

PROPUESTAS DE MEJORA EN EL NUEVO CÓDIGO MERCANTIL: AMORTIZACIÓN DE ACCIONES RESCATABLES

Miguel Ángel Villacorta Hernández

Universidad Complutense de Madrid

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Javier CARVAJAL GARCÍA-VALDECASAS, don David GARCÍA-OCHOA MAYOR, don Alberto MANZANARES SECADES, don Juan José MARÍN LÓPEZ y don Antonio ZÁRATE CONDE.

EXTRACTO

La actualización del Código de Comercio de 2013 –realizada por la Sección Segunda de la Comisión General de Codificación– recopila e integra en un único texto toda la legislación mercantil existente, e incorpora materias que hasta ahora carecían de regulación legal, pero que son habituales en las relaciones mercantiles.

En el artículo se pretende establecer una serie de recomendaciones a la Propuesta de Código Mercantil para mejorar la regulación de la amortización de las acciones rescatables.

En primer lugar se observan las diferencias entre la regulación sobre el tema en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital vigente y la Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación. Tras su análisis, se proponen algunas mejoras antes de que este último texto vea la luz definitivamente.

Palabras claves: Propuesta de Código Mercantil, Derecho mercantil y acciones rescatables.

Fecha de entrada: 30-04-2014 / Fecha de aceptación: 10-07-2014

PROPOSALS FOR IMPROVEMENT IN THE NEW COMMERCIAL CODE: REDEMPTION OF REDEEMABLE STOCKS

Miguel Ángel Villacorta Hernández

ABSTRACT

The update of the Spanish Commercial Code of 2013 –performed by Sección Segunda de la Comisión General de Codificación– collects and integrates in a single text all applicable commercial legislation, and incorporates issues that until now lacked any legal regulation, but which are frequent in commercial relationships.

The article tries to establish recommendations to the Propuesta de Código Mercantil to improve regulation of the redemption of the redeemable shares.

First, analyze the differences between the regulation on the subject are observed in texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital and Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación. After analysis, some improvements are proposed before this last text definitely enter into force.

Keywords: Proposed Commercial Code, Commercial Law and redeemable stocks.

Sumario

1. Procedimientos de amortización
 - 1.1. Reducción de capital con cargo a recursos disponibles
 - 1.2. Nuevo aumento de capital social
 - 1.3. Reducción efectiva de capital social
 - 1.4. Protección de los procedimientos de rescate
2. Posibilidades de mejorar la amortización
 - 2.1. Otros medios de amortización
 - 2.2. Reserva para financiar el rescate
 - 2.3. Efectos del incumplimiento del rescate
3. Conclusiones

Bibliografía

1. PROCEDIMIENTOS DE AMORTIZACIÓN

Como puede observarse en el **cuadro 1**, la regulación propuesta en la Propuesta de Código Civil (PCM)¹ es mucho más detallada que la vigente del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (TRLSC) (en la columna de la PCM del cuadro aparece en **negrita** lo establecido en el TRLSC). Pero además de más amplia, es una regulación mejor, porque resuelve varios problemas de la redacción vigente, como el régimen de la reserva de la amortización con cargo a reserva o la posibilidad de la existencia de prima de rescate. No obstante, aún quedan algunas indefiniciones y problemas sin resolver.

Algunas de las figuras que ya estaban legisladas han sido mejoradas, aunque no han alcanzado su deseable regulación; una de estas figuras es la amortización de las acciones rescatables.

Cuadro 1. Comparación de la redacción vigente en el TRLSC y la propuesta en la PCM

Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital	Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación
Artículo 501. <i>Amortización de acciones rescatables.</i>	Artículo 282-13. <i>Amortización de acciones rescatables.</i>
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.	1. El derecho de rescate podrá corresponder a la sociedad emisora, a los titulares de estas acciones o a ambos. En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate. 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. .../...

¹ España. Ministerio de Justicia: Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación, Secretaría General Técnica del Ministerio de Justicia, Gobierno de España, Madrid, 2013.

Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital	Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación
<p>.../...</p> <p>2. 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.</p> <p>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 solo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones.</p>	<p>2. 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. Si no existieran beneficios o reservas libres o si no se emitieran nuevas acciones, solo podrá llevarse a cabo la amortización con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante la devolución de aportaciones.</p> <p>3. 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, de la que solo será posible disponer con los requisitos establecidos para la reducción del capital social mediante devolución de aportaciones. No será preciso dotar esa reserva en la medida en que el rescate de las acciones se realice con cargo al importe de una nueva emisión acordada por la junta general con el fin de financiar ese rescate.</p> <p>4. Cuando las acciones rescatables atribuyan a sus titulares el derecho a percibir una prima en caso de rescate, el pago de esta prima solo 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 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.</p> <p>5. Tanto si la amortización de las acciones rescatables se realiza con cargo a beneficios o a reservas libres como si se efectúa con el producto de una nueva emisión de acciones, deberá hacerse constar en escritura pública, que se inscribirá en el Registro mercantil.</p>
Fuente: Elaboración propia.	

La mayor atención normativa de la figura acciones rescatables se presta a los aspectos relativos al rescate, y dentro de ellos a los tres procedimientos para realizar la amortización de la figura (art. 501 TRLSC) (art. 282-13 PCM): reducción de capital con cargo a recursos disponibles, nuevo aumento de capital social y reducción efectiva de capital social.

1.1. REDUCCIÓN DE CAPITAL CON CARGO A RECURSOS DISPONIBLES

El artículo 501.1 del TRLSC y el artículo 282-13.2 de la PCM establecen 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 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 solo 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»². La denominación «amortización de capital» solo se encuentra en la reserva del mismo nombre de la legislación contable³.

Desde el punto de vista de la acción, observada como conjunto de derechos⁴, la amortización de acciones significa la «ruptura total del vínculo societario inherente a las acciones que se amortizan»⁵.

² Cfr. artículos 45, 48.3, 76, 78, 91, 92 ter, 147, 162.5, 163, 164, 167, 170 y disposición adicional 1.º 5 del TRLSA; artículos 160, 170, 171, 172, 173 del RRM; artículos 341 y 501 del TRLSC; artículos 253-22, 253-5 y 285-6 de la PCM.

³ 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.

⁴ Cfr. artículo 93 del TRLSC y artículo 231-19 de la PCM.

⁵ Vid. 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, Madrid: Tecnos, 1971, pág. 75. 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, pág. 132. VELASCO SAN PEDRO: *CCJC*, n.º 11, 1986, pág. 3.577. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Las acciones rescatables o redimibles», *La Ley*, tomo IV, pág. 1.164-1.177, 1990. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento de los recursos propios*, Zaragoza: Marcial Pons, 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, n.º 218, pág. 1.393. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. y AURIOLAS 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. 3.º, Civitas, 1995, pág. 131 y ss. SÁNCHEZ RUS: «La amortización forzosa de acciones en el Derecho espa-

Las más representativas finalidades prácticas de la amortización de acciones son⁶: devolución de los socios de los recursos propios excedentarios⁷ (lo que puede ser denominado «capital exuberante», «capital excesivo» o «capital sobrante»)⁸, 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 medios⁹.

Sin utilizar esa denominación, la normativa mercantil española (art. 335.3 TRLSC; arts. 232-17 y 271-25 PCM) regula la amortización de capital recogiendo dos acepciones del término: la

ñol», *Academia Sevillana del Notariado*, Edersa, tomo XI, 1998, pág. 35. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas, examen de la cuestión en Derecho societario», *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 234, 1999, pág. 1.460. VELASCO SAN PEDRO: «Amortización de participaciones y responsabilidad de los socios reembolsatarios», *Revista de Derecho de Sociedades*, 2001, n.º 17, 2001, págs. 32 y ss. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid: Civitas, 2002, pág. 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, pág. 42.

⁶ «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, pág. 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.*, págs. 42-43.

⁷ 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.

⁸ Estas tres denominaciones del capital son recogidas por FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Greenmail y amortización...», *op. cit.*, págs. 42-43.

⁹ Así ha sido entendido anteriormente. *Vid.* NATINI, A.: «Il negozio autorizzativo», *Riv. Dir. Comm. I*, 1912, págs. 364-376, pág. 364. *Vid.* DEFOSSE, G.: *La place du consommateur dans l'économie dirigée*, París: Presses Universitaires de France, 1949. DEFOSSE, G.: «La gestion Financière des Entreprises», tome premier, *Théorie Générale du financement des entreprises*, París: Presses Universitaires de France, 1956. DEFOSSE, G.: *Les valeurs mobilières*, París: Presses Universitaires de France, 1971, pág. 14. *Financiación de empresas: principios*, Bilbao: Deusto, 1967, pág. 365. GAY DE MONTELLÁ: *La vida económica y financiera de las sociedades anónimas*, Barcelona, 1948, pág. 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, Madrid: Tecnos, 1971, pág. 41. PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Zaragoza: Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, 1973, pág. 292. Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 28 de julio de 1986.

reducción de capital con cargo a beneficios o reservas disponibles, por un lado, y la amortización de acciones adquiridas por la sociedad sin desembolso, por otro.

Esta segunda acepción es descrita por la doctrina como amortización de acciones «a título gratuito» o «de forma gratuita»¹⁰, 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 solo 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; art. 234-9 PCM).

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 aparentemente¹¹ no disminuye los recursos indisponibles y, por tanto, la empresa no tiene obligación de conceder el derecho de oposición a los acreedores¹².

¹⁰ Vid. GAY DE MONTELLÁ: *La vida económica...*, op. cit., 1948, pág. 185. PÉREZ DE LA CRUZ: «Cuestiones...», op. cit., 1971, pág. 41. PÉREZ DE LA CRUZ: *La reducción de capital...*, op. cit., 1973, pág. 292.

¹¹ Decimos aparentemente porque no es enteramente así, ya que realmente se produce una disminución de las garantías. Posteriormente desarrollaremos esta idea.

¹² 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 artículo 273 del TRLSC y 245-2 de la PCM 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 artículo 274.2 del TRLSC y 245-3 de la PCM: «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 artículo 303 del 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»; por su parte el artículo 252-8 de la PCM establece que «1. Cuando el aumento del capital se haga por transformación de beneficios o reservas, el balance que sirva de base a la operación deberá estar referido, en todo caso, a

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 operación¹³. El artículo 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 artículo 501 del TRLSC y artículo 282-3 de la PCM destinado a regular la amortización de las rescatables¹⁴.

El Reglamento del Registro Mercantil (RRM) no regula esta operación, pues ninguno de los artículos destinados a la disciplina de la reducción de capital¹⁵ se ocupa de esta operación.

La operación de amortización de capital no aparece en los artículos del TRLSC y de la PCM destinados al enunciado de las modalidades de reducción en atención a su finalidad¹⁶, sino que se encuentra en los supuestos de exclusión del derecho de oposición de acreedores¹⁷ 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 artículo 501.2 del TRLSC y 282-13.3 de la PCM 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 artículo 334 del TRLSC y 253-4 de la PCM. Para que los acreedores no tengan derecho de oposición, el régimen de disponibilidad de la reserva dotada en sustitución de la cifra de

una fecha comprendida dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo de aumento del capital social. En las sociedades de capital el balance deberá estar verificado por el auditor de cuentas de la sociedad o, si la sociedad no tuviera auditor de cuentas, por el nombrado por el registrador mercantil a solicitud de los administradores. 2. En el aumento del capital por transformación de reservas podrán utilizarse las reservas disponibles, la reserva por primas de creación de participaciones o de acciones, las reservas estatutarias y la reserva legal. En la sociedad anónima la reserva legal solo podrá utilizarse en la parte que exceda del diez por ciento del capital ya aumentado». Respecto a las reservas de libre adquisición, el artículo 140.1 d) y 232-17 de la PCM 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 artículo 273.2 del TRLSC y 245-2 de la PCM «Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, solo 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».

¹³ Artículos 39 e) y 39 g) de la II Directiva.

¹⁴ En cambio, la Directiva se ocupa de legislar la financiación de la operación para lo que parece preceptivo el empleo de sumas distribuibles, entendiéndose por tales aquellas que pueden aplicarse a una distribución de resultados. *Cfr.* artículos 39 d) y 39 g) de la Segunda Directiva 77/91/CEE en relación con lo dispuesto en el artículo 15.1 de la II Directiva.

¹⁵ Artículos 170 a 173 del RRM.

¹⁶ Artículo 317 del TRLSC y artículo 253-1 de la PCM.

¹⁷ Artículo 335 del TRLSC y artículo 253-5 de la PCM.

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 solo la reducción para dotar la reserva legal y la reserva por capital amortizado excluye el derecho de oposición¹⁸. En consecuencia, la reserva del artículo 501.3 del TRLSC es una reserva indisponible¹⁹. 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, debe ser indisponible²⁰. 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 minorra la cifra de retención, por el otro, se reducen los requisitos de autofinanciación obligatoria de tipo legal por dotación de la reserva legal).

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, solo 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).

¹⁸ Artículo 335 del TRLSC y artículo 253-5 de la PCM.

¹⁹ 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 artículo 92 ter del TRLSA es indisponible, tanto por así imponerlo 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 al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables», En *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. I, Madrid: McGraw-Hill, 2002, pág. 954.

²⁰ 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. y BURLAUD, A.: *Comptabilité approfondie*, París: Foucher, 1998, pág. 1.137. 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.

Respecto al TRLSC, debe considerarse como una mejora el hecho de que el legislador haya establecido los destinos y posibles aplicaciones que tiene la «reserva de capital amortizado». El artículo 501.2 del TRLSC únicamente especificaba la obligación de constituir la reserva: «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», mientras que el artículo 282-13.3 de la PCM continúa aclarando que «de la que solo será posible disponer con los requisitos establecidos para la reducción del capital social mediante devolución de aportaciones».

Sin embargo, la legislación mercantil debería mejorar aún más; en el caso concreto de la aplicación de la reserva al saneamiento de pérdidas debería identificar si la reserva es imputable 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 capital amortizado para rescatar acciones rescatables», dentro del subgrupo 114, donde se incluyen las reservas especiales.

1.2. NUEVO AUMENTO DE CAPITAL SOCIAL

Según el artículo 501.1 del TRLSC y el artículo 282-13.2 de la PCM, 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 rescatables²¹.

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 acordeón²², recogida en el artículo 343 del TRLSC y el artículo 254-1 de la PCM, que intercambia unos accionistas por otros²³, 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 reci-

²¹ Esta alternativa no siempre ha sido incluida en nuestra legislación. El artículo 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 solo 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*, Cizur Menor (Navarra): Thomson-Aranzadi, 2004, pág. 28.

²² Un estudio detallado de la operación acordeón puede observarse en CABANAS TREJO, R.: *Operación acordeón, pérdidas y concurso sociedad responsabilidad limitada*, Valencia: Tirant lo Blanch, 2008.

²³ Salvo que la reducción de capital social se realice para compensar pérdidas.

procamente 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 rescatables²⁴. Derivado de su silencio, debemos interpretar 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)²⁵, ni tienen que ser de la misma serie (pueden tener otro valor nominal), ni tampoco ha 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 y art. 282-13 PCM). 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 rescate²⁶.

²⁴ 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, artículo 345.

²⁵ 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 mercado. En este caso se observa como la nueva emisión no será rescatable. *Vid.* WELLS FARGO & Co.: *Annual Report 2012*, Fort Lauderdale, CA: Wells Fargo & Co. Inc. 2010.

²⁶ 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.

No obstante, la esencia de la operación no es que el aumento de capital social 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 anterior²⁷, ni que el capital previo coincida con el nuevo, sino que lo importante es que los recursos indisponibles se mantengan intactos²⁸.

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.

1.3. REDUCCIÓN EFECTIVA DE CAPITAL SOCIAL

Tanto el artículo 501.3 del TRLSC como el artículo 282-13 de la PCM afirman 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 solo 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 artículo 317 del TRLSC y 253-1 de la PCM en atención a su finalidad²⁹: la reducción con devolución de aportaciones³⁰. Este tipo de reducción de capital, conocida como «reducción efectiva» (por oposición a la reducción «nominal» o «contable») exige que se respete el derecho de oposición de

²⁷ 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 artículo 501.1 del TRLSC y artículo 282-13 de la PCM.2 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.

²⁸ 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.

²⁹ Esta idea es desarrollada por FERNÁNDEZ DEL POZO: *La amortización de acciones...*, op. cit., pág. 297.

³⁰ Entendiendo por «devolución de aportaciones», no el pago de cuanto se desembolsó por los accionistas rescatables, sino el pago del precio de rescate.

acreedores establecido en el artículo 334 del TRLSC y 253-4 de la PCM. 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 británica³¹ ni en la portuguesa. El Derecho español sí que lo reconoce.

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 entidad³².

El legislador ha establecido tres procedimientos, pero el rescate por medio de una reducción de capital es subsidiario a los demás³³, ya que solo 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 claridad³⁴.

³¹ Solo admitidas para *privates companies*. En este tipo de compañías el procedimiento de reducción de capital es una vía excepcional, pues solo 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, págs. 319. PEÑAS MOYANO, B.: *Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de sociedades británico y estadounidense*, Cizur Menor (Navarra): Aranzadi, 2008, pág. 154. FARRAR, J. H.; HANNIGAN, B. M.: *Farrar's Company Law*, 4.ª ed., London, Edinburgh, Dublin, 1998, págs. 191 y ss. BOWEN, N.: *Fox & Bowen on The Law of Private Companies*, London, 1995, págs. 161 y ss.

³² Cfr. para las entidades de crédito el artículo 22.3 c) del Real Decreto 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.

³³ 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*, monografía n.º 23, *Revista de Derecho de Sociedades*, 2004, pág. 296. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M. C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid: La Ley, 2007, pág. 351.

³⁴ 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 solo 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, págs. 1.953-1.954. Con similares argumentos ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», op. cit., 1999, pág. 41. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, n.º 4.847, 26 de julio, 1999, págs. 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, págs. 815-837. ORTUÑO BAEZA, M.: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, op. cit., 2004, págs. 296-297.

1.4. 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 y la PCM. El rescate ha de conciliar, cuando menos, dos intereses: el del socio al reintegro y el del acreedor a no ver perjudicada su posición³⁵.

Los artículos 501.1 del TRLSC y 282-13 de la PCM establecen 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.

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 considera³⁶ 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

³⁵ 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 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*, Boston: Little Brown and Company, 1986, pág. 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».

³⁶ Aunque como hemos visto en la amortización de capital no es enteramente verdad.

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.

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 indisponibles³⁷. 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.

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 minorará 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.

La disminución de las garantías en la reducción de capital es evidente y en la amortización de capital no es posible afirmar que las garantías de los acreedores permanezcan intactas. Por todo

³⁷ 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 artículo 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 estas 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.

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.

2. POSIBILIDADES DE MEJORAR LA AMORTIZACIÓN

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 definición de una reserva disponible para financiar el rescate y la consecuencia del incumplimiento del rescate. 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 de inversión financiera en el mercado financiero.

2.1. OTROS MEDIOS DE AMORTIZACIÓN

Una vez analizados los tres supuestos de iniciativa de rescate explícitamente recogidos en la legislación española, 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 estadounidense³⁸, 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 financieros³⁹.

³⁸ 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).

³⁹ 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.*, pág. 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.*, pág. 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», en VIVES, F. y PÉREZ ARDÁ, J. (coord.), *La sociedad cotizada*, Barcelona: Marcial Pons, 2006, 457-516, pág. 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.

Las acciones con fecha de rescate «prevista» o «fijada»⁴⁰ están compuestas por las acciones en las que el derecho de rescate está supeditado al transcurso del tiempo o al 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 española⁴¹ 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)⁴². La sociedad emisora estará, en estos casos, obligada a cumplir con los términos previstos en el cuadro de amortización⁴³. Puede esta-

⁴⁰ 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, pág. 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.*, pág. 155-156.

⁴¹ 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, págs. 329 y 330.

⁴² 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.*, pág. 949, señala la posibilidad de «sujetar y su exigibilidad al vencimiento de un plazo». YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables...*, *op. cit.*, págs. 155-156, escribe que «Aunque el artículo 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», *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 12, trimestre I, 1999, págs. 13-57., pág. 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.*, pág. 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.*, pág. 1.165. Con todo esto podemos afirmar que mayoritariamente la doctrina admite el rescate a vencimiento, aunque para otras posibilidades no es tan unánime.

⁴³ *Cfr.* por analogía el artículo 432.2 del TRLSC.

blecerse 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 periodo. 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 obligaciones⁴⁴.

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 estadounidense⁴⁵. Admitir el rescate cuando la fecha de rescate es determinada, parece implicar admitirlo cuando sea determinable⁴⁶. Esta modalidad supone el sometimiento del derecho de rescate al acaecimiento de un suceso futuro e incierto (art. 1.113 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»⁴⁷, 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»⁴⁸, 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 tercero⁴⁹. 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 sociedades⁵⁰ y en el Derecho

⁴⁴ Cfr. artículos 427 y 432.2 del TRLSC.

⁴⁵ 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*).

⁴⁶ 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.*, pág. 1.165. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, págs. 265-267. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables...*, *op. cit.*, págs. 156-157.

⁴⁷ Vid. MORENO ROJAS, J.: «Algunas consideraciones acerca del carácter contable de las acciones rescatables», *Técnica Contable*, diciembre, 939-942, 2000, pág. 942.

⁴⁸ Vid. CALVOSA, L.: *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, págs. 235-241.

⁴⁹ La doctrina no se pone de acuerdo sobre esta materia. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma...», *op. cit.*, pág. 39, explica 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.*, pág. 155, sí considera posible «añadirse una complementaria que le atribuyera a un tercero».

⁵⁰ 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).

de New York⁵¹, aunque en un momento pretérito estuvo prohibido⁵². 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 condición⁵³, 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 emisión⁵⁴. 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 concorra 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 condición y a iniciativa de un tercero. Pero esto es solo 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. Solo 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

⁵¹ «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.* artículo 512 a) New York Business Corporation Law (NYBCL).

⁵² 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*, St. Paul, Minnesota: West Publishing Co., 1996, pág. 207.

⁵³ 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.

⁵⁴ MARTÍN GARCÍA, J. M.: «Acciones sin voto...», *op. cit.*, pág. 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».

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.

2.2. RESERVA PARA FINANCIAR EL RESCATE

La segunda medida, muy frecuente⁵⁵, nace de la práctica, no de la regulación⁵⁶. Muchas compañías estadounidenses dotan anualmente en sus emisiones una «reserva para financiar el rescate de acciones rescatables»⁵⁷.

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»⁵⁸. Esta reserva presenta diferentes denominaciones según los autores: «*sinkingfund*»⁵⁹, «fondo de amortización» o «reserva afecta a la amortización de rescatables»⁶⁰.

⁵⁵ 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 anglo-norteamericano*, Santiago de Chile, 1964, pág. 159. Cfr. sentencia La Salle Hotel Realty Co. v. Taft (1936).

⁵⁶ La única legislación donde está recogida esta figura, aunque no obliga a dotarla, es el artículo 512 d) New York Business Corporation Law.

⁵⁷ Vid. VAN HORNE, J. C.: *Financial Management and Policy*, New York: Prentice-Hall, 1997, págs. 578 y 688. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., pág. 265.

⁵⁸ Ejemplos de esta reserva puede observarse en WARREN, L. H.: *Introduction to Corporate Law*, 2.ª ed., St. Paul, Minnesota: West Publishing Co., pág. 175.

⁵⁹ No utilizaremos la denominación «*sinkingfund*», preferida por FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., pág. 265, y FONDEVILA ROCA, E.: *Fusiones y Adquisiciones*, Barcelona: Cedecs, 1997, pág. 69, porque puede provocar confusión con el concepto más frecuente del término. Normalmente el *sinkingfund* 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 solo 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 el fondo que está constituyendo para devolver el préstamo.

⁶⁰ 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., pág. 265. A pesar de su validez, preferimos utilizar la nomenclatura «reserva para financiar el rescate de acciones rescatables» porque parece designarla de forma concreta.

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»⁶¹. Este mecanismo denominado es un instrumento aplicable en la emisión de rescatables, según la cual la sociedad se obliga⁶² a dotar una reserva afecta a la cobertura financiera de la amortización de las rescatables⁶³.

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 1 de enero de 2008 las empresas que explotaban activos revertibles⁶⁴. No es una provisión⁶⁵. Y tampoco debe confundirse con la reserva indisponible dotada en el procedimiento de amortización de capital de las acciones rescatables⁶⁶.

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 acciones⁶⁷. 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 dividendos⁶⁸. También los acreedores⁶⁹ están interesados en que se dote esa reserva, pues atenúa el riesgo de que la socie-

⁶¹ 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. y ALEXANDER, J. R.: *Laws of Corporation*, Saint Paul, Minnesota: West Publishing Co., 1986, pág. 292. MOYE, J. E.: *The Law of Business Organizations*, 3.ª ed. West Publishing Co. 1989, pág. 172. WILSON RICHARD y FABOZZI, FRANK J.: *The New Corporate Bond Market*, Chicago: Probus Publishing Co., 1990, pág. 188.

⁶² En los países donde la legislación no está obligada a dotarla, la obligación puede ser estatutaria.

⁶³ *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones...*, *op. cit.*, pág. 265, quien establece que esta reserva es «una reserva afecta a la cobertura financiera de la amortización de las rescatables».

⁶⁴ 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.

⁶⁵ Las provisiones están recogidas en el PGC 2007 en el subgrupo 14 si son a largo plazo y en las cuentas 499 y 529 si son a corto plazo. Estos conceptos son asimilables a la provisión para riesgos y gastos del subgrupo 14 del PGC 1990.

⁶⁶ 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 ni en el PCM, por lo que en caso de existir sería estatutaria.

⁶⁷ 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*, New York: Prentice-Hall, 1997, pág. 578.

⁶⁸ «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.*, pág. 274.

⁶⁹ 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.*, pág. 924.

dad alcance a una mala situación económica en el momento del rescate⁷⁰. Pero, sobre todo, esta 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 rescate⁷¹.

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 rescate⁷². En primer lugar, la carga financiera del rescate puede ser lo suficientemente cuantiosa para que sea más adecuado repartirla en varios ejercicios⁷³. 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 circulación⁷⁴. 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 trascurrido el plazo o porque el sujeto que tiene la opción de rescate la ejecute⁷⁵.

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 españolas⁷⁶ desde dos dimensiones. La primera es reflexionar sobre si el legislador debía haberla incluido en el Derecho español, ya sea para todas las emi-

⁷⁰ 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., pág. 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.

⁷¹ 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., pág. 273.

⁷² 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. Estas 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, n.º 2, october, 1947, págs. 31-42.

⁷³ «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., pág. 265.

⁷⁴ Para resolver los problemas de liquidez se puede «crear un sinkingfund destinada a retirar, de forma paulatina, los títulos en circulación». Vid. FONDEVILA ROCA, E.: *Fusiones y Adquisiciones*, op. cit., 1997, pág. 70.

⁷⁵ 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.

⁷⁶ 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*, Madrid: Civitas, 2002, págs. 273-276. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M. C.: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid: La Ley, 2007, cap. segundo, apartado B.IV.

siones 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»⁷⁷, de forma obligatoria para un supuesto⁷⁸, 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 acciones⁷⁹. 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 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

⁷⁷ 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», *California Law Review*, n.º 42, 1954, págs. 243-260, págs. 243-260. HENN, H. G. y ALEXANDER, J. R.: *Laws of Corporation*, Saint Paul, Minnesota, 1986, pág. 292. VEIGA COPO, A. B. y MARTÍN MOLINA, P. B.: «La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: las acciones rescatables», *RCyT*. CEF, n.º 194, mayo, 1999, págs. 159-188, pág. 178, y, sobre todo, FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Las acciones rescatables...», *op. cit.*, pág. 1.172.

⁷⁸ Aunque no es materia del legislador, es interesante la recomendación voluntaria de la medida para otros supuestos.

⁷⁹ 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.

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 periodo 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 Commissioners⁸⁰ 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

⁸⁰ NAIC: *Accounting Practices and Procedures Manual*, National Association of Insurance Commissioners, Kansas City: NAIC, 1979.

que registrarse a sus valores de mercado. Desde esta 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 amortización⁸¹.

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 concedería 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.

2.3. EFECTOS DEL INCUMPLIMIENTO DEL RESCATE

El Derecho español no ha regulado las consecuencias que tendría la inobservancia del rescate. Nos referimos a que ni el TRLSC ni el PCM recogen 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 artículo 345.9 del 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 efectuado⁸².

⁸¹ 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. McDANIEL, WILLIAM: «Reserva para financiar el rescate de acciones rescatables preferred stock», *Financial Management*, 13, spring, 45-52, 1984, pág. 45.

⁸² El Derecho portugués solo permite el rescate en los supuestos de redención a fecha fija o bajo condición.

Debe tenerse presente que la situación de partida del Derecho portugués y británico es bien distinta a la española. 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 pérdidas⁸³. 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 oposición⁸⁴.

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 rescatables⁸⁵. Tampoco se obliga a emitir nuevas acciones, por lo que esta emisión podría utilizarse de forma potestativa por la sociedad.

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 si, 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

⁸³ 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.

⁸⁴ Artículo 501.3 del TRLSC en relación con lo dispuesto en el artículo 334 del TRLSC.

⁸⁵ 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.

al emisor a garantizar los saldos de los acreedores por uno de los medios que establece el artículo 404 del TRLSC⁸⁶. 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 ello⁸⁷.

El legislador español debería haber establecido medidas severas⁸⁸ para las empresas emisoras que incumplieran la obligación de rescatar. Entre todas las medidas reconocidas por la doctrina⁸⁹ y el derecho comparado destacamos dos, una establecida en esta investigación y otra expuesta en el Derecho portugués⁹⁰, 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 esta, y si no la efectúa porque no puede, se encuentra en una situación de crisis económica que no puede demorarse más tiempo⁹¹.

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 atractivos frente al resto de alternativas de inversión-financiación.

⁸⁶ Si no se les garantiza, el acreedor puede exigir su anulación.

⁸⁷ 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.

⁸⁸ Nos referimos a otras medidas más rigurosas adicionales a las medidas judiciales ordinarias, que, por supuesto, mantienen los titulares de las acciones rescatables.

⁸⁹ Para ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 510, «en el caso de que la sociedad incumpla su obligación de rescate, al socio le asistiría 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».

⁹⁰ 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, pág. 164.

⁹¹ El artículo 947 Código de Comercio establece que las acciones que asisten al socio contra la sociedad, o viceversa, prescribirán por tres años. Prescribirán asimismo 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.

3. CONCLUSIONES

1. Esta investigación ha inferido dos grupos de conclusiones respecto al detalle del texto que regula la amortización de 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 dudas sobre la jerarquía entre los procedimientos de rescate. 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 la posibilidad de establecer otros métodos de rescate, dotación de una reserva voluntaria para las amortizaciones programadas 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 incluir algunos aspectos que hubieran mejorado su regulación.

2. Para evitar las dudas e interpretaciones a la hora de emitir acciones rescatables, el legislador español debería establecer, de forma concreta, si son válidas la posibilidad de dotar voluntariamente una reserva para financiar el rescate y la posibilidad de especificar otros métodos de rescate. Solo así podrán consensuarse los métodos que son admitidos y, por lo tanto, utilizables por los emisores que pretendan 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.

3. 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, 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.

4. El **cuadro 2** resume las deficiencias de la legislación española sobre las acciones rescatables y las recomendaciones propuestas en la investigación para solucionarlas.

Cuadro 2. Recomendaciones para solucionar las deficiencias de la legislación española sobre acciones rescatables

Deficiencia	Recomendación
<p>Especifica expresamente tres supuestos para iniciar el rescate: a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares o de ambos.</p>	<p>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.</p>
<p>No establece explícitamente la jerarquía entre los tres procedimientos de rescate.</p>	<p>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.</p>
<p>No tiene en cuenta la diferente protección de los tres procedimientos de rescate.</p>	<p>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 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, 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>
<p>No recoge la necesidad de dotar reserva para financiar el rescate.</p>	<p>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.</p>
	<p>.../...</p>

Deficiencia	Recomendación
.../...	
No establece los efectos de incumplimiento de rescate	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, 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.
Fuente: Elaboración propia.	

5. Proponemos una nueva redacción del artículo 282-13 de la PCM que regulará en un futuro la amortización de las acciones rescatables en España:

1. El derecho de rescate podrá corresponder a la sociedad emisora, a los titulares de estas acciones o a ambos. En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate. 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. Si el rescate está establecido de forma periódica y organizada, la empresa deberá dotar una reserva, con carácter parcialmente indisponible.
2. 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. Si no existieran beneficios o reservas libres o si no se emitieran nuevas acciones, solo podrá llevarse a cabo la amortización con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante la devolución de aportaciones.
3. 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, de la que solo será posible disponer con los requisitos establecidos para la reducción del capital social mediante devolución de aportaciones. No será preciso dotar esa reserva en la medida en que el rescate de las acciones se realice con cargo al importe de una nueva emisión acordada por la junta general con el fin de financiar ese rescate.
4. 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, sin que sea necesario constituir una reserva indisponible o conceder un derecho de oposición a los acreedores.
5. Solo 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.

6. Llegado el momento de rescate, este deberá llevarse a cabo obligatoriamente. Si el rescate no se produjera, el emisor debe garantizar los saldos de los acreedores. Transcurrido un año desde la fecha de rescate, sin que se haya producido este, cualquier titular puede solicitar la disolución judicial de la sociedad emisora.
7. Cuando las acciones rescatables atribuyan a sus titulares el derecho a percibir una prima en caso de rescate, el pago de esta prima solo 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 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.
8. Tanto si la amortización de las acciones rescatables se realiza con cargo a beneficios o a reservas libres como si se efectúa con el producto de una nueva emisión de acciones, deberá hacerse constar en escritura pública, que se inscribirá en el Registro Mercantil.

Bibliografía

- ALONSO LEDESMA, C. [1999]: «La reforma de la sociedad cotizada», *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 12, Trimestre I, págs. 13-57.
- BALOTTI, F. R. y FINKELSTEIN, J. [1998]: *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, 3.ª ed., Dover, págs. 5-15.
- BOWEN, N. y FOX & BOWEN [1995]: *The Law of Private Companies*, London.
- BUXBAUM, R. M. [1954]: «Preferred Stock-Law and Draftsmanship», *California Law Review*, n.º 42, págs. 243-260.
- CABANAS TREJO, R. [2008]: *Operación acordeón, pérdidas y concurso sociedad responsabilidad limitada*, Valencia: Tirant lo Blanch.
- CALVOSA, L. [1995]: *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano.
- CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M. C. [2007]: *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, La Ley, Madrid.
- CLARK, ROBERT C. [1986]: *Corporate Law*, Little Brown and Company, Boston.
- DEFOSSE, G. [1949]: *La place du consommateur dans l'économie dirigée*, Presses Universitaires de France, París.
- [1956]: «La gestion Financière des Entreprises», tome premier, *Théorie Générale du financement des entreprises*, Presses Universitaires de France, París.
 - [1971]: *Les valeurs mobilières*, Presses Universitaires de France, París.
- DEPALLENS, G. [1967]: *Financiación de empresas: principios*, Bilbao: Deusto.
- FARRAR, J. H. y HANNIGAN, B. M. [1998]: *Farrar's Company Law*, 4.ª ed., London, Edinburgh, Dublin.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L. [2008]: «El requisito de mantenimiento de la integridad del capital social tras la reforma contable (Ley 16 /2007, de 4 de julio)», *18.º Forum de l'auditor profesional*, Sitges, 3 y 4 de julio.

- [2003]: «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*, págs. 39-80.
 - [2002]: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid: Civitas.
 - [1999]: «Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en Derecho societario», *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 234, págs. 1.460-1.480.
 - [1995]: «Sobre la llamada reducción de capital con cargo a beneficios o reservas en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada», *RDM*, 1995, n.º 218, págs. 1.393 y ss.
 - [1992]: *El fortalecimiento de los recursos propios*, Zaragoza: Marcial Pons.
 - [1990]: «Las acciones rescatables o redimibles», *La Ley*, tomo IV, págs. 1.164-1.177.
- FERRÁN, E. [1999]: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford.
- FONDEVILA ROCA, E. [1997]: *Fusiones y Adquisiciones*, Barcelona: Cedecs.
- GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J. A. [2002]: «Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables», en *Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. I, McGraw-Hill, Madrid.
- [1999]: «Las acciones rescatables», *La Ley*, 24 de mayo, págs. 1.694-1.702.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, J. [1999]: «Las acciones rescatables», *La Ley*, n.º 4847, 26 de julio, págs. 1-6.
- GAY DE MONTELLÁ [1948]: *La vida económica y financiera de las sociedades anónimas*, Barcelona.
- GOWER 'S, L. C. B. [1997]: *Principles of Modern Company Law*.
- HAMILTON, ROBERT W. [1996]: *The Law of Corporation*, St. Paul, Minnesota: West Publishing Co.
- [1992]: *Corporations including partnerships and limited partnerships cases and materials*, American Casebook series, St. Paul, Minnesota: West Publishing Co.
- HENN, H. G. y ALEXANDER, J. R. [1986]: *Laws of Corporation*, St. Paul, Minnesota: West Publishing Co.
- LANGLOIS, G.; FRIÉDÉRICH, M. y BURLAUD, A. [1998]: *Comptabilité approfondie*, París: Foucher.
- MARTÍN GARCÍA, J. M. [2006]: «Acciones sin voto y acciones rescatables», en VIVES, F. y PÉREZ ARDÁ, J. (coord.), *La sociedad cotizada*, Barcelona: Marcial Pons, págs. 457-516.
- MCDANIEL, WILLIAM [1984]: «Reserva para financiar el rescate de acciones rescatables preferred stock», *Financial Management*, n.º 13, spring, págs. 45-52.
- MINISTERIO DE JUSTICIA [2013]: *Propuesta de Código Mercantil elaborada por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación*, Secretaría General Técnica del Ministerio de Justicia, Gobierno de España, Madrid.
- MORENO ROJAS, J. [2000]: «Algunas consideraciones acerca del carácter contable de las acciones rescatables», *Técnica Contable*, diciembre, págs. 939-942.
- MOYE, J. E. [1989]: *The Law of Business Organizations*, 3.ª ed. West Publishing Co.
- NAIC [1979]: *Accounting Practices and Procedures Manual*, Kansas City: National Association of Insurance Commissioners, NAIC.
- NATTINI, A. [1912]: «Il negozio autorizzativo», *Riv. Dir. Comm.* I, págs. 364-376.

ORTUÑO BAEZA, M. [2004]: *Reducción de capital en la sociedad anónima*, monografía n.º 23, *Revista de Derecho de Sociedades*.

PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. [1973]: *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Zaragoza: Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia.

– [1971]: «Cuestiones en torno a la denominada amortización de capital», en *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, tomo III, Madrid: Tecnos.

PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. y AURIOLES MARTÍN [1995]: «La reducción de capital», en AA.VV. dir. por URÍA; MENÉNDEZ y OLIVENCIA: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo VII, vol. 3.º, Civitas, págs. 131 y ss.

PEÑAS MOYANO, B. [2008]: *Las clases de acciones como instrumentos financieros en los Derechos de sociedades británico y estadounidense*, Cizur Menor (Navarra): Aranzadi.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. [1998]: «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 71, julio-septiembre, págs. 851-852.

– [1999]: *Sociedad anónima modelo 1988. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, McGraw-Hill, Madrid.

SÁNCHEZ RUS [1998]: «La amortización forzosa de acciones en el Derecho español», *Academia Sevillana del Notariado*, Edersa, tomo XI.

URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J. [1999]: «La sociedad anónima: la acción en general», en *Curso de Derecho Mercantil*, I, Civitas, págs. 815-837.

VAN HORNE, J. C. [1997]: *Financial Management and Policy*, New York: Prentice-Hall.

VARGAS VARGAS, M. [1964]: *La sociedad anónima en el derecho anglo-norteamericano*, Santiago de Chile.

VEIGA COPO, A. B. y MARTÍN MOLINA, P. B. [1999]: «La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: las acciones rescatables», *RCyT. CEF*, n.º 194, mayo, págs. 159-188.

VELASCO SAN PEDRO [1986]: *CCJC*, n.º 11.

– [2001]: «Amortización de participaciones y responsabilidad de los socios reembolsatarios», *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 17.

WARREN, L. H. [1997]: *Introduction to Corporate Law*, 2.ª ed., St. Paul, Minnesota: West Publishing Co.

WELLS FARGO & Co. [2010]: *Annual Report 2012*, Fort Lauderdale, CA: Wells Fargo & Co. Inc.

WILSEY, H. L. [1947]: «The Use of Sinking Funds in Preferred Stock Issues», *The Journal of Finance*, vol. 2, n.º 2, october, págs. 31-42.

WILSON R. y FABOZZI, F. J. [1990]: *The New Corporate Bond Market*, Chicago: Probus Publishing Co.

YANES YANES, P. [2002]: «Notas sobre las alternativas de financiación del reembolso de acciones rescatables», *Anales de la Facultad de Derecho de la Universidad de La Laguna*, n.º 19, págs. 287 y ss.

– [2004]: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Cizur Menor (Navarra): Thomson-Aranzadi.