, *La Ley*, nº 3519, 1994, pp. 1 y ss.
- NAIC: Accounting Practices and Procedures Manual, National Association of Insurance Commissioners, NAIC, Kansas City, 1979.
- NATTINI, A.: «Il negozio autorizzativo», *Riv. Dir. Comm.* I, 1912, pp. 364 y ss.
- NAIR, R.D.; RITTENBERG, L.E.; WEYGANDT: "Accounting for redeemable preferred stock: unresolved issues", *Accounting Horizons*, vol. 4, nº 2, june, 1990, pp. 33-41.
- : "Accounting for interest rate swaps, a critical evaluation", *Accounting Horizons*, vol. 4, 1990, pp. 20-30.
- NAVARRO, F.; MUNUERA, J.: "Qué es....Participaciones preferentes", *Diario El país*, NEGOCIOS, 12 de febrero de 2008.

- NELKEN, I.: *Handbook of hybrid instruments: convertible bonds, preferred shares, ELKS, DECS and other mandatory convertible notes*, John Wiley & Sons, 2000.
- NORMAN, J.: "How to juggle numbers so the debt doesn't show", *Business Week*, November, 7, 1988, p. 152.
- NORVERTO LABORDA, M^a. C.: "En defensa de la Reserva por acciones propias", *Rafael Muñoz. Empresario y Docente*, AECA, Madrid, 2010, pp. 169-183.
- : "El tratamiento de las nuevas reservas en la reforma del Plan General de Contabilidad", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº 65, octubre-diciembre, 1990, pp. 838-863.
- NOTARI, M.: "Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi", en *Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003.
- O'DONELL, P.: "Wells Fargo Plans Innovative Version of Preferred Stock", *The Wall Street Journal*, 30 de abril, 1981.
- OLAVO CUNHA, P.: *Os direitos especiais nas sociedades anónimas: as accoes privilegiadas*, Coimbra, 1993.
- OLECK, H.L.: *Modern Corporation Law*, vol. 3, Indianapolis, 1959.
- ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía nº 23, Revista de Derecho de Sociedades, 2004.
- OUTSLAY, EDMUND: "Discussion of foreign tax credit limitations and preferred stock issuances", *Journal Accounting Research*, vol. 30, supplement, 1992, pp. 125-130.
- PAILLESEAU, J.: "La modernización del derecho de las sociedades comerciales", *La Ley*, tomo 1997-E, 1997.
- PALMER'S: *Company law*, I, London, 1992.
- PANTALEÓN PRIETO: "Copropiedad usufructo y embargo", en AA.VV., *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, dir. por URÍA, MENÉNDEZ Y OLIVENCIA, t. IV, vol. 3, Madrid, 1992, pp. 16 y ss.
- PARKER-COLIN, H. E.: "Urgent issues group", *Australian Accountant*, nº 11, vol. 67, 1997, p. 74.
- PATTERSON ALAN: STEWART, JULES: "Turning away from stock", *Euromoney*, December, 1997, p. 344.
- PAZ ARES, C.: "Aproximación al estudio de los squeeze-outs en el derecho español", *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, núm. 3, págs. 2002, pp. 49-67.
- : "Negocios sobre las propias acciones", en AA.VV.: *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987, pp. 526 y ss.
- : *¿Dividendos a cambio de votos?*, McGraw-Hill, Madrid, 1996.
- PENDLEBURY, M.; GROVES, R.: *Company accounts. Analysis, interpretation and understanding*, Alden Press, Osney Mead, Oxford, 1999.
- PENNINGTON, ROBERT R.: *Company Law*, Butterworths, London, 2001.
- PENNINGTON, ROBERT R.; WOOLDRIDGE, F.: *Company law in the European Communities*, Oyez Longman, 3ª ed., London, 1982, p. 178.
- PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de sociedades británico y estadounidense*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008.
- : "Las categorías de acciones en el derecho societario alemán: concepto, tipología y tutela de las mismas", *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 30, 2008, pp. 123-162.
- : "Algunas consideraciones en relación al Derecho estadounidense de sociedades por acciones", *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 28, 2007, pp. 240-262.
- PERALES VISCASILLAS, M. P.: *El Derecho de separación del socio en las sociedades de capital (un estudio de las causas legales en los ordenamientos español y estadounidense)*, La Ley, Madrid, 2001.
- : *La separación de socios y partícipes*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2000.
- PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, Zaragoza, 1973.
- : "Cuestiones en torno a la denominada amortización de capital", en *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, Tomo III, Editorial Tecnos, Madrid, 1971.
- PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.; AURIOLES MARTÍN: "La reducción de capital", en AA.VV. dir. por URÍA, MENÉNDEZ Y OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo VII, vol. 3º, Civitas, 1995, pp. 131 y ss.
- PISANO MASSAMORMILE, A.: "Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi", *Rivista delle Società di Capitali*, nº 48, 2003, pp. 1268-1315.
- PORFIRIO CARPIO, L.: "Acciones privilegiadas y acciones sin voto tras las leyes 37 y 50 de 1998", En Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero, vol. I, Mc Graw-Hill, 2002.
- : "Acciones privilegiadas y acciones sin voto tras las leyes 37 y 50 de 1998", *Derecho de los negocios*, nº 106-107, 1999, pp. 3-13.
- : Las acciones sin voto en la sociedad anónima, La Ley-Actualidad, Madrid, 1991.

- PORTALE, G.: "Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata", en *Rivista della Società*, nº 1, ener.-febr., 1991, pp. 3 y ss.
- POTTIER, A.: *Les actions a vote plural*, Leur réglementation, Paris, 1934.
- PRADA, V.: The regulation of investment research: where do we go from here?, Speech by Mr. Prada, Vice Chairman of the IOSCO Technical Committee and Chairman of the Autorité des Marchés Financiers of France, 7 April 2005 - 4 pages, Plenary 3 – The Regulation of Financial Analysts, 7 April, *Public Documents of The 30th Annual Conference of IOSCO*, Colombo, Sri Lanka, April 2005 http://www.iosco.org/library/annual_conferences/pdf/ac19-12.pdf, consulta realizada el 26 de junio de 2007.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS: "Cambios en las acciones sin voto y rescatables", *Periódico Expansión*, sábado, 27 de febrero, 1999.
- PRIETO PÉREZ, F.; CRESPO ESPERT, J.L.: "Acciones Rescatables: un producto aún por descubrir", *Bolsa de Madrid*, marzo, 2003, pp. 66-69.
- PROYECTO MIRONNE: *Rivista delle Società*, gennaio-febbraio, nº 1, 2000.
- RAULT, J.: «Les certificats pétroliers», *Revue Droit Commercial*, 1957, pp. 843-878.
- RECKKINGER, G.: "Vorzugsaktien in der Bundesrepublik", en *Die Aktiengesellschaft*, 1983, pp. 216 y ss.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 28 de julio de 1986.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 9 de mayo de 1998.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 29 de marzo de 2000.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 1 de octubre de 2004.
- Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 25 de febrero de 2004.
- RICKFORD, J. "Legal approaches to restricting distributions to shareholders: balance sheet tests and solvency tests", *European Business Organizations Review*, nº 7, 2006, pp. 135-179.
- RIPLEY, W.Z.: *Main Street and Wall Street*, M.J., Kansas, 1972.
- : *Railroads: Rates and Regulations*, Longmans, Green & Co., New York, 1912.
- RITTER, C.: *Aktiengesetz*, 2ª ed., Water de Gruyter, Berlin, 1939.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.: "El cambio de objeto social. En particular, el derecho de separación del socio" en ALONSO UREBA: *Derecho de sociedades anónimas*, III-1, Madrid, 1994, pp. 147-194.
- ROE, M. J.: "Some differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States", *Yale Law Journal*, June, Yale L.J. 1927, 1993.
- ROJO, A.: "La sociedad anónima como problema", *Revista de Derecho Mercantil*, nº 187-188, 1998, pp 7 y ss.
- : "El acuerdo de aumento de capital de la Sociedad Anónima", *Estudios en Homenaje a Menéndez Menéndez*, t. II, Madrid, 1995.
- ROLDÁN J.M.: "Las participaciones preferentes como recursos propios computables", *Jornada "Recursos propios de las cajas de ahorros: participaciones preferentes en España"*, Escuela de Finanzas Aplicadas, 29 de abril de 2003, p. 3.
- ROMANO APARICIO, J.: *Contabilidad de Sociedades*, C.E.F., Madrid, 1996.
- ROSS, STEPHEN A.; WESTERFIELD, RANDOLPH W.; JAFFE, JEFFREY F.: *Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1997.
- ROSSI, G.; STABILINI, A.: "Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario", *Rivista delle Società*, 2003, pp. 1 y ss.
- SACRISTÁN REPRESA, M. "El aumento de capital: modalidades, requisitos, el aumento de capital con nuevas aportaciones dinerarias y no dinerarias ", en ALONSO UREBA y otros (coord.) *Derecho de sociedades anónimas*, III-1, Madrid, 1994, pp. 268-313.
- SAGASTI AURREKOETXEA, J.: El régimen jurídico de las acciones sin voto en el derecho español y comparado de sociedades y de valores, Madrid, 1997.
- SAGREDO SANTOS, A.: *Franklin D. Roosevelt y la problemática agraria: su eco en la prensa española, 1932-1936*, Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, 2001.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: "La sociedad anónima y el mercado", *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 14, 2000, pp. 13-46.
- "La sociedad anónima y el mercado", *RDS*, nº 14, 2000, pp. 13-46.
- : *Sociedad anónima modelo 1988. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, Mc Graw Hill, Madrid, 1999.
- : "Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 71, julio- septiembre, 1998, pp. 839-856.
- "La acción y los derechos del accionista", en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1º, Madrid, 1994, pp. 292 y ss.
- : "Las acciones", en URÍA; MENÉNDEZ; OLIVENCIA, *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV; vol. 1, Madrid, 1993.
- : "A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo", *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, nº 613, 1992, pp. 2495-2499.

- "Aumento y reducción de capital", en *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y el Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987.
- SANCHEZ CALERO, F.: Determinación y distribución del beneficio neto en la sociedad anónima, Roma/Madrid, 1955.
- SÁNCHEZ DE MIGUEL, M^a.C. "Reducción del capital social: modalidades y requisitos", en ALONSO UREBA y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas*, III-2, Madrid, 1994, pp. 749-787.
- SÁNCHEZ-QUIÑONES, J.: "Prefiero acciones a preferentes", *Cotizalia*, 9 de junio de 2009
- SÁNCHEZ RUS: "La amortización forzosa de acciones en el Derecho español", *Academia Sevillana del Notariado*, Edersa, tomo XI, 1998, pp. 35 y ss.
- SANZ GADEA, E.: "El resultado contable en el marco del derecho contable", *Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 189, 1998, pp. 137-210.
- SCHALL, LAWRENCE D.; HALEY, CHARLES W.: *Introduction to Financial Management*, Mc Graw-Hill, 1980.
- SCHERK, WALTER: "Emisiones preferentes: a medio camino entre las acciones y las obligaciones", *Bolsa de Madrid*, marzo, 2003, pp. 68-69.
- SCHMITTHOFF, C. M.: *Palmer's Company Law*, I, London-Edimburg, 1987.
- "Angleterre", en *Les Actions de preference en droit compare*, R.RODIÈRE, Paris, 1978.
- SCHMULEWITZ M.: *Die Verwaltungsaktie*, Herrschafts, Berlin, 1927.
- SCHUIT, S. R.: *Corporate Law and Practice of the Netherlands*, The Hague, 1998.
- SCHWARTZ, R.J.; CLIFFORD W.S.J.: *Advanced Strategies in Financial Risk Management*. New York Institute of Finance, New York, 1993.
- SCOTTI, S.: *La riforma delle società di capitali in Italia*, 1966, Milano.
- SEAVEY, W.A.: *Ballantine's Problems in Law for Law School and Bar Examination Review*, 4^a ed., St. Paul, Minnesota, 1957.
- SEBASTIAN CASTRO, F.; ROMANO APARICIO, J.: *Contabilidad de instrumentos financieros y combinación de negocios*, CEF, Madrid, 2008.
- SERRANO MORACHO, F.: "Comentarios a la normativa contable emitida en 1993", *Partida Doble*, nº 41, enero, 1994, pp. 4-17.
- SIEBEL, U.R.: "Vorzugsaktien als hybride finanzierungsform und ihre grenzen", en *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, nº 161, 1997, pp. 642 y ss.
- SIMMONS, P. L.: «Dual class recapitalization and shareholders voting rights», *Columbia Law Review*, 87, 1987, pp. 106-125.
- SINKEY, J.F.J.: "Bank capital structure, regulatory capital, and securities innovations", *Journal of Money, Credit & Banking*, nº 3, 2003, pp. 301-335.
- SOLOMON, L.D.; BAUMAN, J.: *Selected Cooperation and Partnership*, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota, 1992.
- STANDARD AND POORS: *Ratings*, Mc Graw-Hill, New York, 2009.
- STEERING GROUP: "Modern Company Law for a Competitive Economy: Company Formation and Capital Maintenance (a consultation document)", *Company Law Review*, october, 1999.
- STOUFFLET, J.: "Aménagements statutaires et actionariat de la société par actions simplifiée", *Revue des Sociétés*, nº. 2, avr-juli, 2000.
- STURGES, BRIAN; LEEN, CATHERINE: *Mezzanine Finance*, I.F.R. Publishing, London, 1991.
- SKOUSEN, K. FRED; ALBRECHT, W.STEVE; STICE, JAMER. D.; STICE, E.K.: *Financial Accounting*, South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1998.
- SPECIAL COMMITTEE ON FINANCIAL REPORTING (SFCR): *Improving business reporting. A customer focus" (The Jenkins Report)*, SFCR, Washington, 1991.
- SPICELAND, J. DAVID; SEPE, JAMES F.; TOMASSINI, LAWRENCE A.: *Intermediate Accounting*, Mc Graw-Hill, New York, 2001.
- SPILLER, E.A.; GOSMAN, M.L.: *Financial Accounting Basic Concepts*, Richard D. Irwin, Homewood, Illinois, 1988.
- STRAMPELLI, G.: "Le riserve da fair value: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e natura del patrimonio netto", *Rivista della Società*, 2006, fasc. 2-3^a, pp. 243 y ss.
- TANZI, V.: "Globalization and the Work of Fiscal Termites", *Finance and Development*, march, Volume 38, Number 1, 2001.
- TAPIA HERMIDA, A.J.: «Instrumentos jurídicos para la financiación de la sociedad de responsabilidad limitada», *Revista de Sociedades*, nº, extraordinario, 1994, pp. 633-648.
- : "Las acciones sin voto", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 40, Octubre- Diciembre, 1990, pp. 749-833.
- THALLER, E.: "*Traité élémentaire de droit commercial*, 8^a ed, J. Perceyrou, Paris, 1930.
- THE ECONOMIST: 1 de enero de 2002 <http://www.economist.com/index.html>, consulta realizada el 24 de febrero de 2008.

TOBIO RIVAS, A. M.: *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista (art. 105 LSA)*, Civitas, Madrid, 1995.

TOMILLO URBINA: "La División de las acciones", *Revista de Derecho Patrimonial*, nº 1, 1998, pp. 63 y ss.

TOPHAM, A.F.; BUCHANAN-DUNLOP, R.: *Palmer's Company Precedents, Debentures*, London, 1952.

TORVISCO MANCHÓN, B.; OLÍAS DE LIMA Y HERAS, R. *Fundamentos de contabilidad de sociedades*, Pirámide, 2010, Madrid.

TUNC, ANDRÉ: *Le droit American des Sociétés Anonymes*, Presses Universitaires de France, Paris, 1985.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC): "Accounting Series Release nº. 268 (ACR 28), Presentation in Financial Statements of "Redeemable Preferred Stocks", en *SEC Accounting Rules*, Commerce Clearing House, Chicago, 1979.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC): SAB 101, *Revenue Recognition in Financial Statements*, December, 1999.

--- *Accounting Series Release nº 33-6097*, SEC, July 27, Washington, 1979.

---: ARS 268 Presentation in Financial Statements of Redeemable Preferred Stocks", 1979.

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY: "Office of the Comptroller of the Currency: Rules, Policies, and Procedures for Corporate Activities, Receivership and Conservatorship, *Federal Register*, November 28, 48851-48856, Commerce Clearing House, Inc., Chicago, 1989.

VAN HORNE, J.C.: *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall, New York, 1997.

VARGAS VARGAS, M.: *La sociedad anónima en el derecho angloamericano*, Santiago de Chile, 1964.

VÁZQUEZ F.; LUCIO, R.: "Acciones sin voto, una alternativa fiscalmente eficiente", *Revista APD*, noviembre, 2010, 28-30, p. 28.

VEGA JIMÉNEZ, J. J. DE LA; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: "Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables", *Actualidad Financiera*, nº 9, septiembre, 1999, pp. 51-59.

VEIGA COPO, A. B.; MARTÍN MOLINA, P. B.: "La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: las acciones rescatables", *Revista de Contabilidad y Tributación*, nº 194, mayo, 1999, pp. 159-188.

VELASCO SAN PEDRO, L. A.: "Sociedades anónimas: distinción entre amortización y reembolso de acciones", *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, nº 11, 281, abril-agosto, 1986, pp. 3577-3590.

---: "amortización de participaciones y responsabilidad de los socios reembolsatarios", *Revista de Derecho de Sociedades*, 2001, nº 17, pp. 32 y ss.

VENTURA, F.: «Il finanziamento delle impresa da parte dei soci», *Le società*, núm, 12, 2, 1982, pp. 1412-1414.

VENTURA RODRÍGUEZ, R. J.: *Estudos Vários Sobre Sociedades Anónimas*, Livraria Almedina, Coimbra, 2003.

---: *Novos Estudos Sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em nome colectivo. Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Livraria Almedina Coimbra, 2003.

VERNIMMEN, P.: *Finance d'entreprise*, 5ª ed. Dalloz, Paris, 2002.

VICENT CHULIA, F.: "Doctrina y ciencia de la legislación e institucionalización del Derecho Mercantil en la última década", en AA.VV, *Estudios Broseta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1995.

VICENT CHULIA, F.; SALINAS ADELANTADO, C.: "Derecho de sociedades y mercado de valores", *La Ley*, 21 de abril, 1999, pp. 1957 y ss.

VIERA GONZÁLEZ, J. A.: "Las sociedades de capital cerradas y causas de separación y exclusión en la SA y en la SRL". *Revista de Derecho de Sociedades*, 2001-2; (17) pp. 47-107.

VON CAEMMERER, E.: "La riforma tedesca della società per azioni del 1965", en *Rivista delle Società*, 1967, pp. 165 y ss.

WALGENBACH, P.H.; HANSON, E.I.: *Financial Accounting. An Introduction*, 6ª ed., Harcourt Brace Jovanovich, San Diego, 1990.

WALL STREET JOURNAL: 20 de mayo, 1988, p. 2.

WEINBAUM: "The dilution of shareholders' interests", *Company Lawyer*, 5, 1984.

WERTHEIM, P.: "Redeemable preferred stock: proposed changes could affect key ratios", *Business Credit*, october, 1992, pp. 12-13.

WHITE, GERALD I.; SONDDHI, ASHWIN PAUL C.; DOV, FRIED: *The Analysis and use of financial statements*, John Wiley & Sons, New York, 1997.

WILSEY, H.L.: "The Use of Sinking Funds in Preferred Stock Issues", *The Journal of Finance*, Vol. 2, No. 2, october, 1947, pp. 31-42.

WOODS, C.C.III; BULLEN, H.G.: "An overview of the FASB's financial instruments project", *Journal of Accountancy*, November, 1989, pp. 42-47.

YANES YANES, P.: "Notas sobre las alternativas de financiación del reembolso de acciones rescatables", *Anales de la Facultad de Derecho de la Universidad de La Laguna*, nº 19, 2002, pp. 287 y ss.

---: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004.

ZABALETA DÍAZ, M.: "La simplificación del Derecho de sociedades en el marco de la competencia de los mercados y de la competencia entre ordenamientos: El caso alemán", en HIERRO ANIBARRO, S. (Dir.), *Simplificar el Derecho de Sociedades*, Marcial Pons, Madrid, 2010, pp. 111-174.

ZÖLLNER, W. (1984): *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*. Stand der Bearbeitung, dezember, Einleitungs-Band, Köln, Berlin, Bonn, München.

ZUBIRI DE SALINAS, M.: "Las acciones rescatables o recuperables ¿una opción para las sociedades cotizadas?", en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (coord.), *Las(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2000.

LEGISLACIÓN

TEXTOS LEGALES ESPAÑOLES

Ley 17 de julio de 1951 de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas (BOE nº 199, de 18 de julio de 1951. Corrección de errores BOE nº 218, de 6 de agosto de 1951).

Reglamento de servicios de las corporaciones locales aprobado por Decreto de 17 de Junio de 1955 (BOE núm. 196, de 15 de julio; corrección de errores en BOE núm. 203, de 22 de julio de 1955).

Reglamento de Bolsas de Comercio aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio.(BOE 15 de julio de 1967).

Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros (Ley 13/1985).

Real Decreto-ley 2/1985, de 30 de abril, sobre medidas de política económica.

Anteproyecto de la Comisión General de Codificación, de 17 de junio de 1987, de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades.

Ley 24/1988 del Mercado de Valores, de 28 de Julio de 1988 (BOE nº 275, de 29 de julio de 1988).

Ley 19/1989, de 25 de julio de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de Sociedades (BOE de 27 de julio de 1989).

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE nº 310 de 27 de diciembre de 1989. Corrección de errores BOE nº 28 de 1 de febrero de 1990).

Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. (BOE nº 310, de 27 de diciembre de 1990. Corrección de errores BOE nº 63, de 14 de marzo de 1991).

Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias (B.O.E, 26 de marzo de 1991) (Modificado por Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio).

Ley 113/1992 de Recursos Propios y Supervisión en Base Consolidada de las Entidades Financieras (BOE 2 de junio de 1992).

Circular del Banco de España número 5/1993, de 26 de marzo. Entidades de crédito. Sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (BOE de 8 de abril).

Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (BOE nº 71, de 24 de marzo de 1995).

Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (BOE nº 184, de 31 de julio de 1996).

Orden Ministerial de 19 de junio de 1997, Sobre variación del requisito de admisión a negociación en Bolsa de Valores previsto en el art. 32.1.c) del Reglamento de Bolsas de Comercio aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio. (BOE 21.6.97).

Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro.

Ley 37/1998 de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores (BOE nº 275, de 17 de noviembre de 1998).

Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 16 de mayo de 2002.

Directiva 2003/48/CE del Consejo, de 3 de junio de 2003, en materia de fiscalidad de los rendimientos del ahorro en forma de pago de intereses (Directiva del ahorro).

Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010).

Real Decreto-ley 13/2010, de 3 de diciembre, de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar la inversión y la creación de empleo.

Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero.

TEXTOS LEGALES EXTRANJEROS

ALEMANIA. *Handelsgesetzbuch*.

ALEMANIA. *Aktiengesetz*.

ALEMANIA. *Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank - und wertpapieraufsichtlicher Vorschriften*, BGBl. I, 1997, S. 2518.

ALEMANIA. *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (KonTraG), de 24 de abril de 1998.

ALEMANIA. *Namensaktiengesetz* (NaStraG) de enero de 2001.

ALEMANIA. *Gesetz zur weiteren reform des Aktienund Bilanzrecht, zu trasparenz und Publicität* (TransPuG), de 19 julio de 2002.

ALEMANIA. *Gesetz zur Unternehmensintegrität und modernisierung des Anfechtungsrechts* (UMAG), de 22 de septiembre de 2005.

ALEMANIA. *Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie* (ARUG), de 30 de julio de 2009.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. *Revised Model Business Corporation Act: adopted by Committee on Corporate Laws of the Section of Corporation, Banking and Business Law of the American Bar Association, Spring 1984: official text with official comments and statutory cross-references*, Law and Business/Harcourt Brace Jovanovich, New York, 1985.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. *Pricing Electricity in a Competitive Environment, Background, Modeling Competitive Electricity Pricing*, IEA/DOE de Estados Unidos, <http://www.eia.doe.gov/emeu/pgem/electric.html>, consulta realizada el 1/06/2009.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. *Delaware Corporation Law*, Corporate Law Center of Delaware, Wilmington, 1985.

ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA. Delaware Division of Corporations: Business Law – Corporations, <http://www.state.de.us.corp>, Dover, Delaware, USA.

ITALIA. *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996* (Dlgs de 24 febrero de 1998, nº 58).

ITALIA. *Legge n. 262 del 28 dicembre 2005 de Consob. (Vid. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob):* http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58_2004.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=10#a45, consulta realizada el 29 de mayo de 2007.

PORTUGAL. *Código das Sociedades Comerciais* (Sección VI del Capítulo III del *Código das Sociedades Comerciais*, aprobado por el Decreto-Ley 262/86, de 2 de septiembre de 1986).

REINO UNIDO. *The Companies Act 1985 (Operating and Financial Review and Directors' Report etc.) Regulations (Statutory Instrument 2005 Nº. 1011)* <http://www.opsi.gov.uk/SI/si2005/20051011.htm>, consulta realizada el 29 de mayo de 2010.

REINO UNIDO. *The Companies Act 1989 (1989c. 40)*, http://www.opsi.gov.uk/acts/acts1989/Ukpga_19890040_en_1.htm.

REINO UNIDO. Companies Bill [Lords] (formerly known as Company Law Reform Bill [Lords]), *Session 2005-06* "Reform company law and restate the greater part of the enactments relating to companies; to make other provision relating to companies and other forms of business organisation; to make provision about business names, auditors and actuaries; to amend Part 9 of the Enterprise Act 2002; and for connected purposes".

REINO UNIDO. *The Companies Act 2006*.

UNIÓN EUROPEA. Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párr. segundo del art. 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (Diario Oficial nº L 026 de 31/01/1977 p. 0001 – 0013) (Edición especial en español: Capítulo 17 Tomo 1 p. 0044).

UNIÓN EUROPEA. Comisión Unión Europea: *Auditoría legal en la Unión Europea: el camino a seguir*, Comunicación de la Comisión (98/C 143/03), BOICAC nº 34, julio, Bruselas, 1998.

UNIÓN EUROPEA. Comisión Unión Europea: *Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación*, Comunicación de la Comisión, COM (1998) 625, diciembre, Bruselas, 1998.

UNIÓN EUROPEA. Reglamento (CE) nº 2157/2001 del Consejo del 8 de octubre de 2001 que aprobó el Estatuto de la Sociedad Europea (RSAE), publicado en el Boletín Oficial nº L. 294 del 10 de noviembre de 2001, que entró en vigor el 8 de octubre de 2004.

UNIÓN EUROPEA. Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DOUE 11-9-2002).

SENTENCIAS DE TRIBUNALES ESPAÑOLES

- Sentencia 207/2011, de 19 de enero de 2011, Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección 2ª).
- Sentencia 323/2010, de 27 de abril de 2010, del Tribunal Superior de Justicia. Sala de lo Social.
- Sentencia 768/2010, de 5 de febrero de 2010, del Tribunal Superior de Justicia de Madrid.
- Sentencia 3803/2009, de 30 de abril de 2009, del Tribunal Supremo. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección: 2ª).
- Sentencia 5612/2009, de 16 de julio de 2009, del Tribunal Supremo. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección 2ª).
- Sentencia 8259/2009, de 3 de diciembre de 2009, del Tribunal Supremo Sala III de lo Contencioso-Administrativo.
- Sentencia 254/2008, de 30 julio, JUR 2008\368101 de la Audiencia Provincial de Islas Baleares (Sección 5ª).
- Sentencia 3199/2008, de 2 de junio de 2008, de la Audiencia Provincial. Valencia (Sección 7ª).
- Sentencia 428/2006, de 30 de marzo de 2006, del Tribunal Supremo Sala II de lo Penal.
- Sentencia 3647/2005, de 8 de junio de 2005, del Tribunal Supremo Sala IV de lo Social de Madrid.
- Sentencia 578/2005, de 3 de febrero de 2005, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso.
- Sentencia 4258/2005, de 14 de enero de 2005, de la Audiencia Provincial de Elche.
- Sentencia 8822/2003, de 5 junio de 2003, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección 2ª).
- Sentencia 8548/2003, de 20 de enero de 2003, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección 2ª).
- Sentencia 23/2003, de 12 de noviembre de 2003, del Tribunal Supremo (Sala 1ª).
- Sentencia 89/2003, de 12 de noviembre de 2003, del Tribunal Supremo (Sala 1ª).
- Sentencia 39/2002, de 25 de enero de 2002, de la Audiencia Provincial de Zaragoza.
- Sentencia 74023/2002, Jurisdicción Civil, Recurso de Apelación núm. 214/2001.
- Sentencia 3040/2002, de 10 de julio de 2002, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Contencioso. Madrid.
- Sentencia 1202/2001, de 23 de febrero de 2001, de la Audiencia Nacional. Sala de lo Social. Madrid (Sección 1ª).
- Sentencia 1522/2001, de 2 de febrero de 2001, del Tribunal Superior de Justicia. Sala de lo Contencioso. Barcelona.
- Sentencia 892/1986, de 25 de enero de 1986, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil (Sección 1ª).
- Sentencia, de 21 de marzo de 1986, del Tribunal Supremo, sobre la «Empresa mixta de servicios funerarios de Madrid».
- Sentencia 1852/1984, de 3 de febrero de 1984, del Tribunal Supremo. Sala de lo Penal. Madrid (Sección 1ª).
- Sentencia 1196/1984, de 28 de mayo de 1984, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil. Madrid.
- Sentencia 39/1982, de 14 de mayo de 1982, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil. Madrid.
- Sentencia 1381/1982, de 15 de abril de 1982, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil. Madrid (Sección 1ª).
- Sentencia 4628/1981, de 8 de junio de 1981, del Tribunal Supremo. Sala de lo Penal. Madrid (Sección 1ª).
- Sentencia 4962/1981, de 10 de abril de 1981, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil. Madrid (Sección 1ª).
- Sentencia 279/1981, de 20 de febrero de 1981, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil. Madrid (Sección 1ª).
- Sentencia 51/1980, de 24 de abril de 1980, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil. Madrid (Sección 1ª).
- Sentencia 4673/1980, de 18 de abril de 1980, del Tribunal Supremo. Sala de lo Penal. Madrid (Sección 1ª).
- Sentencia 2133/1979, de 6 de diciembre de 1979, del Tribunal Supremo. Sala de lo Contencioso. Madrid (Sección 3ª).
- Sentencia 5152/1979, de 22 de junio de 1979, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil. Madrid (Sección 1ª).
- Sentencia 4784/1979, de 23 de junio de 1979, del Tribunal Supremo. Sala de lo Civil. Madrid (Sección 1ª).
- Sentencia 2603/1965 de 21 de mayo de 1965, del Tribunal Supremo.

SENTENCIAS DE TRIBUNALES NO ESPAÑOLES

Sentencia 2009/C 44/05 del Tribunal de Justicia, de 18 de diciembre de 2008, Comisión de las Comunidades Europeas (Asunto C-338/06) (Sala Primera).

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidades Europeas, causa C-463/00 Comisión contra España (2003).

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidades Europeas, causa C-98/01 Comisión contra Reino Unido (2003).

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidades Europeas, causa C-367/98 Comisión contra Portugal (2002).

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidades Europeas, causa C-483-99 Comisión contra Francia (2002).

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidades Europeas, causa C-503/99 Comisión contra Bélgica (2002).

Sentencia *In re Hesston Corp.* (Kansas, 1994).

Sentencia *Re Forth Wines Limited Petitioner* 1993 S.L.T. 170 (1991) BCC 638 CS (IH).

Sentencia *Court d'Appel de Reims*, 24 avril 1989, p. 4 (1989).

Sentencia *Court d'Appel d'Orléans*, 26 septembre 1989, *Droit des sociétés*, 1990, p. 4 (1989).

Sentencia *Crimmins & Peirce Co. VERSUS Kidder Peabody Acceptance Corp.* 282 *Massachusetts* 367, 185 N E 383 (1988).

Sentencia *Cumbrian Newspapers Group Ltd versus Cumberland & Westmorland Herald Newspapers & Printing Co.* (1987).

Sentencia *Field versus Hauptert*, 58 Oregon App. 117, 647 P.2d 952 (1982).

Sentencia del caso *Vogel versus Missouri Valley Steel* (Kansas, 1981).

Sentencia del caso *Williams versus Geier* (Corte Suprema del Estado de Delaware, 1977).

Sentencia *Appel de Rouen*, 8 février 1974, *Revue des Sociétés*, 1974, p. 508 (1974).

Sentencia *Witter versus Triumph Smokes, Inc.* 464 F.2d 1078 (5th Cir. 1972).

Sentencia *Ericksen versus Winnebago Industries Inc.*, 342, F. Supp. 1190 (D. Minn. 1972).

Sentencia *Re Saltdean Estate Co. Ltd* (1968).

Sentencia del caso *Lehrman versus Cohe* (Corte Suprema del Estado de Delaware, 1966).

Sentencia *Jackson versus Colagrossi*, 50 Wahington 2d 572, 313 P.2d 697 (1957).

Sentencia *Kraft versus Rochambeau Holding Co.*, 210 Md. 325, 123 A 2d 287 (1956).

Sentencia *Re Chatteley-Whitfield Collieries Ltd.* (1948).

Sentencia *Greenhalgh versus Ardenne Cinemas Limited* (1946).

Sentencia *Mueller versus Kraeuter & Co.* 131 New Jersey Eq. 475 25 A. 2d. 874 (1942).

Sentencia *American Hair & Felt Co. versus Starring*, 21 Del. Ch. 431, 2 A.2d 249, Supreme Court, (1937).

Sentencia *La Salle Hotel Realty Co. versus Taft* (1936).

Sentencia *Ammon versus Cushman Motor Works*, 258 N.W., 649 (1935).

Sentencia *Campbell versus Grant Trust and Savings Co.*, 182 N.E. 267 (1927).

Sentencia *Hawkeye Oil Co.* Delaware (Corte Suprema del Estado de Delaware, 1927).

Sentencia *Butler versus Beach*, 82 (Conn) 417, 74 Atl. 748 (1909).

Sentencia *Bannatyne versus Direct Spanish Telegraph Co.* (1887).

INFORMACIÓN CORPORATIVA

ABERTIS: Estatutos, www.abertis.com, última consulta realizada el 20 de agosto de 2010.
ALLIED PRODUCTS CORPORATION: *Annual Report 2009*, APC, Chicago, 2010.
AMADEUS GLOBAL TRAVEL DISTRIBUTION, SA: *Annual Report 2009*, Madrid, 2010.
--- : *Estatutos*, www.amadeus.com, consulta realizada el 05 febrero de 2009.
AMERICAN INT'L GROUP: *Annual Report 2009*, AIG, London, 2010.
ARACRUZ CELULOSE: *Annual Report 2009*, Sao Paulo, Aracruz Celulose, 2010.
---: *Estatutos*, Sao Paulo, Aracruz Celulose, 2010.
BELLSOUTH: *Annual Report 2009*, Bellsouth, Atlanta, 2010.
BRADESPAR: Estatutos, www.bradespar.com.br, última consulta realizada el 20 de agosto de 2010.
BRASKEM: *Annual Report 2010*, Sao Paulo, 2009.
-----: Estatutos, Sao Paulo, 2010.
CAJA DE MADRID: "Valores: renta fija", CajaMadrid, Madrid, 2010.
---: *Tríptico Informativo completo de Caja Madrid Finance Preferred*, noviembre, CajaMadrid, Madrid, 2004.
CITIGROUP INC.: *Annual Report 2009*, Citi, New York, 2010.
THE COCA-COLA COMPANY: *Annual Report 2009*, The Coca-Cola Company, Atlanta, 2010.
COLUMBIA INC.: *Annual Report 2009*, Columbia, New York, 2010.
COMMONWEALTH EDISON: *Annual Report 2009*, Commonwealth Edison, Jacksonville, 2010.
CONSOLIDATED EDISON: *Annual Report 2009*, Consolidated Edison, Vermont, 2010.
COPEL: *Estatutos*, Curitiba-Parana, Copel, 2010.
--- : *Informe Annual 2009*, Curitiba-Parana, Copel, 2010.
ELETROBRAS: *Estatutos*, Rio de Janeiro, Eletrobras, 2010.
ENDESA: *Estatutos sociales de "ENDESA Capital Finance, LLC"*, Endesa, Madrid, 2003.
ENSTAR CORPORATION: *Annual Report 2009*, Enstar Corporation, Houston, 2010.
ESTEBAN ESPUÑA: *Informe Anual 2009*, Esteban Espuña, Madrid, 2010.
FORD MOTOR COMPANY: *Annual Report 2009*, Detroit, 2010.
GEARHART INDUSTRIES: *Annual Report 2009*, Gearhart Industries, Texas, 2010.
GENERAL MOTORS: *Annual Report 2009*, GM, Detroit, 2010.
GEORGIA POWER COMPANY: *Annual Report 2009*, Georgia Power Company, Atlanta, 2010.
GILLETTE: *Annual Report 2009*, Gillette, Boston, 2010.
GOOGLE: *Annual Report 2009*, Google Inc., Mountain View, California, 2010.
INDRA: Emisión de acciones rescatables como cobertura del Plan de Opciones 2002, *Folleto Informativo*, inscrito en la CNMV el 4 de julio de 2003 (www.indra.es), 2003.
JAZZTEL: *Estatutos*, Londres, Jazztel, 2010.
---: *Informe Anual 2009*, Londres, Jazztel, 2010.
J.P. MORGAN CHASE & Co.: *Annual Report 2009*, JPM, New York, 2010.
KOPPERS: *Annual Report 2009*, Koppers, Pittsburgh, 2010.
LOCKHEED: *Annual Report 2009*, Lockheed, Santa Bárbara, California, 2010.
LOGÍSTICA DE HIDROCARBUROS: *Estatutos*, Madrid, Logística de Hidrocarburos, 2010.
LTV CORPORATION: *Annual Report 2009*, LTV Corporation, Cleveland, 2010.
METROCENTRO: *Annual Report 2009*, Metrocentro, San Salvador, 2010.
MICROSOFT: *Annual Report 2009*, Washington, 2010.
NACCO INDUSTRIES: *Annual Report 2009*, Nacco, Hampshire, 2010.
NATIONAL DISTILLERS: *Annual Report 2009*, National Distillers, New York City, 2010.
NEW YORK TIMES COMPANY: *Annual Report 2009*, New York, 2010.
OCCIDENTAL PETROLEUM: *Annual Report 2009*, Occidental Petroleum (OXY), Los Angeles, 2010.
PACIFIC GAS & ELECTRIC COMPANY: *Annual Report 2009*, PG&EC, San Francisco, 2010.
PENNWALT CORPORATION: *Annual Report 2009*, Philadelphia, 2010.
PEPSICO INC.: *Annual Report 2009*, PepsiCo Inc., North Caroline, 2010.
PETRÓLEO BRASILEIRO: *Estatutos*, Petrobras, Rio de Janeiro, 2008.
POWER FINANCIAL CORPORATION: *Annual Report 2009*, Ontario, Canadá, 2010.
PRISA: *Informe Anual 2009*, Prisa, Madrid, 2010.
RENO DE MEDICI: *Estatutos*, Milán, Reno de Medici, 2010.
---: *Informe Anual 2008*, Milán, Reno de Medici, 2009.
REVLON: *Annual Report 2009*, Revlon, New York City, 2010.
SADIA: *Estatutos*, Sao Paulo, Sadia, 2010.
SOGECABLE: *Junta General de Sogecable S.A. 27 de abril de 2005*, Sogecable, Madrid, 2005.
SOUTHERN CALIFORNIA EDISON: *Annual Report 2009*, Southern California Edison, LA, 2010.
SUZANO BAHÍA SUL PAPEL E CELULOSE: *Estatutos*, Sao Paulo, 2010.
TENNECO: *Annual Report 2009*, Tenneco, Lake Forest, Illinois, 2010.
THE STANDARD OIL COMPANY: *Annual Report 2009*, The Standard Oil Company, Ohio, 2010.
TWA: *Annual Report 2008 Trans World Airlines*, TWA, Dallas, 2010.

ACCIONES RESCATABLES Y OTROS HÍBRIDOS FINANCIEROS SOCIETARIOS. ALGUNOS ASPECTOS JURÍDICOS
(SUSTANTIVOS, FINANCIEROS Y CONTABLES)

VALE DO RÍO DOCE: *Estatutos*, Rio de Janeiro, 2008.

WALT DISNEY ENTERPRISES, INC.: *Annual Report 2009*, Disney Enterprises, Inc., Burbank, California, 2010.

WELLS FARGO & CO.: *Annual Report 2009*, Wells Fargo & Co. Inc., Fort Lauderdale, CA, 2010.

WESTINGHOUSE ELECTRIC: *Annual Report 2009*, Westinghouse Electric, Monroeville, Pennsylvania, 2010.

WITCO CORPORATION: *Annual Report 2009*, Lawrenceville, Atlanta, 2010.