

TOMÁS GARRIDO PULIDO
ALONSO MORENO AGUAYO

*Departamento Administración de Empresas, Contabilidad y
Sociología. Universidad de Jaén*

ALFONSO PARRAS MARTÍN

*Departamento de Derecho Público, Privado y Especial.
Universidad de Jaén*

Extracto:

UNA nueva posibilidad de financiación para las sociedades cotizadas apareció en España a través de la Ley 37/1998 de Reforma del Mercado de Valores.

Con el presente trabajo se pretende poner de manifiesto las ventajas obtenidas de esta nueva vía de financiación, así como la calificación de dicho instrumento de híbrido financiero, pues como acción, posee las características propias del capital social, pero por sus peculiaridades innatas, ostenta otras que le acercan a los pasivos.

Finalmente, se recogen las sociedades que en España han optado por esta modalidad para la obtención de fondos, señalando las peculiaridades más significativas de cada emisión.

Sumario:

1. Introducción.
2. Antecedentes.
3. Caracteres esenciales.
4. Comparativa de las acciones rescatables sin voto con las obligaciones participativas.
5. Posibilidades de éxito de las acciones rescatables.
6. Conclusiones.
7. Anexo: emisiones de acciones rescatables en España.

Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Con la promulgación de la Ley 37/1998, de Reforma del Mercado de valores (LRMV), se han introducido ciertas modificaciones legislativas en la Ley de Sociedades Anónimas (LSA), con el fin fundamental de «favorecer una mejora en la financiación empresarial especialmente a través de los mercados financieros». En esta línea, ha de entenderse la disposición adicional 15.^a de la LRMV que, por lo que interesa especialmente a los fines del presente trabajo, alumbra por vez primera en el ordenamiento jurídico español la aparición de una nueva tipología de valores bajo la denominación de «acciones rescatables»¹.

En este contexto la figura de las acciones rescatables se nos presenta, con independencia del mayor o menor grado de acierto en cuanto a la vía legislativa utilizada para su incorporación en nuestro derecho², como una «novedosa regulación». Ahora bien, va a ser la impronta financiera con la que nuestro legislador dota a la figura, lo que fundamentalmente, inspira el enfoque del presente trabajo³. En efecto, desde la propia Exposición de Motivos de la LRMV se nos revelan, primordialmente, tres significativos aspectos que afectan a esta clase de acciones desde la perspectiva financiera y que cabe resaltar con carácter general en esta introducción. El primero, trata de imprimir a las acciones rescatables cierto carácter como valor mixto o híbrido financiero cuando las considera como «valores que representan un género intermedio entre la renta variable y la renta fija». El segundo, expresa lo que es un deseo del legislador más que una realidad manifiesta y contrastada –por el momento en que lo dice–, cuando señala respecto de estos valores «que tienen especial interés como activos que reportan una financiación eficiente»⁴, lo que redundará en el valor que como instrumento financiero las acciones rescatables están llamadas a desempeñar. Finalmente, se nos manifiesta la pretensión de que esta clase de valores sea un instrumento válido para la financiación propia de la empresa (por contraposición o como alternativa a la financiación ajena) pues según se dice habrá de traducirse «en un mayor reforzamiento de los recursos propios de la entidad emisora»⁵.

Pero si lo hasta ahora expuesto entendemos que sirve ya para detectar en la figura de las acciones rescatables un cierto interés para su estudio como instrumento financiero, también viene a inclinar nuestro enfoque desde el plano subjetivo hacia la sociedad emisora de esta clase de valores, que todavía se encuentra legislativamente delimitada en las denominadas cotizadas⁶. No obstante, lo anterior no quiere decir que perdamos de vista la perspectiva del inversor, para quien las acciones rescatables, con independencia de su vestidura jurídica o denominación, se presentan no como instrumentos financieros sino como valores de inversión más que de participación⁷. La elección del referido enfoque para el presente trabajo tampoco significa que vayamos a excluir otros elementos esenciales de carácter jurídico, económico o contable que consideremos que puedan coadyuvar a la

mejor comprensión de figura de las acciones rescatables y, más concretamente, cuando afecte a su configuración como instrumento financiero que es la perspectiva que especialmente nos interesa en estos momentos.

2. ANTECEDENTES

Desde la actual regulación de las acciones rescatables en nuestro país no resultan ni mucho menos despreciables las lagunas y dificultades interpretativas que afloran a la hora de procurarnos una aprehensión jurídica certera de la figura objeto de nuestro estudio. De ahí que cobre importancia la idea de atender en primer lugar a sus antecedentes normativos. En este sentido, las acciones rescatables, aun habiendo sido recientemente reconocidas por nuestro ordenamiento jurídico, sin embargo, presentan importantes antecedentes normativos espacio-temporales que parece conveniente conocer con carácter previo, siquiera sea brevemente y en sus aspectos fundamentales.

Así, no debemos olvidar la referencia al derecho anglosajón como el de origen de la figura, sobre todo, si tenemos en cuenta el proceso que permite a través de su concreción en el derecho inglés servir de modelo para su plasmación legislativa en el derecho comunitario que a su vez, entre otras razones, influye y conduce hasta la actual regulación de esta clase de valores por el ordenamiento jurídico español. Si bien, una vez situados en el ámbito de nuestro derecho interno, los antecedentes pasan por la observancia del proceso prelegislativo que culmina en la vigente regulación.

En este orden de ideas, las acciones rescatables presuponen en primer lugar una institución foránea que nos viene importada procedente del sistema de derecho anglosajón: las denominadas «*redeemable shares*». Pero, situados más concretamente en el ámbito del derecho inglés, los antecedentes se remontan hasta la vieja institución de las «*redeemable preference shares*», que teniendo un necesario carácter preferente frente a las acciones ordinarias gozaban de cierta tradición e implantación en la práctica de aquél país⁸. Posteriormente, se introduce la posibilidad de emitir estos valores tanto preferentes o privilegiados⁹ como ordinarios. En la actualidad, el régimen jurídico que afecta a las *redeemable shares* del derecho inglés está contenido en el Capítulo VII de la Parte V de la *Companies Act 1985*¹⁰.

En este apartado, por razones obvias, nos limitaremos simplemente a mencionar ciertos matices diferenciales que el derecho inglés establece en torno a la figura que nos ocupa comparación con su homóloga española. Así, las diferencias existentes entre ambos derechos pueden sistematizarse a grandes rasgos, por un lado, como de tipo conceptual¹¹; por otro lado, referidos a los requisitos que se exigen para la emisión de esta clase de valores; finalmente, concernientes a la operación de redención (*redemption*) que desde su nacimiento y por naturaleza llevan aparejada¹². Si bien, conviene resaltar que respecto a esta última materia el derecho inglés vislumbra un movimiento de reforma que resulta más liberalizador que el actual en cuanto que, en un sentido más genérico y flexible, a través de las denominadas «*shares buyback*»¹³, se permite no sólo la redención de las acciones, sino también la posibilidad de mantenerlas en autocartera (*in treasury*) aunque sujetas a ciertos límites legales.

Pero, siendo el enfoque del presente trabajo eminentemente financiero y la redención de las acciones prevista desde su emisión la operación societaria en la que se sustancia la emisión de las «*redeemable shares*», permítasenos que nos detengamos un poco más en los aspectos que encierra la financiación de dicha operación. Así, desde este punto de vista, cabe resaltar que el derecho inglés contiene una serie de disposiciones para garantizar que en principio la redención va a dar lugar a una merma de los fondos o recursos propios de la sociedad.

De este modo, se establece, por un lado, que las *redeemable shares* solamente pueden ser rescatadas con cargo a beneficios distribuibles o con cargo al procedimiento de una nueva emisión de acciones realizada con el propósito del rescate y, por otro lado, que cualquier prima pagadera en el rescate (*redemption premium*) debe ser satisfecha con cargo a beneficios distribuibles. En realidad, con estas medidas legislativas, se trata de prevenir que el balance de la sociedad muestre un beneficio que pueda ser distribuido vía dividendos, de ahí que los beneficios distribuibles tengan que ser reducidos en la cuantía necesaria para financiar la operación de redención de las acciones.

Pero también la norma a que nos referimos contempla que las *redeemable shares* redimidas serán tratadas como canceladas y el valor nominal del capital social emitido y en circulación (*issued capital*) disminuido consecuentemente. Sin embargo, la cifra de capital autorizado (*authorised capital*) que es el que figura en los estatutos sociales (*memorandum*) no será reducida. De ahí que, con el fin de compensar tal cancelación de acciones y que no se vea afectado con dicha operación el nivel de recursos o fondos propios de la sociedad, se requiera que una suma igual a la cuantía del valor nominal de las acciones canceladas sea transferida al balance de la sociedad, concretamente, a un fondo conocido como «*capital redemption reserve*»¹⁴.

En el modelo inglés se inspira la regulación de la figura que acoge el derecho comunitario. Nuestro interés ahora por este derecho es por su conocida influencia sobre los países que integran la Unión Europea que, no obstante, habrá que situar en sus justos términos¹⁵. Más concretamente, a los efectos que nos ocupan, es el artículo 39 de la Segunda Directiva el que contiene determinadas previsiones para el caso de que un Estado miembro autorice a las sociedades a emitir esta clase de acciones, que son denominadas conforme a la traducción al español que del texto comunitario se hace como «acciones recuperables».

Desde el punto de vista financiero, cabe resaltar de la normativa comunitaria fundamentalmente tres requisitos que están en relación a la necesidad de preservar el nivel de recursos propios que pudiera quedar disminuido con la realización de la operación societaria de recuperación de las acciones. Así, el primero hace referencia a la necesidad de financiar dicha operación por parte de la sociedad emisora, bien con cargo a beneficios distribuibles o bien con el producto de una nueva emisión de acciones efectuada con miras a la recuperación¹⁶. El segundo, exige la incorporación de una reserva por importe igual al valor nominal de todas las acciones recuperadas. Dicha reserva será de disponibilidad restringida pues, por un lado, no podrá ser distribuida entre los accionistas salvo en los casos de reducción de capital suscrito y, por otro lado, sólo podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas. Finalmente, se establece el caso de financiación de la «prima de rescate» para el supuesto de que se hubiera previsto en las condiciones de emisión de las

acciones. Para ello, se exige que el valor de esta prima sólo pueda ser deducido, bien de beneficios distribuibles, bien de una reserva constituida al efecto, que será distinta de la prevista en el caso anterior pero también de disponibilidad restringida ¹⁷.

Ahora bien, el reconocimiento legislativo actual de la figura de las acciones rescatables por el derecho español no ha sido un camino fácil. Hasta su recepción por nuestro ordenamiento jurídico, puede observarse todo un largo y complejo recorrido conducido por sentimientos de filias y fobias hacia la institución, que se manifiestan tanto en el plano dogmático como –por influencia de éste– en el proceso prelegislativo que conduce a su vigente regulación. Así, desde dicho plano, las reticencias pueden resumirse –conforme a lo que ha venido siendo considerado por un importante sector doctrinal– como de difícil encaje o encuadramiento de la figura en nuestro sistema societario. No obstante, tampoco pueden desconocerse en la extensión del camino firmes defensores de la institución, que han alentado para que la emisión de esta clase de valores pudiera ver la luz a través de su plasmación definitiva en un texto legislativo.

De esta suerte, la incorporación de la figura de las acciones rescatables a nuestro ordenamiento jurídico tuvo su primer intento frustrado durante los trabajos prelegislativos sobre la reforma de nuestro Derecho de sociedades para su adaptación a las Directivas comunitarias. El proceso se desarrolló en el marco más concreto de la reforma del Derecho de sociedades de capital y el esfuerzo desplegado por la doctrina en esta materia llevó ya entonces a ciertos autores a ocuparse con loable interés del estudio de la figura ¹⁸. No obstante, aunque su reconocimiento desde el plano legislativo pronto se plasmó en un Anteproyecto de Ley de enero de 1987 y, posteriormente, también en la versión que de dicho Anteproyecto se aprueba el 17 de junio del mismo año, parece ser que finalmente fueron las citadas reticencias mostradas por la citada doctrina en torno a la admisibilidad de la figura y su encajamiento sin dificultades en nuestro Derecho de sociedades, las que provocaron a la postre que aquel primer intento regulativo quedase abortado antes de su entrada en vigor con fuerza de ley ¹⁹.

La indudable dosis de escepticismo en torno a la oportunidad de la regulación de las acciones rescatables cedió paso, transcurrida una década desde la primera tentativa, a la consideración del legislador de la procedencia y supuesta utilidad de esta clase de valores. Así es que, una vez decantada la opción de política legislativa que abogó por la oportunidad de su regulación, se aprovechó la promulgación de la LRMV para introducirla en nuestro ordenamiento. Al respecto, J. GARCÍA DE ENTERRÍA (1999, 1695) expresa que la regulación viene a constituir: «seguramente una de las principales novedades del accidentado proceso de reforma del Derecho sustantivo de las sociedades cotizadas acometido por la Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores, de 16 de noviembre de 1998». No obstante, fruto del descrito proceso prelegislativo, las acciones rescatables han sido incorporadas a nuestro derecho con ciertas cautelas. Entre ellas, baste citar la delimitación subjetiva del ámbito de aplicación de la ley que se hace en torno a las sociedades cotizadas, o el límite cuantitativo legalmente establecido para la emisión de estos valores.

En cualquier caso, parece que habrá que dar la bienvenida a esta primera regulación de las acciones rescatables en nuestro país, aunque sólo sea porque ha venido marcada desde el principio por «su afán de activar el mercado primario y de favorecer las emisiones de valores por parte de las sociedades cotizadas», como ha expresado J. GARCÍA DE ENTERRÍA (1999, 1.695).

3. CARACTERES ESENCIALES

Esta clase de valores llega al ordenamiento jurídico español con la denominación o traducción de acciones redimibles ²⁰, recuperables ²¹ o rescatables ²², conforme a las que primordialmente se la reconoce e identifica. De ahí también su caracterización esencial como valores que están llamados por naturaleza a ser redimidos, recuperados o rescatados conforme a las condiciones previstas de antemano en el acuerdo para su emisión. Ahora bien, tampoco debemos olvidarnos –del sustantivo– de su consideración legal de acciones, pues como tales son reguladas. En consecuencia, como acciones que son representadas partes alícuotas del capital social (art. 47 LSA) y confieren a su titular la condición de socio atribuyéndole unos derechos mínimos (art. 48 LSA).

Ahora bien, entrando ya en el régimen jurídico legislativo específico de esta clase de acciones en el derecho español, son dos los preceptos que se introducen en la LSA con motivo de la entrada en vigor de la LRMV. El primero de ellos es el artículo 92 bis LSA, que bajo el título «*Emisión de acciones rescatables*» trata con parquedad regulativa pero con un amplio margen para la voluntad de las partes, cuestiones relativas no sólo a la emisión de esta clase de acciones ²³, sino también referentes al derecho subjetivo para ejercer el rescate, que es la operación societaria en la que se sustancia la razón de ser de estos valores ²⁴. Ello es así, hasta el punto de que dicha operación de rescate y el ejercicio del derecho subjetivo que la origina ha merecido la atención de la denominada «teoría de las opciones» ²⁵, que en una interesante aportación doctrinal por parte de M. GONZÁLEZ SÁNCHEZ y E. RÚA ALONSO DE CORRALES (2001, 291) ²⁶, se aplica al caso concreto que nos ocupa. También este primer precepto es el que contiene la aludida delimitación subjetiva en torno a las sociedades cotizadas ²⁷.

De esta suerte, una de las cuestiones que el precepto a que nos referimos plantea es la relativa al límite de la posibilidad de emisión de estos valores, quedando fijado de forma imprecisa «... por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social». Ante esta redacción legislativa se plantean numerosos interrogantes: ¿se refiere al capital social antes de la emisión? ¿al capital social después de la emisión? ¿al capital social desembolsado? ¿al capital social suscrito? Pues bien, a través del desarrollo de dos supuestos que se exponen a continuación vamos a examinar desde un punto de vista contable la problemática que pudieran suscitar las distintas alternativas que se ofrecen a las cuestiones planteadas.

1

Supuesto:

La entidad «A, SA», admitida a cotización, presenta el balance de situación recogido en el **cuadro 1**, antes de proceder a la emisión de acciones rescatables durante el ejercicio 2002 (en miles de euros).

.../...

.../...

CUADRO 1. BALANCE DE SITUACIÓN DE «A, SA»

Activo		Pasivo	
Accionistas por desembolsos no exigidos	60	Fondos propios	3.000
Inmovilizado	2.800	• Capital suscrito ordinario (10.000 acciones)	2.000
Activo circulante	2.140	• Prima de emisión ..	600
• Existencias	1.140	• Reserva legal	400
• Deudores	400	Acreeedores a largo plazo	1.150
• Tesorería	600	Acreeedores a corto plazo	850
Total Activo	5.000	Total Pasivo	5.000

A la vista del balance, podemos observar que: 1) el valor nominal de las acciones es de 200€; 2) el capital pendiente del desembolso es el 3% (límite máximo pendiente de desembolso para realizar una nueva emisión)²⁸; y 3) que suponiendo que sólo se haya realizado una emisión con anterioridad, ésta se formalizó con una prima de emisión del 30% (valor de emisión: 130%).

A continuación señalamos las distintas opciones relativas al límite de emisión, las cuales podemos concretarlas en las siguientes posibilidades:

Posibilidad 1. Capital suscrito antes de la emisión.

El capital suscrito es de 2 millones de €, y por tanto, en este caso el importe nominal máximo a emitir en acciones rescatables será de 500.000 €.

Posibilidad 2. Capital desembolsado antes de la emisión.

Si el capital total suscrito es de 2 millones de € y los accionistas tienen pendiente una deuda con la sociedad por desembolsos no exigidos reflejadas en el activo por importe de 60.000 €, podemos deducir que el capital social desembolsado es de 1.940.000 €, con lo que según esta vía, el importe nominal rescatable que como máximo se puede emitir es 485.000 € (25% de 1.940.000).

Posibilidad 3. Capital suscrito después de la emisión.

El capital suscrito después de la emisión será como máximo el capital actual más el 25% del capital ya ampliado, cuya cantidad obtenemos resolviendo una simple ecuación:

$$2.000.000 + 25\% x = x \rightarrow 2.000.000 = 0,75 x \rightarrow x = 2.666.667 \text{ €}$$

Al representar x, la cifra del capital social máxima después de la emisión, obtenemos que el importe del capital nominal a emitir no podrá ser superior a 666.667 €.

Posibilidad 4. Capital desembolsado después de la emisión.

Como ya deducimos en la segunda opción, el capital desembolsado antes de la emisión era de 1.940.000 €, al que habrá que adicionarle el capital desembolsado correspondiente a la emisión, que como ya avanzamos en la introducción y desarrollaremos segui-

.../...

.../...

damente, al tratarse de acciones rescatables deberá ser íntegramente desembolsado, por lo que en este caso, el importe nominal correspondiente a la emisión, tanto suscrito como desembolsado, coinciden en su cuantía. Así tenemos:

$$1.940.000 + 25\% x = x \rightarrow 1.940.000 = 0,75 x \rightarrow x = 2.586.667 \text{ €}$$

Como x simboliza la cifra del capital social desembolsada después de la emisión, obtenemos por diferencia el importe a emitir (que será igual al desembolsado, ya que deberá hacerse efectivo en el mismo momento) que será como máximo de 646.667 €. Mediante el **cuadro 2**, detallamos los saldos expuestos en cada una de las opciones.

CUADRO 2: REPRESENTACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS

Tabla Resumen	Antes de la ampliación	Después de la ampliación
Suscrito	500.000	666.667
Desembolsado	485.000	646.667

Como puede comprobarse, obtenemos resultados ciertamente diferentes (en la práctica, no tanto debidos a la diferencia entre suscrito/desembolsado –como consecuencia de la restricción del 3%–, sino sobre todo a la diferencia entre antes/después de la ampliación), lo que nos indica la importancia de delimitar conceptualmente la referencia al capital social que, desafortunadamente, el texto legislativo nos omite. A pesar de ello, nos decantamos por la opción que permite la consideración al capital suscrito y, además, tenido en cuenta una vez llevada a cabo la ampliación del mismo con acciones rescatables, basándonos fundamentalmente en la propia redacción de la LSA:

- *Disyuntiva capital suscrito/desembolsado.* Entendemos que, al no concretar expresamente al respecto, el contenido legal se refiere al capital suscrito, ya que el mismo, cuando quiere expresar lo contrario (desembolsado) lo refleja explícitamente como en el artículo 90.
- *Disyuntiva capital antes/después de la emisión.* Igualmente al no ser explícito, pensamos que se refiere al capital social total después de la ampliación, pues también cuando se quiere manifestar lo opuesto se declara expresamente del modo en que lo hace el artículo 153 del mismo ordenamiento. De igual forma, si supusiésemos que la referencia es antes de la ampliación, nunca llegaríamos al mencionado 25% y siempre nos quedaríamos en el 20%.

En este orden de ideas, traemos finalmente a colación el caso que pudiera producirse de emisión de acciones rescatables sin voto, aprovechando la mención anteriormente realizada al artículo 90 LSA y teniendo en cuenta que no encontramos impedimento legal para su emisión. A los efectos que en estos momentos nos interesan, debe advertirse que en la emisión de acciones rescatables sin voto entrarían en juego, además del límite legal anteriormente visto para la categoría de rescatables, el que establece el mencionado artículo 90 LSA respecto a las calificadas sin voto. Por consiguiente, se restringe por añadidura la emisión de acciones rescatables sin voto también a un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado y aplicándose en tal caso el que resulte más prohibitivo de los dos. Tal confrontación de criterios y su solapamiento será advertido y contrastado mediante la exposición de un nuevo supuesto.

2

Supuesto:

La entidad «B, SA», admitida a cotización, presenta el balance de situación recogido en el **cuadro 3**, antes de proceder a la emisión de acciones rescatables sin voto, durante el ejercicio 2002 (en miles de euros).

CUADRO 3. BALANCE DE SITUACIÓN DE «B, SA»

Activo		Pasivo	
Accionistas por desembolsos no exigidos	3.000	Fondos propios	5.300
Inmovilizado	3.000	• Capital suscrito ordinario (10.000 acciones)	4.000
Activo circulante	1.000	• Prima de emisión ..	500
• Existencias	250	• Reserva legal	800
• Deudores	300	Acreedores a largo plazo	1.000
• Tesorería	450	Acreedores a corto plazo	700
Total Activo	7.000	Total Pasivo	7.000

A la vista del balance, podemos observar que: 1) el valor nominal de las acciones es de 400 €; 2) el capital pendiente de desembolso es el 3%; y 3) que suponiendo que sólo se haya realizado una emisión con anterioridad, ésta se formalizó con una prima de emisión del 12,5% (valor de emisión: 112,5%).

A continuación, procedemos a determinar los dos límites expuestos con anterioridad:

El relativo a las acciones rescatables, para no volver a duplicar las operaciones realizadas en el ejemplo anterior, y admitiendo el argumento que hemos expuesto para aceptar la opción que marcaría el límite sobre el capital suscrito después de la emisión tenemos:

$$4.000.000 + 25\% x = x \rightarrow 4.000.000 = 0,75 x \rightarrow x = 5.333.333 \text{ €}$$

Al representar *x*, la cifra del capital social máxima después de la emisión, resolvemos que, según esta vía, el importe del capital nominal a emitir no podrá ser superior a 1.333.333 €.

El relativo a las acciones sin voto. Esgrimiendo el mismo criterio anterior para utilizar el importe después de la emisión, tenemos que calcular el capital social desembolsado total, al que posteriormente acotaremos en el 50%. Así, si el capital suscrito es de 4 millones de € y hay un desembolso pendiente de 120.000, el capital desembolsado antes de la emisión es de 3.880.000 €.

$$3.880.000 + 50\% x = x \rightarrow 3.880.000 = 0,5 x \rightarrow x = 7.760.000 \text{ €}$$

Al representar *x*, la cifra del capital social desembolsado después de la emisión, obtenemos por diferencia que, según esta vía, el importe del capital nominal a emitir no podrá ser superior a 3.880.000 €.

.../...

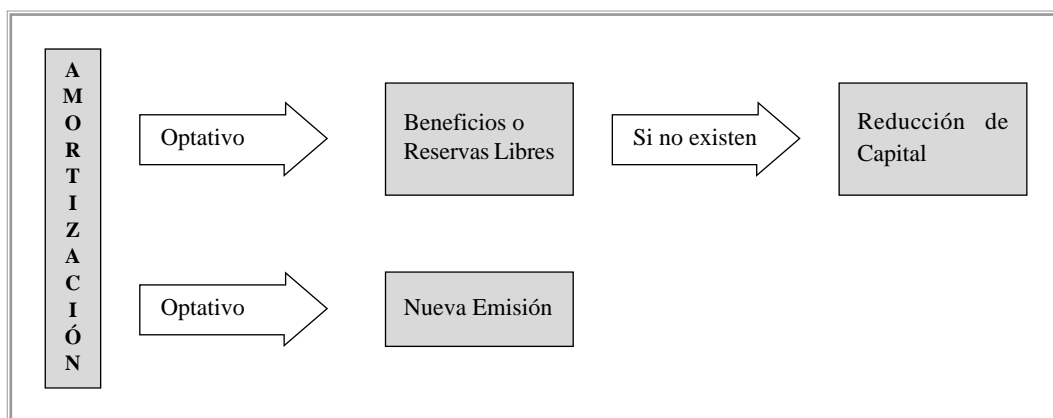
.../...

Por tanto, aplicaremos el límite relativo a las acciones rescatables que siempre será el menor de los dos.

Otro caso especial sería que las acciones de la sociedad estuviesen parcialmente cotizadas ²⁹, en cuyo caso, y como señalan M. GONZÁLEZ SÁNCHEZ y E. RÚA ALONSO DE CORRALES (2001, 283), la limitación a la que habría que atender, para la emisión de acciones reembolsables, consistiría en el 25% del importe nominal de las acciones sujetas a negociación.

El segundo de los preceptos dedicado a la regulación de las acciones rescatables es el artículo 92 ter LSA, que bajo el título «Amortización de acciones rescatables» ³⁰, en realidad, no viene a regular más que lo que son diversos mecanismos de financiación de la operación de rescate en la que como se ha dicho se sustancia la emisión de esta clase de acciones. Así, con independencia del modo en que se instrumente jurídicamente la referida operación de rescate y de las consecuencias que de la misma se derivan, cuestiones ambas de gran importancia pero que trasciende el ámbito objetivo del presente trabajo, lo cierto es que el primer apartado de la citada norma exige financiar el rescate de las acciones, bien con cargo a beneficios o a reservas libres o bien con el producto de una nueva emisión de acciones realizada con tal fin. Además, si se opta por financiar la operación con cargo a beneficios distribuíbles, el apartado segundo del citado artículo exige la constitución de «una reserva por el importe nominal de las acciones amortizadas» ³¹. Finalmente, el apartado tres de la norma viene a señalar que en el caso de que fracasara la vía de financiación prevista en el primer apartado (por lo que esta tercera vía de financiación viene a quedar como subsidiaria de la primera) y no se hayan emitido nuevas acciones, «la amortización sólo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para reducción de capital social mediante devolución de aportaciones» ³², quedando las distintas vías de financiación expuestas en el **cuadro 4**.

CUADRO 4. ALTERNATIVAS DE AMORTIZACIÓN DE LAS ACCIONES RESCATABLES



También se ha dicho que desde un punto de vista financiero las acciones rescatables se caracterizan por la naturaleza híbrida que se les atribuye. En efecto, como ya indicamos en la introducción, la propia LRMV le imprime este carácter al considerar esta clase de valores como perteneciente a un género intermedio entre la renta variable y la renta fija. Así, la validez como instrumento de renta variable proviene de la consideración y funcionamiento de estos valores como acciones pero, además, su cualificación como cotizadas les otorga una mayor liquidez en función de su necesaria negociación en el mercado bursátil, lo que facilita su inversión-desinversión. Por su parte, la aproximación de las rescatables a los valores de renta fija es consecuencia de los privilegios económicos que esta clase de acciones frecuentemente incorporan para hacerlas más atractivas a los inversores. Así, desde el acuerdo de emisión se suele establecer como precio de rescate cantidad preestablecida en dicho acuerdo de emisión más una prima ³³, que supone en cierto modo garantizar al accionista desde la emisión a percepción de una renta fija que, como es sabido, es más propia de los valores calificados de deuda que de las acciones propiamente referidas, de ahí las consideraciones de A.B. VEIGA COPO y P.B. MARTÍN MOLINA (1999, 164), quienes para resaltar el carácter híbrido de las rescatables las catalogan a medio camino entre las propias acciones y las obligaciones, los recursos propios y los ajenos, la participación y el crédito.

De ahí que no sea una cuestión baladí pensar que a la hora de su funcionamiento real en la práctica este instrumento financiero, con independencia de su calificación jurídica, pueda comportarse como un valor mixto o híbrido financiero y reproducir características predicadas de valores típicos de deuda. En este sentido, contribuye al perfil híbrido de esta clase de acciones, por un lado, su carácter privilegiado, como acertadamente advierte F. URÍA FERNÁNDEZ (1998, 49), en parte, las dificultades provienen porque la LSA «contrapone frontalmente las categorías de accionista y obligacionista, sin reconocer ningún estatuto jurídico intermedio, incluyendo a los titulares de acciones privilegiadas en el concepto genérico de accionista». Pero también desde el punto de la sociedad emisora, las rescatables son una vía de financiación que ofrecen una liquidez inmediata ³⁴ debido a la exigencia de su desembolso íntegro en el momento de su suscripción, lo que de nuevo hace reproducir el esquema propio de los pasivos ³⁵, con el que la sociedad podrá recaudar un importante volumen de capital en el momento inicial. Pues bien, tal confrontación de elementos son ya suficientemente significativos, contribuyendo a la consideración del carácter híbrido que se asigna de la figura que nos ocupa y que tratamos de exponer esquemáticamente conforme a lo reflejado en el **cuadro 5**.

CUADRO 5. POSICIÓN INTERMEDIA DE LAS ACCIONES RESCATABLES

Neto patrimonial	R E S C A T A B L E S	Pasivo
Acción		Obligación
Recursos propios		Recursos ajenos
Participación		Crédito
Renta variable		Renta fija

Finalmente, conviene advertir que aun considerando todas las particularidades que estos títulos conllevan, también debemos apuntar que las acciones rescatables no son los únicos instrumentos financieros que poseen ese mencionado carácter híbrido o heterogéneo, pues también podemos incluir dentro de esta clasificación, por ejemplo, a las obligaciones convertibles en acciones y a los préstamos participativos ³⁶.

4. COMPARATIVA DE LAS ACCIONES RESCATABLES SIN VOTO CON LAS OBLIGACIONES PARTICIPATIVAS

El aludido carácter híbrido predicado de las acciones rescatables también viene a coadyuvar sobre su interés comparativo con otros instrumentos financieros. En este sentido nuestro punto de mira se va a centrar en la categoría de acciones rescatables sin voto, pues siendo considerados legalmente como mecanismos idóneos para la financiación propia de la sociedad son, a su vez, los que de forma más radical reproducen esquemas típicos del pasivo. En el otro lado de la comparación situamos a los préstamos participativos y, más concretamente, aquellos que se formalizan mediante obligaciones, pues en su comportamiento real son instrumentos que se asemejan bastante al neto, hasta el punto de que la Resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) de 20 de diciembre de 1996, los incluye dentro del patrimonio contable en los supuestos de reducción de capital y disolución de sociedades.

Así, entre uno y otro podemos encontrar las siguientes similitudes:

- En ambos casos, el tipo de interés tiene un papel fundamental, como remuneración a la disposición de capital que se le transmite a la sociedad.
- No permiten votar y decidir sobre los asuntos de la sociedad en las juntas generales, incluso, en las sociedades cotizadas, estas acciones no tienen este derecho aunque no hayan percibido el dividendo mínimo de años anteriores.
- A efectos de la legislación mercantil, tienen la consideración de fondos propios.
- En los dos casos, se ha de desembolsar la totalidad del capital en el momento de la formalización.
- En la prelación en caso de disolución de la sociedad, los acreedores participativos se sitúan inmediatamente delante de los accionistas privilegiados.
- Ambos títulos serán retribuidos, normalmente, con una parte fija, independiente de la evolución de los negocios: en las obligaciones, un interés fijo, y en las acciones, el dividendo mínimo; y, una parte variable, que cambiará en función de los resultados obtenidos por la sociedad, en las obligaciones, el interés participativo o variable, y en las acciones, el dividendo complementario, que será igual al que cobren las acciones ordinarias.

- La sociedad únicamente podrá llevar a cabo la amortización financiera anticipadamente del préstamo participativo, si se compensa con un aumento de los fondos propios por igual cuantía y siempre que éste no provenga de la actualización de activos, al igual que sucede con la operación de rescate de las mencionadas acciones.
- Los dos son elementos mixtos, habiendo suscitado su inclusión en el patrimonio neto por parte de la legislación, avivados debates doctrinales.

En cuanto a las divergencias, podemos concretarlas en las siguientes:

- El titular de una acción es un socio, mientras que el titular de una obligación es un acreedor.
- La remuneración que se percibe derivada de una acción se llama dividendo, al tiempo que la procedente de una obligación se denomina interés.
- A efectos contables, el préstamo participativo es un pasivo, mientras que las acciones forman parte del capital social, y por tanto, figuran dentro del neto patrimonial.
- Con relación al Impuesto sobre Sociedades, el interés, incluido el variable en función del beneficio, es un gasto deducible, mientras que el dividendo, aunque provenga de acciones sin voto, no lo es. Ante este supuesto, y como A.B. VEIGA COPO y P.B. MARTÍN MOLINA (1999, 165) exponen «se desprende que para buscar la situación de paridad fiscal, la sociedad debería pagar al accionista como dividendo un porcentaje inferior al que abonaría como interés por un préstamo de igual importe, cubriendo la diferencia la cuota correspondiente del Impuesto sobre Sociedades».
- Los titulares de las acciones tienen derecho de suscripción preferente a otras emisiones de acciones de cualquier tipo, además de a nuevas emisiones de obligaciones convertibles. Los acreedores no poseen este derecho.
- Los accionistas tienen derecho a la parte proporcional del patrimonio resultante de la liquidación de la sociedad.

Una vez expuesto el anterior análisis, podemos incluso aproximar más ambas figuras, ya que nada es obstáculo para que las obligaciones participativas sean convertibles en acciones, lo cual, aumentará la equivalencia de sus derechos adicionando el de suscripción preferente, quedando todo ello reflejado en el **cuadro 6**.

CUADRO 6. SIMILITUDES Y DIVERGENCIAS ENTRE LAS ACCIONES RESCATABLES SIN VOTO Y LAS OBLIGACIONES PARTICIPATIVAS CONVERTIBLES

	<i>Acc. resc. sin voto</i>	<i>Oblig. part. convt.</i>
Derecho de voto	No	No
Derecho suscripción preferente	Sí	Sí
Legislación mercantil	Fondos Propios	Fondos Propios
Desembolso	Íntegro	Íntegro
	Fija + Variable	Fija + Variable
Remuneración	Dividendo	Interés
	No deducible	Deducible
Prelación	Después	Antes
Titular	Socio	Acreeedor
Contablemente	Neto patrimonial	Pasivo exigible
Parte prop. patrim. resultante liquidación	Sí	No

5. POSIBILIDADES DE ÉXITO DE LAS ACCIONES RESCATABLES

Son muchos los autores que han criticado la aparición de las acciones rescatables en el panorama legislativo español alegando, fundamentalmente, por un lado, dificultades de encaje en nuestro ordenamiento jurídico y, por otro lado, que en realidad no vienen a aportar nada realmente nuevo al elenco de instrumentos financieros ya existente y que están al servicio de las empresas. Respecto a esta última crítica, si bien hemos comprobado la existencia de otros valores que aunque de naturaleza jurídica diversa presentan numerosas semejanzas en su funcionamiento real con las acciones rescatables, sin embargo, no podemos decir que sean iguales, por lo que no creemos que sea un problema poner a disposición de las sociedades un nuevo instrumento que no deja de tener matices diferenciales propios, por si en algún momento se estima de utilidad acudir a su emisión.

Por otro lado, ciertas opiniones doctrinales en torno a la figura que nos ocupa también se han centrado de forma crítica en la *inadmisibilidad* de adquirir la condición de socio de forma pasajera, que se estima caracteriza por naturaleza a las acciones rescatables. Pero, aun admitiendo esta posibilidad, ¿acaso la mayoría de los inversores no adquieren las acciones en el mercado secundario con el objetivo de revenderlas, incluso en un efímero espacio de tiempo o con un definido objetivo especulativo de recoger las plusvalías lo antes posible lo que, además, presumiblemente se verá aún más acentuado por la apertura de los mercados financieros a la operativa a través de internet?

Sea como fuere, lo cierto es que tales valores se muestran cada vez más como un instrumento financiero válido puesto al servicio de los empresarios en países como Estados Unidos y Gran Bretaña y, si bien en este sentido se critica la diferencia del sistema jurídico español con el anglosajón para la acogida sin reservas de la figura que nos ocupa, no podemos olvidar el imparable proce-

so de globalización de la economía en un mundo como el actual cada vez más intercomunicado, donde también como consecuencia los mercados financieros se encuentran interconectados, permitiendo que las multinacionales amplíen sus redes y se extiendan a países cada vez más recónditos.

No obstante, no se trata con el escaso tiempo transcurrido desde la aparición de la figura en nuestro ordenamiento jurídico de augurar el éxito de esta nueva alternativa financiera, pero creemos que tampoco se debe pronosticar prematuramente su fracaso. En este sentido, variados y cercanos son los ejemplos de instrumentos financieros que en ocho o diez años se han extendido masivamente por todo el mundo empresarial, sin que nadie hubiera intuido previamente su gran desarrollo y éxito. Baste como significativo ejemplo el caso de las actualmente *archiconocidas* «*stock options*», que según la Encuesta Internacional de Sistemas de Retribución basados en acciones, realizada por Arthur Andersen en 1999, entre 352 multinacionales, el 54% de las empresas americanas y europeas las utilizan para sus directivos y empleados y el 35% sólo para sus empleados; y en el caso español, un 30% de las grandes empresas encuestadas las emplean ³⁷. Por tanto, ¿quién puede predecir que en unos años las acciones rescatables no pueden presentarse como una alternativa real que pueda incluso desbancar a las propias *stock options* como forma de remuneración a los directivos? Como puede comprobarse en las escasas emisiones de rescatables hasta el momento realizadas en nuestro país –de las que se ofrece resumida cuenta más adelante–, la utilización de estos valores con tal fin no debe descartarse en absoluto.

Por tanto, serán los mercados financieros los que con el transcurso del tiempo determinen el mayor o menor grado de «eficiencia» que pueda demostrar el nuevo instrumento financiero y, por consiguiente, las posibilidades reales para su utilización por parte de las sociedades cotizadas españolas.

A priori, aunque en la práctica no tiene por qué ser así, parecen existir determinadas sociedades especialmente propensas a utilizar este tipo de títulos:

- Las sociedades con necesidad decreciente de capital, concepto que en su día introdujo el profesor GARRIGUES ³⁸, y que toma forma en las sociedades concesionarias de grandes obras y servicios públicos (por ejemplo, construcción de carreteras, puertos, aeropuertos, etc.) que al término de la concesión revierten al Estado las obras y las instalaciones realizadas ³⁹.
- Ciertas entidades, especialmente financieras, que por causa de su regulación específica, deban cumplir con un determinado nivel de fondos propios.
- Para las sociedades de capital-riesgo, y otras en las que se pacte de antemano su salida en una fecha determinada.
- Para compañías, que dispongan de un plan de opciones sobre compra de acciones, como forma de remuneración a sus directivos, en la que la emisión de acciones rescatables actuaría como cobertura.

En general, la principal ventaja que obtendría una empresa que se decidiese por emitir acciones de este tipo como fuente de financiación sería que en un corto plazo de tiempo podría volver a decidir sobre cuál fuese la mejor forma de financiación en ese momento, y si, por ejemplo, los tipos

de interés hubiesen bajado en el mercado, podría transformar, con el consiguiente ahorro de gastos financieros, los fondos propios en fondos ajenos; en caso contrario, es decir, si no interesase la petición de un préstamo, nada dificultaría una nueva emisión de acciones rescatables. En el lado opuesto, la principal razón por la que un inversor suscribiría este tipo de acciones, es que, además, de permitir beneficiarse de las ventajas de la renta variable, elimina algunos riesgos propios de la misma, como el de liquidez o el de la consecución de pérdidas patrimoniales en el momento de la enajenación del valor, por lo que sería especialmente apropiada para individuos muy aversos al riesgo.

Para concluir, y dado que hemos manifestado que serán los mercados los que den respuesta sobre si tales elementos resultan eficientes, consideramos relevante recoger, mediante el anexo reflejado al final del trabajo, las emisiones que ya se han producido en nuestro país de acciones rescatables.

6. CONCLUSIONES

- Podemos decir que las acciones rescatables constituyen una clase especial de valores, que además de poseer los derechos esenciales comunes que otorga cualquier tipo de acción durante todo su período de vigencia, confieren a sus titulares, la posibilidad de su rescate, bajo las condiciones establecidas en el acuerdo de emisión, con lo que en ese momento dejarán de ostentar la condición de socio (siempre que no se amorticen con cargo a una nueva emisión, mediante canje de acciones).
- Igualmente, reseñar que son instrumentos híbridos entre el neto patrimonial y los pasivos, pero bastante más cercanos de los primeros, ya que dejando a un lado las consideraciones financieras, la Ley en todo momento los encuadra dentro del agregado del capital social.
- Respecto al vencimiento, reseñar también que cuando el mismo es fijo o son rescatables a instancia de los inversores, adquieren una de las características propias de los pasivos, que es la exigibilidad, por lo que muchos autores abogan por clasificarlos dentro del pasivo exigible, pero ¿cómo quedaría formalmente el capital social dentro del pasivo? Nosotros somos de la opinión de dejarlo en el neto patrimonial, lo que corrobora nuestra legislación, mucho más restrictiva que otras del entorno, exigiendo, en el momento de la amortización, dejar invariable la cifra de los fondos propios, mediante los mecanismos que ya hemos visto. Ello no obstaculiza, en absoluto, para que se dé información adicional sobre todas las condiciones del rescate.
- En relación con su regulación, muchos autores ya la han tildado de insuficiente, abogando por modificaciones que deberán ser introducidas en un breve espacio de tiempo. Ante ello, las emisiones que ya se han producido reflejan en sus escrituras todas las condiciones en cuanto a la aplicación de sus derechos, plazos y precios, aunque no sea obligatorio tal reflejo de acuerdo con la actual legislación española, por lo que este aspecto parece no ser un problema inminente.

- Para terminar, en cuanto a la discutida eficiencia económica que puedan desempeñar estos títulos, ya que existen otros con parecidas características que desempeñan una función similar, que los que ahora el legislador ha puesto a disposición de las sociedades queriendo aumentar la oferta de mecanismos de financiación, serán, como ya expusimos, los propios mercados financieros los que legitimarán o no a estas acciones. Parece ser, como vamos a mostrar en el anexo, que pudieran encontrar una vía de uso sirviendo de cobertura a planes de opciones sobre acciones, que las empresas utilicen como mecanismos de retribución por incentivos a sus directivos y empleados, aunque habrá que esperar más tiempo para comprobar su asentamiento.

7. ANEXO: EMISIONES DE ACCIONES RESCATABLES EN ESPAÑA

Desde la aparición de la LRMV, hasta la publicación de este artículo, se han producido, al menos, tres emisiones de acciones rescatables, cuyas características y rasgos más significativos pasamos a analizar, lo que nos ayudará a estar al corriente de cómo van encauzando las entidades españolas la amplia autonomía de la voluntad que la citada Ley permite al respecto.

Enumerando primero las más recientes, son: Sociedad General de Aguas de Barcelona, SA (**cuadro 7**), Indra Sistemas, SA (**cuadro 8**) y Campofrío Alimentación, SA (**cuadro 9**).

CUADRO 7. SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA, SA	
Fecha de Registro Oficial	27-7-2001
Nominal ampliación	2.260.000 €
Capital Social antes ampliación	139.506.173 €
Capital Social después ampliación	141.766.173 €
Porcentaje rescatable respecto al Capital Social antes ampliación	1,62%
Porcentaje rescatable respecto al Capital Social después ampliación	1,59%
Valor nominal acción rescatable	1 €
Precio de emisión	13,30%
Finalidad	Exclusiva de servir de cobertura financiera al «Plan de Opciones Mayo 2001» de AGBAR dirigido a los empleados del grupo como método de remuneración por incentivos

CUADRO 7. SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA, SA (continuación)	
Destinatarios	La Caixa suscribirá y desembolsará las acciones objeto de la presente emisión, para su posterior entrega a los beneficiarios del citado plan de opciones (empleados de las sociedades españolas del Grupo AGBAR), por lo que se acordó la supresión del derecho de suscripción preferente
Derechos políticos y económicos	Plenos
Derecho de rescate	A solicitud de los accionistas, en las fechas abajo prefijadas
Fecha en la que se podrá solicitar el rescate	Febrero 2002 Febrero 2003 Febrero 2004 Febrero 2005 Febrero y junio 2006
Precio de rescate	Igual al de emisión (13,30 €)
Amortización	Reducción de capital
Peculiaridades	1) La Caixa se compromete a no ejercer los derechos políticos y a ceder los derechos económicos a la sociedad 2) Las acciones respecto de las que no se hubiera ejercido el derecho de rescate serán amortizadas mediante reducción de capital por la sociedad

CUADRO 8. INDRA SISTEMAS, SA	
Fecha de Registro Oficial	27-3-2001
Nominal ampliación	860.000 €
Capital Social antes ampliación	29.655.172 €
Capital Social después ampliación	30.515.172 €
Porcentaje rescatable respecto al Capital Social antes ampliación	2,90%
Porcentaje rescatable respecto al Capital Social después ampliación	2,82%
Valor nominal acción rescatable	0,2 €
Precio de emisión	5.745%

CUADRO 8. INDRA SISTEMAS, SA (continuación)	
Finalidad	Servir de cobertura al «Plan de Opciones 2000» de la Compañía
Destinatarios	BNP-Paribas suscribirá y desembolsará las acciones objeto de la presente emisión, para su posterior entrega a los beneficiarios del citado plan de opciones, por lo que se acordó la supresión del derecho de suscripción preferente
Derechos políticos y económicos	Plenos
Derecho de rescate	A solicitud de los accionistas, en las fechas abajo prefijadas
Fecha en la que se podrá solicitar el rescate	Durante el plazo de 5 días hábiles a contar desde las fechas de los cuatro primeros aniversarios de la fecha en que se otorgue la escritura pública de ampliación de capital
Precio de rescate	Igual al de emisión (11,49 €)
Amortización	Cualquiera de los procedimientos establecidos en el artículo 92 ter
Peculiaridades	<ol style="list-style-type: none"> 1) BNP se compromete a no ejercer los derechos políticos y a ceder los derechos económicos a Indra (también renunciará al derecho de rescate siguiendo instrucciones de Indra, en función del número de opciones ejercidas por los empleados de la compañía) 2) Posibilidad de que el titular de las acciones pueda renunciar anticipadamente al derecho de rescate de las acciones, de manera que dicha renuncia permita que la Sociedad convierta anticipadamente las acciones rescatables en acciones ordinarias 3) Posibilidad de que las acciones puedan ser también rescatadas anticipadamente, en una o varias veces, sin necesidad de esperar al cuarto aniversario de la emisión 4) Finalizado el plazo de rescate correspondiente al 4.º aniversario, las acciones respecto de las que no se hubiera ejercido el derecho de rescate pasarán a ser acciones ordinarias

CUADRO 9. CAMPOFRÍO ALIMENTACIÓN, SA	
Fecha de Registro Oficial	11-10-2000
Nominal ampliación	6.253.247 €

CUADRO 9. CAMPOFRÍO ALIMENTACIÓN, SA (continuación)	
Capital Social antes ampliación	32.829.546 €
Capital Social después ampliación	39.082.793 €
Porcentaje rescatable respecto al Capital Social antes ampliación	19,05%
Porcentaje rescatable respecto al Capital Social después ampliación	16,00%
Valor nominal acción rescatable	1 €
Precio de emisión	589%
Finalidad	La emisión es el contravalor a la aportación no dineraria a Campofrío de las acciones representativas del 50'42% del capital social del Grupo Navidul, de conformidad con el proceso de integración de ambas sociedades
Destinatarios	Íntegramente a los accionistas del Grupo Navidul, SA, por lo que se acordó la supresión del derecho de suscripción preferente para los accionistas preexistentes
Derechos políticos y económicos	Plenos
Derecho de rescate	A solicitud de los accionistas, en la fecha abajo prefijada
Fecha en la que se podrá solicitar el rescate	Diciembre de 2001
Precio de rescate	Una acción ordinaria de 1 € de VN, cuyo precio de emisión sea igual a la media ponderada de las cotizaciones de las acciones rescatables en las 30 sesiones bursátiles anteriores al 31-12-2001, más una cantidad en metálico equivalente a la diferencia entre 15,05 € y el valor de cotización anterior, con el límite de 4,05 €
Amortización	Nueva emisión de acciones
Peculiaridades	1) El derecho de rescate sólo es ejercitable en el supuesto de que la cotización de dichas acciones (media ponderada de cotización de las 30 sesiones bursátiles anteriores al 31-12-2001) sea inferior a un precio de 15,05 € por acción 2) Las acciones rescatables se convertirán en ordinarias en dos casos: a) Cuando la cotización (en el mencionado espacio) sea superior a 15,05 € y b) Cuando no se ejercite el derecho de rescate en el período indicado

Observamos las similitudes entre 2 de las 3 emisiones, pudiendo ser una vía de uso futura para este tipo de acciones el servir de cobertura para planes de opciones sobre acciones, como sistemas de remuneración por incentivos a sus directivos y empleados. En ambos casos, la emisión representa un porcentaje reducido sobre la cifra del capital social y se emiten con una gran prima de emisión. También el procedimiento es el mismo: las acciones las suscribe una entidad financiera que actúa de intermediaria y deberá entregarlas con posterioridad –a tenor de las distintas condiciones pactadas–, a los beneficiarios de los planes de incentivos, en los períodos de tiempo fijados de antemano, previa solicitud de los mismos. Análogamente, las citadas entidades financieras se comprometen a no ejercer los derechos políticos y a ceder los económicos a la sociedad.

Caso aparte, es la emisión realizada por Campofrío, que es consecuencia del acuerdo de integración con Navidul. Por este motivo, aquí el porcentaje de la emisión sobre el capital social es bastante más elevado. Además, desde el primer momento, son los accionistas de Navidul los que poseen las acciones, y cuando tenga lugar el reembolso serán canjeadas por acciones ordinarias más una cantidad en metálico.

BIBLIOGRAFÍA

- BLACK, F; SCHOLES, M. (1972): «The Valuation of Options Contracts and Test of Market Efficiency», *Journal of Finance*, núm. 27, pp. 399-418.
- BURGESS, R. (1985): *Corporate Finance Law*. London.
- CHARLESWORTH & MORSE (1991): *Company Law*, 14.^a edic. Ed. Sweet & Maxwell/Stevens, Londres.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (1990): «Las acciones rescatables o redimibles», *La Ley*, vol. 4, pp. 1.164-1.177.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (1992): *El fortalecimiento de los recursos propios*. Ed. Marcial Pons, Madrid.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (1996): «El Estatuto Jurídico y Contable de la Reserva de Capital Amortizado en las SA y SRL», *Partida Doble*, núm. 63, pp. 58-73.
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M.^a C. (1996): «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*, núm. 219, pp. 185-209.
- FERNÁNDEZ GARCÍA, J. G. (1998): «Supuestos de Reducción de Capital de Sociedades en las que existan Acciones Propias. Resolución de 20 de diciembre de 1996», *Técnica Contable*, núm. 592, pp. 273-294.
- GARCÍA CRUCES, J.A. (1999): «Las acciones rescatables», *La Ley*, núm. 3, pp. 1.947-1.962.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1999): «Las acciones rescatables», *La Ley*, núm. 4, pp. 1.694-1.702.
- GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J. (2000): «Acciones rescatables: aspectos legales y contables», *Partida Doble*, núm. 112, pp. 4-15.
- GARRIGUES, A.; URÍA, R. (1952-1953). *Comentario a la Ley de sociedades anónimas*, vol. II. Madrid.
- GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M.; RÚA ALONSO DE CORRALES, E. (2001): «Análisis y Valoración de las Acciones Rescatables», *Revista de Contabilidad y Tributación (Comentarios y Casos Prácticos)*. Ed. Estudios Financieros, núm. 215, pp. 275-358.
- KIRCHNER, P.; SALINAS, C. (1999): *La Reforma de la Ley del Mercado de Valores*. Ed. Tirant lo Blanch, Valencia.
- LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A. (1999): «Modificaciones en la Ley de Sociedades Anónimas. (Introducidas por la Ley de Reforma del Mercado de Valores)», *Partida Doble*, núm. 97, pp. 24-41.

- MELLE HERNÁNDEZ, M. (1999): «Stock Options, Incentivos a la Dirección y Gobierno de Empresas», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 152/153, pp. 131-145.
- MORENO ROJAS, J. (2000): «Algunas Consideraciones acerca del Carácter Contable de las Acciones Rescatables», *Técnica Contable*, núm 624, pp. 939-972.
- PAZ ARES, C. (1987): «Negocios sobre las propias acciones», en AA. VV., *La reforma del Derecho español de las Sociedades de Capital*. Ed. Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y Notarial de Madrid, en colaboración con la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid, Madrid.
- PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. (1973): «La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada», *Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia*.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1987): «Aumento y reducción de capital», en AA. VV., *La reforma del Derecho español de las Sociedades de Capital*. Ed. Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y Notarial de Madrid, en colaboración con la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid, Madrid.
- STEERING GROUP, «Modern Company Law for a Competitive Economy: Company Formation and Capital Maintenance (a consultation document)», *Company Law Review*, october, 1999.
- URÍA FERNÁNDEZ, F. (1998): «La Reforma de la Ley de Sociedades Anónimas», *Dirección y Progreso*, núm. 162, pp. 47-58.
- URL: <http://www.cnmv.es/FE/FEO3377.pdf> (Emisión de Campofrío).
- URL: <http://www.cnmv.es/FE/FEO3523.pdf> (Emisión de Indra).
- URL: <http://www.cnmv.es/FE/FEO3632.pdf> (Emisión de Agbar).
- VEIGA COPO, A. B.; MARTÍN MOLINA, P. B. (1999): «La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: las rescatables», *Revista de Contabilidad y Tributación (Comentarios y Casos Prácticos)*. Ed. Estudios Financieros, núm. 194, pp. 159-188.

LEGISLACIÓN Y NORMATIVA

- INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS (ICAC), (1997): «Resolución por la que se fijan Criterios Generales para determinar el Concepto de Patrimonio Contable a efectos de los Supuestos de Reducción de Capital y Disolución de Sociedades regulados en la Legislación Mercantil». *BOICAC*, núm. 28, pp. 9-12.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE (IASC), Norma Internacional de Contabilidad número 32, sobre «Instrumentos Financieros: Presentación e Información a Revelar» (1995).
- (IASC), Norma Internacional de Contabilidad número 39, sobre «Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición» (1999).
- LEY 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 17 de noviembre).
- LEY 43/1995, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades (BOE de 28 de diciembre).
- REAL DECRETO LEGISLATIVO 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE de 27 de diciembre).
- REAL DECRETO 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (BOE de 27 de diciembre).
- SEGUNDA DIRECTIVA 77/91/CEE DEL CONSEJO, de 1 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 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 (DOCE n.º L 026 de 30 de enero de 1977, pp. 1-13).

NOTAS

- ¹ Así, la disposición adicional 15.^a de la LRMV vino a incorporar en el marco de la LSA una nueva sección dentro del capítulo IV, que con el título «De las acciones rescatables» está compuesta por los artículos 92 bis y 92 ter, que específicamente regulan el régimen jurídico aplicable a esta clase de acciones cuando son emitidas por sociedades cotizadas.
- ² Mediante las casi siempre polémicas disposiciones adicionales que modifican a otras leyes anteriores. Vía legislativa que ha merecido una valoración muy negativa, sobre todo, por la inseguridad jurídica que puede producir la dificultad de conocer los cambios introducidos «por sorpresa» en leyes sin una relación directa con las materias modificadas, P. KIRCHNER y C. SALINAS (1999, 361). Pero aun teniendo una relación directa con «la Reforma», como sucede con la disposición adicional 15.^a, que introduce reformas esenciales en algunos artículos de la LSA, la vía utilizada ha sido calificada como «un nuevo capítulo a la falta de la ciencia de la legislación de la que adolecemos», como señala F. VICENT CHULIÁ, en el prólogo del libro P. KIRCHNER y C. SALINAS (1999, 22).
- ³ La Exposición de Motivos de la LRMV al referirse concretamente a las acciones rescatables, resalta sobre todos los demás los aspectos financieros que deben inspirar la configuración y la aplicación práctica del nuevo instrumento que nace a la vida del tráfico.
- ⁴ Sin embargo, parece prudente admitir que sólo la implantación de la figura en la práctica nos revelará su utilidad real y su eficiencia como instrumento financiero.
- ⁵ En efecto, la utilidad como instrumento para la financiación propia de la sociedad es uno de los aspectos más interesantes que se le atribuye desde el principio a las acciones rescatables, si bien, como veremos más adelante, por el carácter de híbrido financiero que también caracteriza a la figura, esta afirmación no está exenta de matizaciones y, por consiguiente, merece ser tratada con cierta cautela.
- ⁶ Por consiguiente, esta restricción legislativa excluye la posibilidad de aplicación de estos valores a un sector tan importante y tan necesitado de medios financieros como es el de las PYMES.
- ⁷ Buena muestra de ello es el ánimo del legislador expresado en la Exposición de Motivos de la LRMV de ofrecer «las suficientes garantías para el inversor», lo que trata de obtenerse por la vía de la necesaria –legislativa– admisibilidad de las acciones rescatables para su cotización oficial en el mercado bursátil. En este sentido, cabe resaltar que la citada restricción es propia de nuestro derecho, pues ni el derecho anglosajón de origen de la figura ni el derecho comunitario la contemplan. También observamos en esta opción –limitación– de política legislativa la sombra de los tradicionales recelos y reticencias de la doctrina para introducir la figura en nuestro ordenamiento, que se han traducido en las consiguientes cautelas del legislador que vienen a acotar el ámbito de aplicación de estos valores, aun cuando se intente justificar en aras de la protección de los inversores.
- ⁸ Y ya fueron consagradas legislativamente por la sección 58 de la «Companies Act» de 1948, véase Charlesworth & Morse (1991, 206).
- ⁹ Normalmente, las *redeemable shares* del derecho inglés vienen caracterizadas por «la frecuente presencia de algún privilegio, en especial, sobre los dividendos», como señala J.A. GARCÍA CRUCES (1999, 1948); pero también «suelen estar privilegiados en el plano económico con premios de rescate», como también expone C. PAZ ARES (1987, 527).
- ¹⁰ Que regula bajo las secciones 159 a 181 –como materias relacionadas que afectan a las sociedades– tanto la emisión y redención de *redeemable shares*, como la adquisición de acciones propias sean o no emitidas como redimibles. De ahí que algunas de las disposiciones contenidas en estas secciones sean específicas del régimen aplicable a las *redeemable shares*, otras relativas a la adquisición de acciones propias, pero también las hay comunes a ambas materias. A este respecto resulta significativo que la denominada *redemption* que caracteriza por naturaleza a las *redeemable shares* es considerada en derecho inglés como un caso especial de adquisición propia, véase el documento de consulta: *Steering Group* (1999, 162).
- ¹¹ Desde el plano conceptual conviene tener en cuenta que el derecho inglés maneja la distinción entre capital suscrito o estatutario (*authorised capital*) y capital emitido y en circulación (*issued capital*) que nuestro derecho desconoce. Por otro lado, también mantiene una diferenciación entre *public companies* y *private companies* que es diversa de la concepción que dicha clasificación comprende en su traducción al español. M.^a C. FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ (1996, 185 y ss.) profundiza en mayor medida sobre las implicaciones de esta clasificación del derecho inglés y su comparación con las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada del derecho español.
- ¹² En este sentido, la regulación de la *Companies Act* 1985 no deja margen a la duda en cuanto a que la redención (*redemption*) conlleva la cancelación de las acciones, y es en este terreno donde con mayor fuerza interviene la delimitación conceptual anteriormente mencionada. En efecto, el derecho inglés se diferencia del nuestro en que dicha cancelación no conlleva una disminución de la cifra estatutaria del capital social (*authorised capital*), sino tan sólo un reajuste contable que afecta a la partida del capital emitido y en circulación (*issued capital*). Sin embargo, nuestro derecho no maneja esta diferenciación conceptual y toda cancelación de acciones conlleva una reducción de la cifra estatutaria del capital social.

- ¹³ Véase el documento de consulta: *Steering Group* (1999, 162).
- ¹⁴ Regulado en la sección 170 de la *Companies Act 1985*. Se trata de un fondo de capital (*capital fund*) al que se aplican las reglas relativas a la reducción de capital. En el mismo sentido, se expresa el artículo 39 (e) de la Segunda Directiva (77/91/CEE).
- ¹⁵ Como advierte al respecto C. PAZ ARES (1987, 527): «tratándose de un documento supranacional de mínimos, ha de posibilitar que los Estados miembros, al efectuar sus respectivas reformas de armonización, puedan seguir disponiendo de sus instituciones tradicionales (pero ello no significa, ni mucho menos, que los demás Estados deban introducir tales instituciones en sus ordenamientos internos)». Ahora bien, en el caso de que un Estado miembro de la Unión Europea decidiera acoger en su legislación interna la regulación de las acciones rescatables, deberá respetar las previsiones que la normativa comunitaria establece para esta clase de acciones.
- ¹⁶ No se contempla en la regulación comunitaria la posibilidad de financiar la operación de rescate con cargo al capital social, que sí admite el derecho inglés para las *private companies* y también –como veremos más adelante– el derecho español en el artículo 92 ter LSA, aunque sea como medida subsidiaria de otras vías de financiación prioritarias.
- ¹⁷ En este sentido el artículo 39 g) de la Segunda Directiva (77/91/CEE), añade con respecto a la reserva prevista en el artículo 39 e) tres causas más para su utilización: 1.ª los gastos mencionados en la letra j) del artículo 3; 2.ª los gastos de emisiones de acciones o de obligaciones y 3.ª el pago de una prima a favor de los poseedores de las acciones o de las obligaciones a recuperar.
- ¹⁸ Trabajos pioneros en esta materia durante el proceso de reforma de Derecho societario español fueron de A. SÁNCHEZ ANDRÉS (1987, 369 y ss.) y C. PAZ ARES (1987, 526 y ss.).
- ¹⁹ Entre las razones esgrimidas y que parece evitaron la consagración legal de las acciones rescatables durante aquel importante movimiento de reforma que culminó en la importante Ley de 25 de julio de 1989, de reforma y adaptación de nuestro Derecho de sociedades a las Directivas de la CEE, está el peso de importantes resistencias por parte de la doctrina más autorizada, que veía en esta clase de acciones un atentado contra ciertos principios estructurales de nuestro ordenamiento jurídico societario que impedirían su inserción armónica. De este modo, se estimó que la regulación de una figura como las acciones rescatables sólo podía explicarse desde las particularidades normativas de los sistemas anglosajones.
- ²⁰ Traducción literal del inglés al español del término jurídico «*redeemable shares*».
- ²¹ Término con el que se traduce al español la figura objeto de nuestro estudio conforma a su regulación en el artículo 39 de la Segunda Directiva del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, (77/91/CEE).
- ²² Con este calificativo se introducen en la regulación de la figura que se hace por el ordenamiento jurídico español (Sección sexta LSA).
- ²³ En este sentido, las exigencias legislativas se circunscriben, por un lado, al establecimiento de un límite cuantitativo para su emisión que se fija en «un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social» y, por otro lado, a la obligatoriedad del desembolso íntegro de las acciones en el momento de la suscripción.
- ²⁴ También la permisividad legislativa posibilita a la sociedad fijar con gran libertad en el acuerdo de emisión de esta clase de acciones las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate. En este sentido, los únicos condicionamientos legislativos provienen, por un lado, de la atribución subjetiva del derecho de rescate que se concede –de nuevo con gran amplitud– «a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos» y, por otro lado, del establecimiento de un plazo de tres años para el ejercicio del derecho de rescate cuando éste se atribuye en exclusiva a la sociedad emisora.
- ²⁵ Desde que se enunciase la teoría, junto con su complejo modelo de valoración por BLACK y SHOLES (1972), la misma se ha intentado aplicar a multitud de cuestiones en el ámbito societario. Este modelo calcula el precio de las opciones basándose en: el precio de las acciones, el precio de ejercicio, la fecha de vencimiento, la volatilidad de las acciones y los tipos de interés, resultando dichos parámetros difícilmente valorables, y además dicho modelo sólo es aplicable en algunos casos.
- ²⁶ En función de quien tenga el derecho a solicitar el rescate:
- Si lo tiene el accionista, se puede considerar que éste además de haber comprado una acción ordinaria también ha comprado un derecho para venderla (posición larga en una opción *put*). Mientras que la sociedad al igual que ha emitido la acción también ha vendido una opción de venta sobre ella (posición corta en una opción *put*: tiene la obligación de adquirir el activo subyacente, en este caso la acción rescatable, en el momento en que el comprador se lo solicite o de acuerdo con las condiciones pactadas en el acuerdo de emisión).
 - Si lo tiene la sociedad. En este caso, el accionista tiene la acción más la obligación de venderla (posición corta en una opción *call*), a instancias de la emisora, aunque no puede exigirlo hasta que transcurran tres años; mientras que la propia sociedad además de haber emitido o vendido la acción también ha comprado el derecho a comprarla (posición larga en una opción *call*).
 - Si lo tienen ambos. Sería la adición de las dos posibilidades anteriores, con la salvedad de que en este caso, la sociedad no tendría que cumplir el requisito de que transcurran tres años para hacer valer su derecho.

Desde esta perspectiva y bajo un marco puramente teórico, puede suponerse que cuando el derecho de rescate lo posea el inversor, puede exigirse al mismo una prima de emisión mayor que cuando el derecho de rescate lo posea la sociedad, porque la acción rescatable en su conjunto, tiene un mayor valor.

- 27 En efecto, el artículo 92 bis.1 comienza su redacción: «Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables...».
- 28 Entendemos aplicable el mismo límite establecido para las ampliaciones de capital del artículo 154 LSA cuando se realice mediante aportaciones dinerarias.
- 29 Entendemos que estas entidades pueden perfectamente emitir acciones rescatables, pues en la regulación legal no se señala que deban estar enteramente cotizadas.
- 30 El término amortización empleado en el título induce a confusión por las diversas acepciones que comprende y que son tanto de carácter financiero, jurídico o contable, como ya nos advirtiera A. PÉREZ DE LA CRUZ (1973, 293). Y si a la acepción jurídica del término se refiere, entonces la amortización de las acciones equivaldría a su cancelación, que en nuestro derecho conlleva inevitablemente a una reducción de capital. En este sentido, L. FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (1996, 58 y ss.).
- 31 Si las acciones amortizadas lo son en un sentido jurídico equivalente a la cancelación de las mismas con la consiguiente reducción de capital, la liberación de fondos patrimoniales de retención que dicha operación conlleva no pueden pasar a la categoría de libremente distribuibles si se quiere mantener el mismo nivel de recursos propios en beneficio de los acreedores sociales. De ahí la exigencia de que esa liberación patrimonial pase en la misma medida a engrosar una reserva indisponible que deberá estar sujeta –aunque expresamente no lo diga la norma de referencia– a los mismos requisitos de disponibilidad que en el caso de una reducción de capital (en este sentido se pronuncia también –como vimos– el artículo 39 e) de la Segunda Directiva (77/91/CEE)).
- 32 Este último caso sí supone desde el punto de vista financiero una disminución de los recursos propios de la sociedad. Por ello, es el menos querido por el legislador situándolo como la última vía a la que acudir para financiar el rescate, pues las consecuencias patrimoniales que conlleva afectan a los acreedores sociales que por tal motivo contarán con el derecho de oposición que les concede la LSA para el caso de una reducción de capital efectiva y no meramente contable.
- 33 Al menos, así suele suceder en el seno de la práctica de los mercados anglosajones cuya experiencia en la emisión de este tipo de valores debe ser tenida en cuenta.
- 34 Esta presunta liquidez podría quedar mermada en el caso de que su desembolso se realice a través de aportaciones no dinerarias, ya que ello es perfectamente posible, debido a que no se cita en la regulación ninguna alusión en contrario. Ante tal circunstancia, diversos autores han manifestado que ello conlleva un enorme peligro para los aportantes en forma de pérdidas, ya que de la revalorización que experimenten los elementos entregados, se apropiarán los accionistas que queden en la empresa con posterioridad al rescate, pero ¿qué pasa si se produce una depreciación, como consecuencia de una aportación de un elemento de transporte, un paquete de acciones, una empresa en su conjunto o incluso, unos terrenos que deban ser expropiados? En este caso, el riesgo es para la sociedad. En ambas circunstancias, las plusvalías o minusvalías generadas no incidirán, en absoluto, en el valor de rescate a percibir por parte de los titulares de las acciones rescatables.
- 35 A ello habrá que añadir que cuando los valores sean reembolsables a los accionistas en concepto de rescate en una fecha fija o a instancia de los propios inversores, parece más adecuado incluir su contabilización en el pasivo exigible de la sociedad que en el neto patrimonial.
- 36 Estos instrumentos también han levantado mucha discrepancia entre los investigadores y estudiosos del tema, pues la Resolución del ICAC de 20 de diciembre de 1996, trata los mismos como patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y de disolución, lo cual, no ha estado exento de numerosas críticas.
- 37 Publicada en *El País Negocios* de 11-4-1999 y recogida por M. MELLE HERNÁNDEZ (1999, 138).
- 38 A. GARRIGUES y R. URÍA (1952-1953).
- 39 En este caso puede interesarle a la sociedad la amortización financiera progresiva de los fondos propios mediante un plan de amortización previsto de antemano, con cargo a beneficios y con el fin de rescatar periódicamente las acciones propias. Incluso esta forma de proceder encuentra antecedentes en la práctica española, así puede citarse la STS 21-3-1986 que se refiere a una sociedad mixta municipal de servicios funerarios que periódicamente tiene establecido el reembolso de las acciones pertenecientes a los particulares.