

## DEFICIENCIAS EN LA REGULACIÓN ESPAÑOLA DE LAS ACCIONES RESCATABLES

**MIGUEL ÁNGEL VILLACORTA HERNÁNDEZ**  
*Profesor de la Universidad Complutense  
de Madrid*



Este trabajo ha sido seleccionado y ha obtenido el **2.º Premio Estudios Financieros 2007** en la Modalidad de **DERECHO CIVIL Y MERCANTIL**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Xavier O'CALLAGHAN MUÑOZ, don Luis BARDAJÍ MUÑOZ, don Casto PÁRAMO DE SANTIAGO, doña Nazareth PÉREZ DE CASTRO, don Juan SÁNCHEZ CALERO GUILARTE y don Antonio TAPIA HERMIDA.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

**Extracto:**

EL trabajo realiza un análisis de las deficiencias e imprecisiones legislativas de las acciones rescatables en el Derecho español. El trabajo no es únicamente descriptivo, sino que a lo largo de su elaboración se identifican las deficiencias encontradas en el contenido y redacción de nuestra regulación. Para cada uno de los puntos analizados, se sigue la misma estructura: en primer lugar, se analiza la adecuación de la inclusión o exclusión de cada medida en la legislación, para después incidir en las deficiencias de redacción de cada detalle del requerimiento legal.

**Palabras clave:** derecho de sociedades, clases de acciones, acciones rescatables.

# Sumario

Introducción.

Capítulo 1. Características reguladas.

- 1.1. Limitación cualitativa.
- 1.2. Limitación cuantitativa.
- 1.3. Desembolso total.
- 1.4. Período de carencia.
- 1.5. Establecimiento de las condiciones de rescate en el momento de la emisión.
- 1.6. Iniciativa en el rescate.
- 1.7. Derechos de las acciones rescatables.
- 1.8. Jerarquía entre los procedimientos de rescate.

Capítulo 2. Posibilidades de regulación no establecidas en el Derecho español.

- 2.1. Efectos del incumplimiento de rescate.
- 2.2. Posibilidades de emitir acciones rescatables combinadas con otras clases.

Conclusiones.

Bibliografía.

Texto legales españoles.

Textos legales no españoles.

## INTRODUCCIÓN

El propósito del trabajo es realizar un análisis de las deficiencias e imprecisiones legislativas de las acciones rescatables en el Derecho español.

El trabajo no pretende ser únicamente descriptivo, sino que a lo largo de su elaboración se identifican las deficiencias encontradas en el contenido y redacción de nuestra regulación. Para cada uno de los puntos analizados, se sigue la misma estructura: en primer lugar, se analiza la adecuación de la inclusión o exclusión de cada medida en la legislación, para después incidir en las deficiencias de redacción de cada detalle del requerimiento legal.

Las acciones rescatables se incorporaron al ordenamiento legal español en 1998, a través de la disposición adicional decimoquinta de la Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores, que crea la sección 6.<sup>a</sup> del capítulo IV del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, estableciendo los artículos 92 bis y 92 ter, que regulan la emisión y la amortización de las acciones rescatables.

Mediante esta regulación, el legislador continúa con la adaptación del Derecho Mercantil a las Directivas europeas en materia de sociedades, prosiguiendo así la línea iniciada con anterioridad al regular las acciones preferentes y las acciones sin voto. Estos cambios legislativos se realizaron con la voluntad de favorecer una mejora en la financiación empresarial, especialmente a través de los mercados financieros.

A pesar de que el momento es el adecuado, el procedimiento por el que se ha modificado el TRLSA es criticable, ya que además de ser rectificada tres veces en poco más de un año, se realiza por medio de disposiciones adicionales de normas ajenas a ella, como son la Reforma de la Ley del Mercado de Valores y dos Leyes de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social. Además, ni la Reforma de la Ley del Mercado de Valores, ni la Ley de Acompañamiento se discutieron en el Congreso, sino que se aprobaron mediante enmiendas introducidas a última hora en el Senado <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Para una valoración crítica de los trabajos preparatorios de la reforma. *Vid.* SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 71, julio-septiembre, 1998, 839-856, págs. 839-856.

La Reforma del TRLSA no aparecía contemplada en el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores que el Gobierno remitió al Congreso de los Diputados en febrero de 1997. Ni siquiera tuvo lugar la introducción de ninguna enmienda al respecto en el correspondiente trámite de presentación, debate y votación de enmiendas en el Congreso de los Diputados. Sin embargo, el Grupo Parlamentario Popular, en septiembre de 1998, a través de una enmienda introducida durante la tramitación del Proyecto de Ley en el Senado, propuso la modificación del TRLSA, con la inclusión de las acciones rescatables. Esta redacción pasó a ser la definitiva, tras su debate en el Pleno del Congreso celebrado el 1 de octubre de 1998 <sup>2</sup>.

Incluso, la esencia misma del procedimiento es mejorable. Un procedimiento establecido por una serie de disposiciones adicionales de una Ley que modifica Leyes anteriores, es una vía legislativa que merece una valoración muy negativa, fundamentalmente por la inseguridad jurídica que puede producir la dificultad de conocer «(...) los cambios introducidos en Leyes sin relación directa con las normas modificadas» <sup>3</sup>.

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

## CAPÍTULO 1. CARACTERÍSTICAS REGULADAS

El régimen jurídico aplicable a las acciones rescatables en España es el general dispuesto para toda acción con las particularidades que, en razón de su carácter redimible, detallan los artículos 92 bis (emisión) y 92 ter (amortización) del TRLSA.

### 1.1. Limitación cualitativa.

El artículo 92 bis.1 del TRLSA empieza con la frase «las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables (...)», por lo que la normativa española limita la emisión de las acciones rescatables a un cierto tipo de sociedades; las acciones rescatables solo pueden ser emitidas por empresas que cumplan dos condiciones: sean sociedades anónimas y sean cotizadas.

<sup>2</sup> Este procedimiento por vía de Enmiendas en el Senado y sin discusión alguna en el Congreso, es calificado como «vergonzante» por SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «La sociedad anónima y el mercado», *RDS*, núm. 14, 13-46, 2000, pág. 16.

<sup>3</sup> *Vid.* KIRCHNER; SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, pág. 361.

La única forma de organización empresarial que la legislación mercantil española permite cotizar es la sociedad anónima <sup>4</sup>, por lo que en España no podrán emitir acciones rescatables las sociedades limitadas ni cualquier otra tipología jurídica distinta a las sociedades anónimas.

Ningún apartado de la Directiva europea hace referencia al requisito de cotización. Tampoco la limitación de las acciones rescatables está definida en ninguna otra legislación <sup>5</sup>; incluso en Estados Unidos, Portugal y Reino Unido se permite expresamente la emisión de acciones rescatables para sociedades no cotizadas.

La referencia al requisito de cotización encuentra argumento en el hecho de que la Reforma de 1998 se introdujo en una disposición adicional (la decimoquinta) de una Ley de Reforma del Mercado de Valores. La reforma supuso el reconocimiento legal de una nueva categoría de sociedades anónimas: las anónimas cotizadas. Entre las características de estas sociedades anónimas cotizadas está la posibilidad de emitir rescatables.

Aunque posteriormente observaremos cómo algunos detalles de la limitación cualitativa no están claros, los aspectos generales del requisito sí son precisos: existe una limitación para que las acciones

<sup>4</sup> El concepto de «sociedades por acciones» engloba a todo tipo de sociedades cuyo capital social está dividido en acciones. En nuestro país, las únicas posibles sociedades por acciones son las que presenten una de las dos siguientes formas jurídicas: las sociedades anónimas (por su propia naturaleza) y las sociedades comanditarias por acciones (si así se establece). Pero no todas las sociedades por acciones pueden participar de los mercados bursátiles, sino que deben cumplirse otros requisitos adicionales. Únicamente pueden considerarse sociedades admitidas a cotización las sociedades anónimas que cumplan los requisitos de capital social mínimo (200 millones), número de accionistas (100 accionistas) y de beneficios obtenidos (en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos deben haber sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el 6 % del capital desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos sobre los beneficios y dotadas las reservas legales y obligaciones correspondientes) y le permiten acceder a ser negociables sus acciones en el mercado bursátil. Al mismo tiempo deberán solicitar su admisión y cumplir los trámites necesarios y aportar los documentos necesarios establecidos reglamentariamente, para cotizar (folleto informativo, auditorías, escrituras de constitución, memoria, balance y cuenta de resultados, verificación por la CNMV, etc.).

<sup>5</sup> La única referencia que puede apoyar la limitación cualitativa en España, aunque sea para otra figura, aparece en la normativa italiana, donde la emisión de las acciones sin voto está reservada exclusivamente a las sociedades cotizadas. El *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996* (Decreto Legislativo [Dlgs] de 24 de febrero de 1998, núm. 58) introdujo cambios significativos en la disciplina de las sociedades cotizadas, incorporando un régimen propio, y diferenciado de las sociedades no cotizadas. Esta modificación ha afectado a las azioni di risparmio que, en la línea de las reformas realizadas en la legislación española en 1998, se someten a un estatuto jurídico más flexible cuando la sociedad emisora tiene la condición de cotizada (*vid.* Decreto Legislativo [Dlgs] de 24 de febrero de 1998, núm. 58, arts. 145-147). La reforma del Derecho de Sociedades italiano dio sus primeros pasos con la aprobación del Dlgs 24 de febrero de 1998. El camino reformador continúa con la constitución de la Comisión Mirone, cuyo proyecto hizo suyo el gobierno el 26 de mayo de 2000. El texto definitivo fue aprobado el 10 de enero de 2003, publicado como Dlgs de 24 de febrero de 2003. El Dlgs de 24 de febrero de 2003 permite a la sociedad anónima recurrir a una tipología amplia de instrumentos financieros, no restringidos al binomio acciones-obligaciones, sino extendida a las acciones sin voto, a las acciones con voto limitado a asuntos determinados, a las acciones con derecho de voto subordinado, a las acciones con derechos relacionados con la actividad de un determinado sector y a los instrumentos financieros para la asignación de obras y servicios (*vid.* Decreto Legislativo [Dlgs] de 24 de febrero de 1998, núm. 58, art. 2346.6, art. 2349.2; art. 2351). La última modificación del Decreto Legislativo de 24 de febrero de 1998, n. 58: «Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52» se ha producido, sin que modifique la regulación de las azioni di risparmio, en la Legge n. 262 del 28 dicembre 2005 de Consob.  *Vid.* Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob): [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58\\_2004.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=10#a45](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58_2004.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=10#a45), consulta realizada el 10 de abril de 2007.

rescatables solo puedan estar emitidas por sociedades anónimas cotizadas. En nuestra opinión, no se debería haber incluido esta limitación, y las acciones rescatables deberían poder ser emitidas por todo tipo de sociedades: cotizadas, no cotizadas, anónimas, de responsabilidad limitada o de otro tipo.

La cotización de las acciones permite tanto una transmisibilidad más rápida como el establecimiento de un precio establecido diariamente, pero no existe ninguna peculiaridad en su esencia ni en su naturaleza que justifique la exclusión de las acciones rescatables en sociedades no cotizadas<sup>6</sup>. Por ello lo acertado, quizá, hubiera sido permitir la emisión de acciones rescatables a todas las acciones, sean cotizadas o no<sup>7</sup>.

La obligatoriedad de que las acciones rescatables se encuentren legislativamente delimitadas a las unidades económicas cotizadas es un problema, porque excluye de su emisión a las PYMES, que son la mayoría de las empresas españolas<sup>8</sup> y las que están más necesitadas de medios financieros<sup>9</sup>. Los argumentos para justificar que las sociedades no cotizadas también puedan emitir acciones rescatables no son únicamente porque deja fuera gran parte de las empresas españolas, sino porque también existen problemas de fundamentación de la esencia de la operación. En nuestra opinión, el derecho de rescate solo tiene sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión. De todas formas, aunque tenga cierta utilidad para empresas coti-

<sup>6</sup> Esta fundamentación es apoyada en parte de la doctrina. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto ...», *op. cit.*, pág. 940., argumenta que «(...) si la finalidad de la emisión es poner a disposición del gran público inversor un instrumento que incremente la liquidez de los mercados (...) el requisito de cotización carece de sentido». En efecto, la emisión de acciones rescatables en sociedades no cotizadas favorecería la inversión de terceros y la captación de recursos, ya que «(...) los inversores de estos títulos dispondrán de un instrumento que evitaría la rigidez del mercado de acciones» y vendría a evitar la difícil transmisibilidad de sus valores al no estar admitidos a negociación en un mercado secundario. *Vid.* GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto ...», *op. cit.*, pág. 941. Más claro aun es FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, pág. 242, quien cree posible que las acciones no cotizadas emitan acciones rescatables con los siguientes argumentos: «Las acciones de las cotizadas son amortizables en las mismas condiciones y con los mismos requisitos que las acciones emitidas por las no cotizadas (...) De la normativa no es posible inferir unas reglas sustantivas específicas, menos aun unos principios que gobiernen la amortización de las rescatables (...) En consecuencia no me cabe duda de la posibilidad de extender la aplicación de las reglas previstas en el artículo 92 bis y 92 ter a las sociedades no cotizadas».

<sup>7</sup> Nuestra opinión es que puedan emitir acciones rescatables tanto sociedades cotizadas como no cotizadas, pero evidentemente reconocemos la mayor regulación y control de las cotizadas en algún mercado. Este detalle ha llevado a autores a realizar afirmaciones que justifican la exclusividad de la emisión de acciones rescatables a favor de las cotizadas. «Teniendo en cuenta los riesgos que presentan estos valores, (...) el requisito de que las acciones rescatables solo puedan estar emitidas por sociedades anónimas cotizadas (...) parece del todo punto razonable, ya que como consecuencia del acceso a la negociación en un mercado secundario, el control a que se verá sometida la emisión de este tipo de acciones será mayor». *Vid.* GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto ...», *op. cit.*, pág. 940.

<sup>8</sup> La exclusión de las PYMES es relevante porque son el tipo de compañías más numeroso dentro del tejido empresarial español. El porcentaje de PYMES sobre el conjunto de la estructura empresarial española es 99,8 por 100. *Vid.* DIARIO DE SESIONES DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS: Pleno y Diputación Permanente. Sesión Plenaria núm. 12, celebrada el miércoles 26 de mayo de 2004, pág. 428.

<sup>9</sup> GARCÍA MANDALONIZ, M. *La financiación de las PYMES*, *op. cit.*, págs. 69-70, ofrece datos sobre los problemas de financiación de la PYMES. «(...) los problemas financieros de las PYMES proceden de dos frentes. En un frente, por el predominio de la financiación bancaria como fuente de recursos ajenos (o capital ajeno) a corto plazo; por una intensa dependencia, al tiempo, de fuentes de financiación ajena distinta de las que proceden de la negociación con los intermediarios financieros: proveedores, familiares o amigos y socios. En otro frente, por una casi absoluta preeminencia de la autofinanciación como fuente de recursos propios (o capital propio), y una gran dificultad de penetrar en el mercado de valores». *Ibidem*, pág. 70.

zadas, no hay argumentos para limitarla a este tipo de sociedades, por lo que sería más acertado permitir la emisión de acciones rescatables a todas las sociedades, sean cotizadas o no. Como el derecho de rescate tiene sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión, ampliar el ámbito de aplicación supondría facilitar la financiación a muchas empresas no cotizadas.

Como el derecho de rescate solo tiene sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión, no parece compatible la idea de acciones rescatables que coticen en bolsa. Desde esta investigación se observa otra utilidad diferente. En nuestra opinión, será útil para empresas cotizadas que quieran emitir algunos valores fuera de cotización <sup>10</sup>.

La aceptación de las ideas anteriores modificaría cualquier exposición de las acciones rescatables, porque supondría que el único requisito es que las acciones rescatables fueran emitidas por sociedades anónimas <sup>11</sup>. Pero, podríamos ir más allá, pues no existe ningún elemento de los principios configuradores de los tipos de sociedades mercantiles establecidos en España que impidan la utilización de un instrumento financiero con las características de las acciones rescatables. Si aceptáramos estas ideas, la posibilidad de emisión podría ser ampliada también a todo tipo de sociedades, por ejemplo a las sociedades de responsabilidad limitada <sup>12</sup>.

De todas formas, las afirmaciones anteriores son simplemente nuestra opinión sobre lo que debería ser nuestra regulación. Sin embargo, la Ley establece una clara limitación cualitativa sobre las sociedades anónimas cotizadas. A pesar de que los aspectos generales de la limitación cualitativa son claros, la regulación no es concreta en su detalle: ni define el ámbito de cotización (es decir, qué se entiende por sociedades cotizadas), ni establece las consecuencias de la pérdida de cotización (ya sea por causas voluntarias o forzosas), ni regula la posibilidad de cotización parcial de los emisores y, por último, no establece si las acciones rescatables deben estar cotizadas o si basta con que lo sean las empresas.

El aspecto fundamental del análisis de la limitación cualitativa es identificar qué empresas pueden incluirse entre las sociedades anónimas cotizadas. La legislación española iguala dos términos que no son exactamente idénticos: «sociedades con acciones cotizadas» (disps. adics. primera y segunda del TRLSA) y «sociedades cotizadas» (RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de

<sup>10</sup> Este argumento reforzará nuestra posterior argumentación para justificar la cotización parcial de los emisores de acciones rescatables.

<sup>11</sup> MARTÍN GARCÍA, J.M: «Acciones sin voto y acciones rescatables», en VIVES, F y PÉREZ ARDÁ, J. (coord.), *La sociedad cotizada*, Marcial Pons, Barcelona, 2006, 457-516, pág. 493, es partidario de ampliar la aplicación de la figura a las sociedades anónimas no cotizadas con este argumento: «(...) el requisito subjetivo por el que se exige la cotización bursátil de la sociedad emisora de acciones rescatables no parece conectarse necesariamente con la especial naturaleza de dichas sociedades: no encontramos a lo largo del régimen jurídico del TRLSA requisitos o limitaciones que se justifiquen únicamente desde el prisma de las sociedades anónimas en general».

<sup>12</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., pág. 241, extiende también la posibilidad de emisión de acciones rescatables de sociedades no cotizadas a sociedades de responsabilidad limitada, ya que estas últimas «(...) no se plantean problemas sobre la posibilidad de establecer en estatutos cláusulas estatutarias que permitan a la sociedad adquirir las acciones del socio o impungan al socio la obligación de entregar las acciones a la sociedad para su rescate o, incluso, ordenan la enajenación a favor de tercero para cuando concurren circunstancias expresadas de forma clara y precisa en estatutos. Estas cláusulas caben dentro del artículo 188.3 del RRM».



participaciones significativas de sociedades cotizadas, BOE de 26 de marzo de 1991). No son idénticos porque pueden existir sociedades anónimas sin acciones cotizadas, pero con títulos de renta fija o participaciones preferentes cotizando en algún mercado<sup>13</sup>. El artículo 92 bis.1 del TRLSA se decanta por el término «sociedades cotizadas», que engloba a todas las sociedades con algún título cotizando en este momento, sin embargo, el legislador parece querer hacer referencia a todas las sociedades anónimas cuyas acciones estén, actualmente, admitidas a cotización. El término «sociedades cotizadas» es inadecuado por ambiguo, ya que permite que los títulos estén cotizando en el Mercado Continuo<sup>14</sup> de la Bolsa de Valores española<sup>15</sup>, pero también permite que sea de otro país, o que sea en nuestro país pero no en el Mercado Principal (o Primer Mercado), por ejemplo que sea en los Segundos Mercados de una Bolsa de Valores<sup>16</sup>, o que los títulos que coticen sean de renta fija, deuda Pública, derivados, futuros o participaciones preferentes en vez de acciones<sup>17</sup>. El legislador, para evitar dudas, tendría que haber sido más preciso al definir el nivel de cotización necesario, por ejemplo (de mayor a menor nivel de rigidez): «sociedades con acciones cotizadas en el Mercado Continuo español», «sociedades con acciones cotizadas en cualquiera de las Bolsas de Valores españolas (Mercado Continuo, Parqué y Nuevo Mercado)», «sociedades con cualquier título cotizado en algún Mercado secundario oficial de valores español (Bolsas de Valores, Mercado de Deuda Pública Anotada, Mercado de derivados MEFF, AIAF y Mercado de Futuros del Aceite de Oliva)», «sociedades con cual-

<sup>13</sup> Es el caso, por ejemplo, de una sociedad que tenga tanto acciones como instrumentos de renta fija cotizados y, en algún momento, salgan de cotización las acciones.

<sup>14</sup> En España existen diferentes formas para que una empresa o grupo (incluidas las SICAV) coticen: en Parqué, Mercado Continuo, Nuevo Mercado y Mercado Alternativo Bursátil.

<sup>15</sup> La sociedad Bolsas y Mercados Españoles integra todos los mercados de valores y sistemas financieros en España. Esta compañía está constituida por Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia, MF Mercados Financieros, Iberclear, BME Consulting y Mercado Alternativo Bursátil.

<sup>16</sup> En la disposición adicional séptima de la Ley 37/1998, que modifica el artículo 48.1 a) de la Ley 18/1991, se recoge lo siguiente: «(...) han de entenderse por mercados secundarios oficiales de valores, además de los previstos expresamente en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, los Segundos Mercados para pequeñas y medianas empresas de las Bolsas de Valores españolas ya existentes o que se creen en el futuro». Hasta hace poco, cuando una sociedad deseaba solicitar su admisión en los mercados secundarios oficiales de valores, se le ofrecían dos posibilidades: el Mercado Principal o Primer Mercado y el Segundo Mercado. La regulación en España del Segundo Mercado se realizó en el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril (BOE núm. 90, de 15 de abril) y en la Orden de 26 de septiembre de 1986 (BOE núm. 238, de 4 de octubre) que desarrolla el Real Decreto citado. El Segundo Mercado recogía las emisiones y negociaciones de valores emitidos por pequeñas y medianas empresas e instituciones o incluso las de mayor tamaño que no han alcanzado la frecuencia y el volumen de contratación requerido por el «Mercado principal». En España se creó para facilitar la movilización de los valores emitidos por pequeñas y medianas empresas con un capital mínimo de 25 millones de pesetas que, precisamente por su escasa dimensión, no podían acudir al mercado principal o mercado bursátil. Este Segundo Mercado ha tenido poco éxito en España, tanto que, en el momento actual no está operativo. Sin embargo, en breve el Mercado Alternativo Bursátil, en el que ahora cotizan las SICAV, será ampliado para que también coticen las PYMES.

<sup>17</sup> En España funcionan cinco mercados secundarios oficiales: Bolsas de Valores, Mercado de Deuda Pública Anotada, Mercado de derivados MEFF, AIAF y Mercado de Futuros del Aceite de Oliva. Las Bolsas de Valores son mercados para la negociación en exclusiva de acciones y valores convertibles o que otorguen derecho de adquisición o suscripción. También se contratan en Bolsa renta fija, tanto pública como privada, *warrants* y certificados. En el Mercado de Deuda Pública Anotada se negocian bonos, obligaciones y Letras del Tesoro, así como deuda emitida por las Comunidades Autónomas y por algunos organismos públicos; estos valores se negocian también en las Bolsas de Valores, según un sistema específico de contratación. El Mercado de derivados MEFF se ocupa de la negociación de opciones y futuros. El AIAF es el mercado para la negociación de todo tipo de valores de renta fija de empresas e instituciones privados, excepto los convertibles (que son exclusivos de las Bolsas) y la deuda pública, que se negocia a través del mercado de deuda pública anotada. Por último, existe un específico Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO).



quier título cotizado en algún Mercado secundario de valores español, sea oficial o no oficial (Mercado secundario oficial, Latibex, *Exchange Traded Funds* y Mercado Alternativo Bursátil)» o «sociedades con cualquier título cotizado en algún Mercado secundario oficial de valores (sea español o internacional)».

Otro aspecto no regulado en los artículos 92 bis y 92 ter del TRLSA es identificar los efectos de la exclusión de cotización de una sociedad emisora de acciones rescatables<sup>18</sup>. Ante el silencio legal existen tres soluciones: mantenimiento de las acciones rescatables hasta su amortización establecida inicialmente, ejecución de un rescate anticipado, o conversión de las acciones rescatables en no rescatables. La legislación debería explicitar cuál es la solución adecuada. Mientras que esto ocurre, en nuestra opinión, la solución más adecuada a la pérdida sobrevenida de la condición de sociedad cotizada es el mantenimiento de las acciones rescatables hasta su amortización fijada inicialmente, ya que el rescate anticipado supondría violar el régimen establecido en la emisión, y la conversión supondría alterar la posición de los titulares, siendo necesario cumplir lo establecido en los artículos 144 y 148 del TRLSA y el consentimiento individual de cada uno de ellos<sup>19</sup>.

Con la redacción del texto legal, podría plantearse el problema de identificar si está permitida o no la emisión de acciones rescatables en sociedades parcialmente cotizadas. En nuestra opinión sí<sup>20</sup>, ya que el artículo 92 bis no requiere que las acciones rescatables estén cotizadas. Esta posibilidad proporcionaría ventajas a las sociedades que deseen una estrategia financiera mixta, pues la emisión de acciones rescatables no cotizadas, por empresas que tengan otros títulos cotizados, permite alcanzar una diversificación de sus fuentes de financiación.

<sup>18</sup> La exclusión de cotización de una sociedad emisora de acciones está regulada en el artículo 34 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, de 28 de julio de 1988 (LMV).

<sup>19</sup> Las tres posibilidades de solución del problema están recogidas en YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, págs. 118-120 y MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, pág. 494. Ambos autores son partidarios de esta primera solución. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, pág. 119, considera que la alternativa de continuidad de los valores «(...) parece la menos lesiva tanto para la sociedad emisora como para los titulares de acciones rescatables»; además el mismo autor ofrece una interesante reflexión al detallar que esta medida «(...) no puede decirse que resulte contraria al artículo 92 bis del TRLSA en cuanto que su precepto reserva exclusivamente la emisión de rescatables a las sociedades cotizadas y no prohíbe a las devenida no cotizadas que las mantengan emitidas y en circulación». Por su parte, MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, págs. 494-495, también es partidario del mantenimiento de los valores para la generalidad de los supuestos, sin embargo, se plantea que la ejecución de un rescate anticipado, denominado por el autor «rescate extemporáneo forzoso», podría ser la mejor solución si la «(...) pérdida de la condición de cotizada tuviera lugar (i) con posterioridad a los plazos mínimos determinados ya legalmente (art. 92 bis TRLSA), ya en el propio acuerdo de emisión, para efectuar el rescate, bien a solicitud de la sociedad, bien del accionista, y (ii) dentro del abanico temporal de que dispusieran la sociedad o en el accionista para ello». Los argumentos para proponerlo es que «(...) por una parte respetaría lo dispuesto en el artículo 92 bis.1 TRLSA y, por otra, la indicada redención tendría lugar dentro del margen temporal en que, tanto para la sociedad como para el accionista, resulta absolutamente previsible el rescate y dentro del cual las expectativas razonables de rentabilidad del accionista quedan cumplidas, por más que el rescate no se produzca en el exacto momento en que aquellos hubieran podido exigirlo».

<sup>20</sup> GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto ...», *op. cit.*, pág. 941, es partidario de la posibilidad de emisión de acciones rescatables por sociedades parcialmente cotizadas.

La legislación española no obliga a que los valores se encuentren en cotización <sup>21</sup>, pero sí que las empresas emisoras coticen <sup>22</sup>, por lo tanto se infiere que pueden emitir acciones rescatables no cotizadas las sociedades que tienen emitidas algunos otros valores que cotizan. Como hemos afirmado, el derecho de rescate solo tiene sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión. Por esta razón, no parece compatible la idea de acciones rescatables que coticen en bolsa. Desde esta investigación se observa otra utilidad diferente. En nuestra opinión será útil para empresas cotizadas que quieran emitir algunos valores fuera de cotización. Esto no supone que la legislación española esté vacía de contenido, al contrario, la actual redacción no obliga a que los valores se encuentren en cotización, pero sí que las empresas emisoras coticen.

Por todo ello, podemos afirmar que en la legislación mercantil española existe una deficiente especificación de la limitación cualitativa. Las afirmaciones para resolver un texto poco definido solamente son opiniones, lo que es absolutamente necesario es que el legislador sea más concreto a la hora de definir los detalles de la limitación cualitativa. En nuestra opinión, el legislador debe especificar qué se entiende por «sociedades cotizadas». De la misma forma, el legislador debe identificar los efectos de la exclusión de cotización de una sociedad emisora de acciones rescatables. Por otro lado, el Derecho positivo debe precisar si está permitido o no la emisión de acciones rescatables en sociedades parcialmente cotizadas, ya que la actual redacción no se lo plantea. Relacionado con lo anterior, el legislador debe especificar si es válida la emisión de acciones rescatables por una sociedad que cotiza, o es necesario además, que los títulos también coticen.

## 1.2. Limitación cuantitativa.

La legislación española establece una limitación cuantitativa para la financiación con rescatables. El artículo 92 bis.1 del TRLSA establece, bajo la rúbrica «emisión de rescatables», lo siguiente: «Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables (...) por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social».

Ni el Anteproyecto de enero de 1987, ni el texto elaborado por la Comisión de Expertos para la LRLMV, recogían un límite para la emisión de acciones rescatables, lo cual era uno de los principales argumentos en los que se fundamentaba el rechazo doctrinal a la inclusión de estas acciones en nuestro ordenamiento. Por el contrario, la LRLMV recoge la imposibilidad de emitir un importe supe-

<sup>21</sup> Parece un error la afirmación de GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J.: «Acciones rescatables: Aspectos legales y contables», *Partida Doble*, núm. 112, junio, 4-15, 2000, pág. 10, para quienes «(...) las acciones rescatables deben cotizar en Bolsa, sin que puedan emitirse fuera del mercado bursátil».

<sup>22</sup> Esta distinción ha sido bien entendida por la jurisprudencia. En JUR 2002/74023 (Jurisdicción Civil, Recurso de Apelación núm. 214/2001), la parte demandada alegó la improcedencia del procedimiento alegando que «(...) contradice el régimen jurídico sobre acciones rescatables actualmente vigente en España (...) instaurado por la L 3/1998, de 16 de noviembre, que restringe la emisión de esta clase de títulos a las sociedades cotizadas, circunstancia que no concurre en la demandada». En ella claramente se especifica la necesidad de que la sociedad sea cotizada, mientras que no se recurre en ningún lugar de la Sentencia a que sean cotizados los títulos.

rior al 25 por 100 del capital social. Este límite, unido al de las acciones sin voto, es un intento de mantener el principio de integridad del capital para proteger a los acreedores.

No existe un precepto equivalente en la II Directiva <sup>23</sup>, ni tampoco en el Derecho británico o portugués. *The Companies Act* británica, por ejemplo, se limita a prohibir que la sociedad emita rescatables cuando no cuente en su capital social con acciones no rescatables <sup>24</sup>.

El límite establecido en la legislación española para la emisión de acciones rescatables es más rígido que el establecido en el resto de regulaciones, donde o no existe limitación cuantitativa (británica o portuguesa) <sup>25</sup> o es de un 10 por 100 (australiana) <sup>26</sup>.

Ante la regulación existen dos problemas distintos. Por un lado, analizar la idoneidad de la medida (establecimiento del límite y de ese porcentaje en concreto). Por el otro, poner el acento en las imprecisiones legislativas.

Desde nuestro punto de vista, la medida de establecer un límite cuantitativo es adecuada. Acertado es poner un límite porcentual porque así se protege a los acreedores frente a una posible descapitalización llegado el momento del rescate <sup>27</sup>. Pero, acertado también es el 25 por 100 del capital

<sup>23</sup> Tampoco la II Directiva establece un límite cuantitativo a la emisión de acciones sin voto y, sin embargo, es frecuente la existencia de límites cuantitativos para la emisión de acciones sin voto en los diversos ordenamientos de los Estados miembros.

<sup>24</sup> Cfr. s. 159.2 *The Companies Act*.

<sup>25</sup> El ordenamiento portugués adapta la legislación comunitaria con la regulación de las *accoes preferenciais remiveis* en el artículo 345 del *Código das Sociedades Comerciais* (Sección VI del Capítulo III del *Código das Sociedades Comerciais*, aprobado por el Decreto-Ley 262/1986, de 2 de septiembre de 1986). Esta adaptación tiene las características siguientes: los títulos deben ser privilegiados, además este privilegio debe ser de tipo patrimonial; la emisión debe estar obligatoriamente prevista en los estatutos; el rescate puede establecerse a fecha fija o por decisión de la junta general de accionistas; las acciones deben estar desembolsadas en el momento de proceder al rescate, aunque no están obligadas a ello durante el período anterior (por ejemplo, en el momento de la suscripción); el rescate deberá ser realizado por el valor nominal, salvo que se prevea una prima de rescate; obligatoria constitución de una reserva especial indisponible equivalente al valor nominal de las acciones rescatables; y por último, si los estatutos no prevén nada al respecto, el incumplimiento de la obligación de rescatar en la fecha fijada faculta al titular de las acciones a solicitar la disolución judicial de la sociedad transcurrido un año.

<sup>26</sup> También existen emisiones de acciones rescatables en Australia bajo la denominación *share buy backs*. Vid. COTTON, J.: «Australia: share buy-backs», *Company Lawyer*, núm. 9, 287-288, 1995, pág. 287. PARKER-COLIN, H.E.: «Urgent issues group», *Australian Accountant*, núm. 11, vol. 67, 1997, pág. 74. La peculiaridad de la regulación australiana es que ha evolucionado desde un posicionamiento claro con los rasgos básicos del Derecho anglosajón, a una situación intermedia en la que abandonan algunas de sus características más representativas. En un primer momento, la regulación mantenía los rasgos básicos de los Derechos del área del *Common Law*, sobre todo los que más interesan a esta investigación, la aceptación de la «concepción dual del capital». Sin embargo, con el paso del tiempo ha ido desplazando la distinción entre los dos conceptos de capital: el «capital autorizado» [*Authorized (Share) Capital*] y el «capital emitido» [*Issued (Share) Capital*]. En la actualidad, el Derecho de sociedades de Australia ha derogado la necesidad de especificación estatutaria de la cifra del capital autorizado.

<sup>27</sup> No falta doctrina que opina sobre si la inclusión del límite era adecuada o no. El establecimiento del límite cuantitativo tiene como objetivo «(...) evitar la descapitalización de la compañía cuando esta proceda al rescate». Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, pág. 496. En su ausencia, «(...) el rescate de los títulos generaría una disminución de los fondos propios de la sociedad, que podría abocar a la misma a dificultades financieras, cuando no a una situación de desequilibrio patrimonial». Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *op. cit.*, pág. 1.699.

social ya que parece razonable y suficiente. Bien es cierto que es imposible que una medida discrecional <sup>28</sup> preventiva satisfaga a todos, ya sea porque parece excesiva <sup>29</sup> o porque parece escasa <sup>30</sup>.

Respecto al segundo problema, el legislador ha sido claro en la obligación de establecer el límite cuantitativo, aunque no lo ha sido tanto a la hora de definir su detalle.

El límite cuantitativo de la emisión de rescatables está redactado en términos ambiguos, lo cual puede provocar problemas en su aplicación. Las dudas sobre el límite establecido son, fundamentalmente, cinco: no ha definido si el límite solo funciona en el momento de la emisión o, por el contrario, durante toda la vida de la sociedad, no ha establecido las repercusiones de sobrepasar el límite cuantitativo, no ha previsto la definición del límite en el caso de sociedades cotizadas parcialmente, no ha definido si el límite máximo de emisión de acciones rescatables debe ser calculado sobre el capital social emitido o sobre el capital social desembolsado, y por último, no ha especificado si este límite se refiere al capital social anterior a la emisión de acciones rescatables o al resultante una vez realizada esta emisión.

La primera indefinición de la Ley es que no ha determinado el momento de aplicación, es decir, no ha definido suficientemente el límite para saber si solo funciona en el momento de la emisión o, por el contrario, durante toda la vida de la sociedad. En nuestra opinión, debe tenerse siempre en cuenta el saldo vivo de capital representado por todas las acciones rescatables emitidas, ya que en caso contrario el límite sería muy fácil de burlar, e impediría alcanzar las finalidades pretendidas por el legislador con su inclusión.

Si la sociedad pretende emitir nuevas rescatables deberá tener cuidado de que el saldo total de las rescatables en relación con el importe nominal de todas las emitidas (las nuevas y las antiguas aún no amortizadas) no supere la cuarta parte del capital social. El aumento de capital de rescatables que superase el límite es, todo él, ilegal por infracción de lo dispuesto en el artículo 92 bis del TRLSA y, por ende, no sería inscribible en el Registro Mercantil. De igual manera, no es legal la amortización voluntaria de acciones no rescatables que determine la superación del límite cuantitativo de las rescatables. La misma conclusión vale para el acuerdo de conversión de acciones ordinarias en rescatables.

<sup>28</sup> A pesar de que consideran razonable un límite cuantitativo, algunos autores afirman que es difícilmente justificable el establecimiento de este en concreto. ZUBIRI DE SALINAS, M.: «Las acciones rescatables o recuperables ¿una opción para las sociedades cotizadas?», en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (coord.), *Las(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2000, pág. 122, afirma que «(...) la cuarta parte es una cifra caprichosa elegida por el legislador porque se considera que es suficiente para estimar que las otras tres cuartas partes del capital social puede garantizar la solvencia de la sociedad frente a terceros y frente a los propios titulares de las acciones rescatables».

<sup>29</sup> Será considerado un límite excesivo por todos los autores que deseen buscar una regulación en nuestro país concordante con el resto de los Derechos Mercantiles que regulan las acciones rescatables, donde o no existe limitación cuantitativa o como mucho es de un 10 por 100, como en Australia.

<sup>30</sup> En opinión de KIRCHNER y SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, pág. 401, «(...) el límite del 25% del capital social es excesivamente bajo, lo que puede constituir un obstáculo a ciertas finalidades de las acciones rescatables». En especial, en el caso de las sociedades concesionarias de obras y servicios públicos, en las cuales «(...) conforme se acerca el momento de la extinción de la concesión, el patrimonio social se va haciendo demasiado alto, por lo que es más eficiente facilitar su progresiva liquidación anticipada, siempre que se respeten los derechos de los acreedores y los de la Administración concedente».

La segunda indefinición es que la legislación no ha previsto las repercusiones de incumplir el límite cuantitativo. Respecto a las repercusiones a aplicar si una empresa sobrepasa el límite, caben dos posibles interpretaciones: el exceso es irrelevante jurídicamente o es ilegal sobrepasar el límite y es obligatorio disolver la sociedad.

No es posible aceptar la imperativa disolución, ya que supondría inventar una nueva causa de disolución para supuestos diferentes de los contemplados en la Ley<sup>31</sup>. La legislación mercantil establece dos supuestos de plazo transitorio para restablecer un equilibrio y disolución por causa legal, en caso contrario, cuando caduca el plazo: las reducciones de capital por debajo del mínimo legal<sup>32</sup> y el límite específico de las acciones sin voto<sup>33</sup>. El sistema previsto para las acciones sin voto o para las reducciones obligatorias por debajo del mínimo legal es: licitud provisional de la operación con un plazo transitorio para restablecer la situación (un año y dos años, respectivamente) y disolución por causa legal cuando caduca el plazo. No cabe aplicar por analogía el sistema previsto para las sin voto o para las reducciones obligatorias por debajo del mínimo legal, porque supondría inventar una nueva causa de disolución no establecida específicamente en la Ley. Por lo tanto, la opción adecuada es que el exceso sea irrelevante jurídicamente.

La tercera indefinición sobre los supuestos de empresas emisoras de acciones rescatables con cotización parcial, es decir la empresa es cotizada porque algunos de sus valores están admitidos a cotización, aunque otros no lo estén. Para resolver esta situación solo hay dos alternativas: que el porcentaje se aplique solamente sobre el capital social cotizado, o sobre todo el capital de la empresa (ya veremos más adelante si suscrito o desembolsado).

La solución más adecuada, hasta que el legislador concrete de forma detallada, es considerar únicamente como límite de emisión, la cuarta parte del capital social cotizado, excluyendo de dicho cálculo las acciones que no estuvieran admitidas a cotización. Esto es coherente con la doctrina que estudia las acciones rescatables<sup>34</sup>, y además es concordante con las soluciones doctrinales para problemas similares, como la autocartera<sup>35</sup>.

Respecto al cuarto interrogante, la redacción de la Ley no precisa si el límite máximo de emisión de acciones rescatables debe ser calculado sobre el capital social emitido o sobre el capital social desembolsado. Esta imprecisión tendrá que ser resuelta en un futuro por la legislación. De momento, las empresas emisoras elegirán, sin duda, la interpretación que más les convenga, teniendo en cuenta

<sup>31</sup> Cfr. artículo 260 del TRLSA.

<sup>32</sup> Cfr. artículo 260 del TRLSA y artículo 280 del RRM.

<sup>33</sup> Cfr. artículo 92.2 del TRLSA.

<sup>34</sup> GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Las acciones rescatables», *op. cit.*, págs. 6 y 955, mantiene que la limitación «(...) debe tomar como base de cálculo la suma del nominal de aquellas acciones admitidas a negociación en un mercado, excluyendo de dicho cálculo las que no estuvieran admitidas a cotización».

<sup>35</sup> GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Las acciones rescatables», *op. cit.*, págs. 941 y 942, propone adaptar «(...) las soluciones doctrinales respecto al límite cuantitativo de la autocartera cuando la sociedad cotizara parcialmente», a efectos de determinar si tal limitación cuantitativa será la general (10%), o por el contrario, la particular prevista para las sociedades cotizadas (5%). Los límites de mantenimiento de autocartera están recogidos en el artículo 75.2 del TRLSA, el general, y en la disposición adicional primera.2 del TRLSA, el de sociedades cotizadas.

ta que en el caso de existir desembolsos pendientes, el importe máximo de acciones rescatables a emitir será mayor si elegimos realizarlo sobre el capital social suscrito que sobre el desembolsado. Evidentemente, estas diferencias solo acaecerán en incrementos de capital no dinerarios, pues no pueden realizarse incrementos de capital dinerarios cuando existan desembolsos pendientes superiores al 3 por 100 del capital social <sup>36</sup>.

La doctrina no ha encontrado una respuesta unánime sobre el problema de si el límite se calcula sobre el capital suscrito o desembolsado, aunque la opción por el capital suscrito ha sido defendida mayoritariamente <sup>37</sup>.

En nuestra opinión, parece más lógico la utilización del valor nominal suscrito, por analogía con la adquisición derivativa de acciones propias <sup>38</sup> y porque si el legislador hubiese querido establecer otro medio distinto al nominal, lo hubiese aclarado expresamente, como realizó con el capital desembolsado para las acciones sin voto en el artículo 90 del TRLSA <sup>39</sup>. Es cierto que no tiene mucho sentido que la Ley establezca dos criterios distintos para fijar el límite máximo de financiación: uno para rescatables y otro para las sin voto. Sin embargo, no existen argumentos para entender que donde dice el artículo 92 bis.1 TRLSA «capital social» deba interpretarse «capital social desembolsado». Además, es la interpretación más prudente.

De esta forma, los emisores de acciones privilegiadas tienen un límite cuantitativo acumulable (el límite cuantitativo de las rescatables es aplicable acumulativamente al de las acciones sin voto), pero calculado sobre dos bases diferentes. La sociedad que emita acciones sin voto y, además, acciones rescatables, puede llegar a tener hasta 3/4 partes de su capital en estos recursos financieros: hasta la mitad (del capital desembolsado) con acciones sin voto y hasta la cuarta parte (del capital suscrito) con acciones con voto.

Al establecer el límite con el importe nominal de las acciones rescatables hay que incluir el sumatorio de los valores nominales de todas las rescatables emitidas, ya sean antiguas o nuevas (capital suscrito total), por lo que es irrelevante el importe de la prima de emisión en el caso de que hubiere, no debiéndose computar a efectos del límite.

<sup>36</sup> Aunque la posibilidad de realizar incrementos de capital social con aportaciones no dinerarias no está expresamente excluida en la Ley, esta alternativa parece contradictoria con las motivaciones de la figura en España.

<sup>37</sup> SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad anónima modelo 1988. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, McGraw-Hill, Madrid, 1999, pág. 6, entiende que «(...) si las acciones se introducen vía aumento de capital, debe hablarse sin más de capital, pues el artículo 154 de la Ley de Sociedades Anónimas exige el total desembolso de las acciones anteriormente emitidas». De igual forma, CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000, pág. 242, piensa que «(...) debe prevalecer la opción del capital suscrito, en detrimento del capital desembolsado, ya que con esta interpretación se evita tener que recalcular el número de acciones rescatables que pueden emitirse, a medida que se produzca el desembolso gradual de los dividendos pasivos».

<sup>38</sup> GALLEGUE DÍEZ, E.; GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M.; RÚA ALONSO DE CORRALES, E.: *Contabilidad de Sociedades*, Pirámide, Madrid, 2000, pág. 115, abogan por el valor nominal suscrito, «(...) por analogía con la adquisición derivativa de acciones propias».

<sup>39</sup> Esta argumentación está apoyada por ALONSO LEDESMA, GARRIDO PULIDO *et al.* y MARTÍN GARCÍA. *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 32. *Vid.* GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRA MARTÍN, A.: «Las acciones rescatables: Una nueva modalidad de financiación», *Revista de Contabilidad y Tributación*. CEF, núm. 243, junio 2003, pág. 145. *Vid.* MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, págs. 496-497.



La quinta y última indefinición del límite es que no aparece establecido si este límite se refiere al capital social anterior a la emisión de acciones rescatables o al resultante una vez efectuada esta emisión. En nuestra opinión, lo lógico es optar por la segunda interpretación: el límite se refiere al capital social resultante una vez realizado el aumento de capital con emisión de rescatables. Por un lado, seguir el criterio de emitir rescatables con el techo de la cuarta parte del capital resultante después de la ampliación es la opción más prudente, ya que el límite contrario es mucho más fácil de burlar. Por otro lado, debe ser aplicado porque es el criterio seguido en otras ocasiones por el legislador, por ejemplo, en el artículo 157.1 del TRLSA en que, a propósito del límite sobre el capital, se trata de las reservas legales capitalizables y se especifica el capital «ya aumentado»<sup>40</sup>.

Una vez observado que las dos últimas indefiniciones son las que presentan más dudas, se realiza un análisis comparativo de las diferentes alternativas admitidas en esta normativa tan poco concreta para intentar ayudar, por un lado, al legislador a emitir una normativa más precisa, y, por el otro lado, al empresario a realizar sus emisiones mientras llega esa necesaria legislación más puntualizada. La posibilidad de emisión de acciones rescatables queda fijada de forma imprecisa: «(...) por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social»<sup>41</sup>. Esta redacción legislativa plantea cuatro interrogantes principales: por un lado, saber si se refiere al capital social antes de la emisión o se refiere al capital social después de la emisión, por el otro, conocer si se refiere al capital social suscrito o se refiere al capital social desembolsado. A continuación, se desarrolla un *supuesto práctico* para observar las diferencias entre las cuatro alternativas.

Una sociedad admitida a cotización presenta el siguiente balance de situación a 1 de enero de 2007:

Activo		Pasivo	
Accionistas por desembolsos no exigidos	100.000	Capital Social (1.000.000 acciones)	10.000.000
Inmovilizado Material	11.000.000	Prima de emisión	1.000.000
Existencias	800.000	Reserva legal	200.000
Deudores	200.000	Reserva voluntarias	400.000
Tesorería	200.000	Deudas a largo plazo	600.000
		Deudas a corto plazo	100.000
<b>Total activo</b>	<b>12.300.000</b>	<b>Total pasivo</b>	<b>12.300.000</b>

La empresa desea emitir acciones rescatables por el importe máximo que permita la Ley.

<sup>40</sup> MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, págs. 496-497, interpreta que el cómputo del 25 por 100 se aplique a la cifra de capital resultante tras la emisión de rescatables, basándose en que ese criterio «(...) coincide con el defendido a propósito de los límites cuantitativos de la emisión de las acciones sin voto, en cuya sede se ha razonado que el cómputo deba realizarse de acuerdo con el criterio indicado». De la misma forma, GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRA MARTÍN, A.: «Las acciones rescatables: ...», *op. cit.*, pág. 145, son partidarios de la opción «después de la ampliación», basándose en lo siguiente: «Debe ser el capital después de la ampliación, pues cuando quiere manifestar lo opuesto (antes de la ampliación), la legislación mercantil lo recoge explícitamente, como ocurre en el artículo 152 del TRLSA».

<sup>41</sup> Cfr. artículo 42 bis.1 del TRLSA.

1. Capital suscrito antes de la emisión. El capital suscrito es 10.000.000 euros, por lo que el importe máximo a emitir en acciones rescatables es 2.500.000 euros (25% 10.000.000).
2. Capital desembolsado antes de la emisión. El artículo 154 del TRLSA establece que en todo aumento de capital cuyo contravalor consista en nuevas aportaciones dinerarias, será requisito previo el total desembolso de las acciones anteriormente emitidas. Las únicas excepciones son que la cantidad pendiente de desembolso no exceda del 3 por 100, y la aplicación del límite en las empresas de seguros. Si el capital social suscrito es de 10.000.000 euros y los dividendos pasivos son 100.000 euros, el capital social desembolsado es de 9.900.000 euros. Con esta alternativa, el importe rescatable máximo a emitir es 2.475.000 euros (25% 9.900.000).
3. Capital suscrito después de la emisión. El capital suscrito después de la emisión será como máximo el capital social suscrito previo a la ampliación más el 25 por 100 del capital ya ampliado<sup>42</sup>. Como la cifra de capital social máxima después de la emisión es de 13.333.333 euros, y el capital social antes de la emisión es de 10.000.000 euros, el importe del capital nominal a emitir no podrá ser superior a 3.333.333 euros.
4. Capital desembolsado después de la emisión. El capital social desembolsado asciende a 9.900.000 euros (10.000.000 – 100.000). El capital desembolsado después de la emisión será como máximo el capital social desembolsado previo a la ampliación, más el 25 por 100 del capital ya ampliado<sup>43</sup>. Como la cifra de capital social máxima después de la emisión es de 13.200.000 euros, y el capital social antes de la emisión es de 9.900.000 euros, el importe del capital nominal rescatable a emitir no podrá ser superior a 3.300.000 euros.

El cuadro siguiente recoge los diferentes resultados obtenidos por las cuatro alternativas que la legislación española deja abiertas.

	<b>Antes de la ampliación</b>	<b>Después de la ampliación</b>
Capital suscrito	2.500.000	3.333.333
Capital desembolsado	2.475.000	3.300.000

De los resultados obtenidos del supuesto, podemos afirmar que de las cuatro alternativas se derivan cifras muy diferentes.

Las cuatro alternativas, ordenadas de menor a mayor capital que permiten ampliar son: «capital social desembolsado/antes de la ampliación», «capital social suscrito/antes de la ampliación», «capital social desembolsado/después de la ampliación» y «capital social suscrito/después de la ampliación».

<sup>42</sup> La cantidad máxima del capital suscrito después de la emisión puede obtenerse de la siguiente ecuación:  $10.000.000 + 25\%X = X$ . Resolviendo la ecuación obtenemos que la incógnita es igual a 13.333.333 euros. Esta última cifra es aproximada, ya que de la operación se deriva un resultado periódico 13.333.333,333333333333333333333333333333.

<sup>43</sup> La cantidad máxima del capital desembolsado después de la emisión se obtiene de la siguiente ecuación:  $9.900.000 + 25\%X = X$ . Resolviendo la ecuación obtenemos que la incógnita es igual a 13.200.000 euros.

Las diferencias más importantes no se generan por la diferencia entre el capital suscrito y desembolsado, sino por la diferencia entre antes y después de la ampliación. Esto, además, se complementa con el escaso margen de dividendos pasivos del 3 por 100 para incrementos de capital dinerarios.

Las grandes diferencias entre la opción de elegir el capital suscrito o desembolsado, y entre definir antes o después de la ampliación, hacen absolutamente necesario que la legislación mercantil española defina los extremos sobre las alternativas que deben aplicarse. Hasta que esto ocurra, cada empresa optará por la alternativa que más le interese. Y, dentro de ellas, es posible identificar que la alternativa que mayor capital permite ampliar es el «capital social suscrito/después de la ampliación», y la que menor capital permite aumentar es la opción «capital social desembolsado/antes de la ampliación».

Para el caso concreto de las indefiniciones legislativas de la limitación cuantitativa de la emisión, nuestra recomendación es que, ante las grandes diferencias que se derivan de la aceptación de los cinco tipos de alternativas, el Derecho español defina expresamente las opciones que, en criterio de sus legisladores, deben aplicarse. El mantenimiento de las imprecisiones en el texto provocaría incertidumbres tanto en las empresas que emiten acciones rescatables como en los sujetos con los que se relaciona la compañía.

### 1.3. Desembolso total.

En el Derecho español, la regla general es que las acciones no tienen por qué estar totalmente desembolsadas desde el momento de emisión. Solamente debe estar íntegramente desembolsada, en todas las situaciones, la prima de emisión <sup>44</sup>. Para garantizar que las empresas emisoras reciban los recursos, la legislación española establece mecanismos rigurosos <sup>45</sup> para hacer efectivo, llegado el momento, el cobro de los dividendos pasivos, esto es, la parte del valor nominal de las acciones que queda pendiente de desembolsar <sup>46</sup>.

Para el caso concreto de las acciones rescatables, tanto la Directiva <sup>47</sup> como las legislaciones de Reino Unido <sup>48</sup>, Portugal <sup>49</sup> y España <sup>50</sup> establecen que deben estar totalmente desembolsadas. El Derecho británico inspira a toda la II Directiva, que a su vez influye en la regulación de la figura en el Derecho portugués y español. Sin embargo, la obligatoriedad de desembolso íntegro en todos estos

<sup>44</sup> Cfr. artículo 12 del TRLSA para las acciones emitidas en la fundación y artículo 152.3 del TRLSA para las acciones de una nueva emisión en virtud de un acuerdo de ampliación de capital.

<sup>45</sup> Artículo 45 del TRLSA.

<sup>46</sup> La II Directiva ya contemplaba la posibilidad del desembolso parcial de las acciones emitidas y la existencia de dividendos pasivos (art. 26 II Directiva).

<sup>47</sup> Artículo 39 b) de la II Directiva.

<sup>48</sup> S. 159.3 *Companies Act*.

<sup>49</sup> Artículo 345.3 del CSC.

<sup>50</sup> Artículo 92 bis.2 del TRLSA.

textos ni tiene la misma justificación, ni está establecida en los mismos términos, ni tiene idéntica dimensión temporal.

La razón de la exigencia del desembolso total de las acciones rescatables en el Derecho británico se explica por la incardinación de estas acciones en el marco del régimen jurídico de la adquisición de acciones propias en ese ordenamiento. En el Derecho británico, las rescatables son una excepción a la regla tradicional de prohibición de adquisición de acciones propias. En el Derecho de la Unión Europea, y en el de España, uno de los requisitos básicos para que la adquisición derivativa de las acciones propias sea lícita es que las acciones estén totalmente desembolsadas<sup>51</sup>, y las acciones rescatables también deben estar desembolsadas, sin embargo, la regulación de la figura está establecida en apartados independientes y separados a los de las acciones propias, incluso en el Derecho español con una fundamentación diferente, junto a las acciones preferentes y sin voto, como instrumentos de financiación de las empresas.

La Directiva traslada, de una manera equívoca, el requisito de desembolso íntegro del Derecho británico. La literalidad del artículo 39 de la II Directiva no concreta adecuadamente el momento en que debe exigirse el íntegro desembolso de las acciones rescatables. El apartado b) de dicho precepto se limita a indicar, ambigüamente, que «(...) estas acciones deberán ser enteramente liberadas». Sin embargo, es posible interpretar que el momento en que se precisa el desembolso íntegro es el de la recuperación porque así resulta del encabezamiento del precepto: «Cuando la legislación de un Estado miembro autorice a las sociedades a emitir acciones recuperables, exigirá para la recuperación de estas acciones al menos el respeto de las siguientes condiciones (...)».

Más concreto y específico es el Derecho británico. En la s. 159 de *the Companies Act* aparece claramente que el requisito del íntegro desembolso, opera en el momento del rescate y no en el momento de la emisión. Además, no pueden emitirse acciones rescatables si no existen acciones no rescatables ya emitidas<sup>52</sup> y no pueden redimirse las acciones rescatables cuando, en el momento de rescate, no estén totalmente desembolsadas.

El Derecho portugués, cuando incorpora la institución de las rescatables a su ordenamiento, especifica, al igual que hizo claramente la legislación británica, e implícitamente la comunitaria, la necesidad de que estén desembolsadas en el momento del rescate: «Las acciones (preferentes redimibles) deben estar íntegramente liberadas antes de ser rescatadas»<sup>53</sup>.

Por todo ello, podemos afirmar que la legislación británica y portuguesa obligan a que las acciones rescatables estén desembolsadas en el momento del rescate, y no antes. La legislación comunitaria establece el mismo requisito, pero bajo una redacción más confusa.

Nuestro legislador toma un camino diferente, al establecer el desembolso en un momento anterior, mejor dicho en todo momento, ya que deben estar desembolsadas desde que se emiten. La

<sup>51</sup> Cfr. artículo 19 y siguientes de la II Directiva y artículos 75.4, 77 c) y 77 d) del TRLSA.

<sup>52</sup> *The Companies Act*: s. 159.2.

<sup>53</sup> Artículo 345.3 del CSC.

redacción de nuestra legislación está establecida en unos términos muy concretos, sin ofrecer las dudas de la II Directiva: «Las acciones rescatables deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción» (art. 92 bis 2 TRLSA). La concesión de un mayor rigor de desembolso a nuestras rescatables es perfectamente conforme a las exigencias del Derecho comunitario, ya que funciona como derecho de mínimos.

Una vez observado que la legislación española establece, de forma clara, la obligatoriedad del desembolso de las acciones rescatables desde el momento de la emisión, parte de la doctrina está en contra de esta medida<sup>54</sup>. En nuestra opinión, la obligatoriedad de desembolso desde la emisión es la mejor opción que podría haber tomado la legislación española. Si admitimos que la finalidad declarada por la regulación española sobre acciones rescatables es de tipo financiero (busca fundamentalmente la financiación de las empresas), es posible inferir que el desembolso total de los títulos desde la emisión es la única opción que tiene sentido, pues si no existe el desembolso total, las compañías no reciben la financiación que necesitan<sup>55</sup>.

El medio más frecuente para realizar la contraprestación de las acciones rescatables, sin duda, serán las aportaciones dinerarias porque una de las características fundamentales de la figura es su alto grado de liquidez. Sin embargo, no se prohíben las aportaciones no dinerarias mientras que estén desembolsadas, por lo que suponemos que son perfectamente utilizables con las mismas condiciones que en las restantes clases de acciones.

La legislación española no establece las consecuencias que tendría el incumplimiento del límite cuantitativo del artículo 92 bis del TRLSA. Este incumplimiento puede ser directo, es decir, la emisión de rescatables por encima del 25 por 100 del capital social, o indirecto, la reducción de capital social de acciones no rescatables, dejando a las acciones rescatables en un nivel superior al 25 por 100, aunque en el momento de emisión no lo excediera.

El incumplimiento directo es sencillo de resolver. Cuando se produzca se debe proceder a la impugnación del acuerdo de ampliación de capital de la emisión las acciones rescatables y su correspondiente nulidad (basándose en los arts. 115 y ss. del TRLSA)<sup>56</sup>.

<sup>54</sup> Algunos autores son contrarios basándose en que choca con la voluntad de flexibilización del Derecho de sociedades anónimas y en especial de las cotizadas. Vid. KIRCHNER; SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, op. cit., pág. 402. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *El fortalecimiento de los recursos propios*, op. cit., pág. 248. Otros opinan que podría haberse permitido la existencia de dividendos pasivos en la emisión, «(...) estableciendo el íntegro desembolso de la acción antes de proceder al rescate» (al igual que establece la Directiva y el Derecho británico y portugués). Vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», op. cit., pág. 1.699. Con el mismo argumento MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», op. cit., pág. 500. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», op. cit., pág. 36, también participa de esta idea afirmando que hubiera sido suficiente «(...) con que esté desembolsada en el momento del rescate».

<sup>55</sup> Este argumento es apoyado por ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», op. cit., pág. 32, quien afirma que «(...) si la finalidad perseguida con la emisión de este tipo de acciones es, como ya se dijo, la de proporcionar una financiación coyuntural a la sociedad, no tiene mucho sentido exigir solo una parte del desembolso y posponer para otro momento la totalidad de la aportación».

<sup>56</sup> Ante el incumplimiento directo, la doctrina propone proceder a la «(...) impugnación del acuerdo de ampliación de capital en cuya virtud se emitieron las acciones rescatables y la nulidad del mismo». Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», op. cit., págs. 498-499.

El incumplimiento indirecto tiene una complejidad mayor, pues al silencio del TRLSA sobre las acciones rescatables se contrapone que, para un supuesto similar, el artículo 91.2 del TRLSA contempla una solución expresa para las acciones sin voto. Esta situación puede interpretarse en dos sentidos: la omisión de repercusión supone una voluntad deliberada del legislador de que el pronunciamiento sobre las acciones sin voto no alcance a las acciones rescatables, o que es posible extender las medidas impuestas a las acciones sin voto a las rescatables por analogía<sup>57</sup>. El criterio de las acciones sin voto es conceder un plazo de dos años para restablecer la proporción entre acciones rescatables y no rescatables, ya sea por medio de una ampliación de capital no rescatable, una reducción de capital a través de la disminución del valor nominal de todas las acciones rescatables o una amortización de parte de las acciones rescatables; si no se produjera ninguna de ellas, la emisora debería disolverse. En nuestra opinión hay que seguir el dictamen de las acciones sin voto porque es el instrumento financiero al que más se parece, mucho más cuando el legislador español se ha acercado, en ubicación y filosofía, a las acciones sin voto, alejándose de las acciones propias (como mantiene el Reino Unido).

Tras todas estas dudas e indeterminaciones, se hace imprescindible que el Derecho positivo establezca, de forma expresa, las consecuencias que tendría que la empresa emisora sobrepasara el límite cuantitativo establecido en el artículo 92 bis del TRLSA.

#### 1.4. Período de carencia.

El artículo 92 bis.3 del TRLSA explicita: «Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión».

La función principal del establecimiento del período de carencia es proteger al inversor. YANES afirma que «(...) esta limitación temporal se ha establecido con una finalidad claramente tuitiva de los inversores al garantizar una permanencia y estabilidad mínima a su inversión»<sup>58</sup>.

Respecto a la operatividad del período de carencia existen dos posibilidades: que el cómputo se verificará de fecha a fecha o por ejercicios económicos. Las dudas las crea la propia legislación, ya que la actual referencia a «tres años a contar desde la emisión» en el texto definitivo de la LRLMV sustituye a la expresión «tres ejercicios sociales a contar desde la emisión» establecido en el Proyecto de LRLMV (Enmiendas núms. 74 y 99). La doctrina que ha opinado al respecto es partidaria de interpretar que «(...) el período de carencia es por ejercicios económicos»<sup>59</sup>. ALONSO LEDESMA escri-

<sup>57</sup> El único autor que se ha pronunciado, es de la opinión de «(...) proceder de acuerdo con lo establecido respecto de las acciones sin voto, es decir, conceder un plazo de dos años para restablecer la proporción legal entre las acciones rescatables y las no rescatables, mediante una ampliación de capital no rescatable, una reducción de capital a través de la disminución del valor nominal de todas las acciones rescatables o una amortización parcial de esta última clase de acciones. En defecto de estas opciones, procedería la disolución de la sociedad». Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, pág. 499.

<sup>58</sup> Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, pág. 157.

<sup>59</sup> Vid. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 36. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, pág. 158.



be que «(...) parece más adecuado considerar que el cómputo de los tres años no deberá hacerse de fecha a fecha sino por ejercicios sociales como se indicaba en el Texto redactado por la Comisión de Expertos. De esta forma al inversor se le garantizaría que, al menos, podría percibir los dividendos correspondientes a esos tres ejercicios si es que en los mismos existieran beneficios repartibles. De no hacerse así, es posible que aunque transcurrieran tres años, el inversor cobrará, siempre en la hipótesis de que existieran beneficios repartibles, solamente los dividendos correspondientes a dos ejercicios»<sup>60</sup>. Mientras que la indefinición se mantenga y el legislador no establezca cuál es la interpretación adecuada, fecha a fecha o por ejercicios económicos, se producirá una inevitable confrontación entre los inversores y la sociedad emisora: «(...) la una interesada en que los tres ejercicios se entienda cumplidos aun cuando desde la emisión no hubieran transcurrido efectivamente tres años naturales, y los otros en prolongar el plazo mínimo más allá de los tres ejercicios sociales y hasta alcanzar los tres años naturales»<sup>61</sup>.

Buscando la comparativa con otras regulaciones, observamos que no existe especificación de un período de carencia, ni en el Derecho comunitario ni en el británico.

«La única legislación donde han existido limitaciones sobre las acciones rescatables a opción de la compañía emisora es la norteamericana»<sup>62</sup>, pero no han sido temporales sino de eliminación y reticencias en su aplicación. Según FERNÁNDEZ DEL POZO<sup>63</sup>, en el Derecho estadounidense y en las legislaciones de sus estados, «(...) existe un cierto rechazo a la redimibilidad a voluntad de la sociedad sobre todo si afecta a acciones ordinarias (callable common shares), imponiendo limitaciones a este tipo de rescatables cuando no prohibiéndolas. En la pretérita Model Act, solo se permitió atribuir la facultad de rescate a la sociedad emisora en el caso de que recayese sobre acciones privilegiadas; algunos estados permiten callable or redeemable common shares solo si existe al menos otra clase de acciones ordinarias que no sea rescatable. La doctrina americana no terminó de entender estas limitaciones<sup>64</sup> que, por lo demás, están ausentes en la regulación actual del Model Business»<sup>65</sup>.

En nuestra opinión, existen dudas sobre si la legislación ha acertado al incluir el plazo de carencia.

El plazo de carencia es utilizado en otras figuras, aunque responde a otros propósitos distintos a los financieros, que son los explicitados por la legislación mercantil española sobre rescatables. Siguiendo los criterios del Comité de Basilea, la normativa internacional y comunitaria de control de solvencia de ciertas entidades (bancos, entidades de crédito, entidades de seguro, sociedades y agencias de valores), la financiación subordinada solo es computable dentro de los recursos de capital de peor calidad (*tier two*) cuando, entre otras cosas, presente una cierta estabilidad. Nuestro Derecho, al igual

<sup>60</sup> Vid. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 36.

<sup>61</sup> Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, pág. 158.

<sup>62</sup> Vid. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 36.

<sup>63</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, págs. 254-255.

<sup>64</sup> El autor cita a HAMILTON, ROBERT W.: *Corporations including partnerships and limited partnerships cases and materials*, American Casebook series, West Publishing Co., St Paul, Minnesota, 1992, pág. 258.

<sup>65</sup> El autor se refiere a la *Revised Model Business Corporation* (RMBCA).

que el comunitario, fija en cinco años la duración mínima de la financiación subordinada computable<sup>66</sup>. Según FERNÁNDEZ DEL POZO<sup>67</sup> «Si no estuviese estipulada una fecha de vencimiento, la computabilidad como recursos propios requiere un plazo estipulado de preaviso de al menos cinco años». Por este motivo en las numerosas emisiones de participaciones preferentes que suelen realizar las empresas cotizadas españolas a través de filiales domiciliadas en paraísos fiscales, es frecuente que el emisor se reserve la facultad de rescatar a partir del quinto año.

En las entidades financieras sujetas a supervisión especial, por tanto, el plazo de carencia responde a otros propósitos, que no son los financieros. Las acciones rescatables no tienen el objetivo de servir de garantía para la cobertura de riesgos, ni para el cálculo de la ratio de solvencia, por el contrario la finalidad de la legislación española es su utilización como elementos de inversión-financiación. Para los instrumentos con propósitos financieros, la forma de fijar el plazo debe ser otra. Para el caso concreto de las acciones rescatables, el período obligatorio de carencia legal de tres años, protege la posición del inversor, lo que supone una motivación financiera. Si el rescate es a voluntad del emisor, el inversor sufre el riesgo de que, en cualquier momento, la sociedad decida amortizar su participación de manera que le resulta imposible un cálculo financiero anticipado de la rentabilidad. Por esta razón, las emisiones de privilegiadas rescatables pueden contener una cláusula en la que se fije un período de carencia, que permita a los inversores una cierta estimación del riesgo y un aproximado cálculo financiero de la rentabilidad esperada de la inversión<sup>68</sup>.

A pesar de lo anterior, existen dudas acerca de que el plazo de carencia deba ser legal y mínimo, sino que más bien debería ser fruto de la oferta y la demanda. «Si la racionalidad financiera exigiese la fijación de un plazo de carencia en una concreta emisión, deberían ser las partes las que libremente lo establezcan. Si el inversor está dispuesto a permitir un plazo inferior de carencia e, incluso, la ausencia de un período tal, a cambio de una mayor rentabilidad en términos de dividendo, no se entiende muy bien por qué motivo debe prohibirlo el legislador»<sup>69</sup>. Si verdaderamente existiese una lógica financiera para imponer un plazo de carencia, debería ser el mercado financiero el que lo esta-

<sup>66</sup> Cfr. artículo 22 del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre; Norma 8.a de la Circular del Banco de España 5/1993, de 26 de marzo, y artículo 4.3 de la Directiva del Consejo de 17 de abril de 1989 relativa a los fondos propios de las entidades de crédito.

<sup>67</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., pág. 255.

<sup>68</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO apoya el argumento con estas palabras: «Sin perjuicio de que en las entidades sujetas a supervisión especial el plazo de carencia responda a otros propósitos, se supone que el período obligatorio de carencia legal de tres años de las acciones rescatables, protege la posición del inversor, lo que supone una clara motivación financiera. El argumento vendría a ser el siguiente: si el rescate se configura a voluntad de la sociedad, el accionista sufre el potencial riesgo de que en cualquier momento que pueda resultar el coste de capital rescatable excesivo, la sociedad decida amortizar su participación de manera que le resulta imposible un cálculo financiero anticipado de la rentabilidad. El argumento tiene más fuerza si se tiene en consideración que, en el Derecho comparado, las rescatables son privilegiados que atribuyen derecho a un solo dividendo que suele estar referido al valor nominal y que no es infrecuente la rentabilidad esperada por el accionista rescatable se cifre, sustancialmente, en el dividendo garantizado. Por esta razón, las emisiones de privilegiadas rescatables suelen contener una cláusula en la que se fije un periodo de carencia, que permita a los inversores una cierta estimación del riesgo y un aproximado cálculo financiero de la rentabilidad esperada de la inversión. Es fácilmente comprensible que sin una garantía temporal de estabilidad, los inversores en capital a plazo, resistan una configuración financiera que les pone en las manos del deudor». Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, op. cit., págs. 255-256.

<sup>69</sup> *Ididem*, pág. 256.

bleciera. FERNÁNDEZ DEL POZO <sup>70</sup> no entiende «(...) el motivo de excluir posibilidades reales de contratación en atención a ciertos prejuicios injustificados de tutela del inversor».

Por todo ello, el período de carencia debe ser eliminado porque los emisores establecerán el período de carencia que permita el mercado (sean aceptables por el mercado financiero en ese momento). Si ponen uno escaso no tendrá inversores suficientes, por lo que estarán obligados a ir ampliándola (o aumentando la rentabilidad) hasta que encuentren los recursos financieros que necesita el emisor. Además, esta medida no tiene precedente ni en la II Directiva ni en ninguna de su adaptación establecida en los países de nuestro entorno.

Nuestra recomendación es que legislador elimine el plazo de carencia para todas las emisiones de acciones rescatables. Si la racionalidad financiera exigiese la fijación de un plazo de carencia en una concreta emisión, deberían ser las partes las que libremente lo deben establecer. Si el inversor está dispuesto a aceptar un plazo inferior de carencia e, incluso, su ausencia, a cambio de una mayor rentabilidad en términos de dividendo <sup>71</sup>, no se entiende por qué debe prohibirlo el legislador. Si verdaderamente existiese una lógica financiera para imponer un plazo de carencia, debería ser el mercado financiero el que lo estableciera. No se entiende el motivo de excluir posibilidades reales de contratar, en atención a ciertos prejuicios injustificados de tutela.

En el supuesto de que se mantuviera el período de carencia, nuestra recomendación es que el legislador concrete más la redacción, porque con el texto actual existen dos posibles interpretaciones las cuales conllevan diferentes repercusiones económicas sobre los inversores y emisores. Las posibilidades son que el cómputo se refiera de fecha a fecha o por ejercicios económicos. Las dudas las ha creado la propia legislación, ya que la actual referencia a «tres años a contar desde la emisión» en el texto definitivo de la LRLMV sustituye a la expresión «tres ejercicios sociales a contar desde la emisión» establecido en el Proyecto de LRLMV. Mientras que la indefinición se mantenga y el legislador no establezca cuál es la interpretación adecuada (fecha a fecha o por ejercicios económicos), se producirá una confrontación entre los inversores y la sociedad emisora. La sociedad emisora pretenderá que los tres ejercicios se entiendan cumplidos aun cuando desde la emisión no hubieran transcurrido efectivamente tres años naturales, porque podrá efectuar su derecho de rescate en un momento anterior. Por su parte, los inversores preferirán que se prolongue el plazo mínimo más allá de los tres ejercicios sociales y hasta alcanzar los tres años naturales, ya que la protección será mayor.

### 1.5. Establecimiento de las condiciones de rescate en el momento de la emisión.

Al igual que en el punto 47.2 del Anteproyecto de Ley de 1987, la LRLMV establece que en el momento de la emisión es necesario fijar las condiciones para el ejercicio del rescate. En líneas generales, las condiciones para el ejercicio de rescate son cinco: el precio de rescate o el procedimiento de calcularlo, la cuantía de la prima de reembolso si existe, el plazo de rescate, el sujeto que tiene derecho a exigirlo y la contraprestación.

<sup>70</sup> *Ididem.*, pág. 256.

<sup>71</sup> En este punto hay que recordar el triangulo de inversión: rentabilidad, liquidez y riesgo.

La única restricción a la hora de establecer todas estas condiciones para el ejercicio del derecho de rescate es que no podrán ir en contra de lo establecido en la Ley. Esta flexibilidad permite un amplio margen, dentro del cual situar la emisión en condiciones que sean aceptables para el mercado financiero.

Respecto al precio de la emisión de este producto financiero, la sociedad está obligada a cumplir con dos obligaciones patrimoniales: abonar periódicamente, a través de los dividendos, los rendimientos de capital recibido; y reintegrar, finalizado el plazo, una cantidad que puede ser la misma o una inferior o superior a la cifra inicialmente aportada por el inversor.

En el momento del rescate deben entregarse los dividendos acumulados de las acciones privilegiadas acumulativas <sup>72</sup>, ya que, en caso contrario, los accionistas resultarían gravemente perjudicados en sus intereses económicos.

La legislación española establece dos restricciones a la hora de establecer el precio de rescate: una en el Código Civil y otra en el TRLSA. Los artículos 1.256 y 1.447 del Código Civil establecen que «(...) el precio o valor de rescate, nunca podrá ser dejado al arbitrio de ninguna de las partes». Derivado del artículo 164 del TRLSA, que establece los requisitos de la reducción de capital, parece necesario determinar el precio de rescate en el momento de la emisión de los títulos, bien sea de manera fija o predeterminada. De esta forma, el precio de rescate debe establecerse en el acuerdo de emisión, ya sea en forma de precio establecido de antemano, o como precio de fijación en el futuro con arreglo a criterios objetivos (por ejemplo, según el valor teórico de mercado o el precio de un mercado de referencia). Las condiciones establecidas en el contrato de emisión serán válidas siempre que no contravengan ambas restricciones.

El precio de rescate podrá ser el nominal, el nominal con una prima de rescate o cualquier otro fijado en el momento de la suscripción.

La legislación mercantil española no define el concepto de «prima de rescate», ni especifica la posibilidad de incluirla en las emisiones que regula. En otras legislaciones <sup>73</sup>, la prima de rescate se define como el sobrevalor que representa el precio de rescate respecto del valor nominal <sup>74</sup>. En el

<sup>72</sup> Las acciones privilegiadas acumulativas son las clases de acciones que conceden el derecho a sus titulares de no perder la posibilidad de recibir beneficios en los períodos que tengan pérdidas, pues los dividendos se acumulan hasta el ejercicio económico en que el emisor consiga beneficios.

<sup>73</sup> Aclaramos que el término prima es traducido al idioma inglés como *premium*. La doctrina y legislación anglosajona identifican dos tipos: prima de emisión y prima de rescate. Para la primera no existe diferenciación según la zona, de forma que tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido se denomina *premium reserve*. Por el contrario, sí existe distinción en el término prima de rescate, ya que en Estados Unidos se utiliza *call premium* mientras que en el Reino Unido *redemption premium*.

<sup>74</sup> S. 160.2 *The Companies Act*. Artículo 39 g) de la II Directiva.

caso que una emisión de acciones rescatables tenga establecida una prima de rescate, ya sea fija o variable, en la fecha de rescate se devolverá el valor nominal más la prima <sup>75</sup>.

La emisión de acciones rescatables con prima de rescate es razonable desde el punto de vista financiero, porque suponen la generación de intereses implícitos, es ajustado a Derecho, porque no contradice ningún principio general del Derecho ni Ley establecida, y además, es coherente con las legislaciones que tienen regulada la figura desde hace tiempo <sup>76</sup>.

El precio de rescate debería ser el importe entregado más los beneficios no distribuidos reflejados en cuentas de reservas, pues con esta cantidad se ligaría la participación de los accionistas con la marcha de la empresa. Sin embargo, normalmente, el objetivo no será este, sino utilizar la emisión de acciones rescatables con intenciones especulativas. En estos casos, la intención de unir la retribución de las acciones rescatables con la gestión empresarial se deja a un lado, y el precio será fijado por otros medios.

Si la sociedad emisora cotiza en bolsa, lo normal, en otros ordenamientos, es que se fije un precio de rescate en relación con el precio de cotización. En el Derecho británico esta es la regla general <sup>77</sup>. Se utiliza una fórmula de fijación del precio de rescate (*spens formula*) en función de la cotización media de un período anterior de referencia, de manera que se rescata sobre la par o con prima si la acción en cuestión ha cotizado, en el período anterior al de rescate, por un precio establecido superior al valor nominal de la acción <sup>78</sup>.

Atendiendo a las experiencias internacionales, los títulos emitidos en España podrían establecer el valor de rescate por el valor nominal o por el valor nominal más una prima (fija o variable). En el caso que los títulos cotizasen, el valor nominal más la prima (precio de rescate) podría ser definido por el valor de cotización o por la denominada *spens formula*, (según la cual el precio de rescate se vincula con la media del valor de cotización de las acciones en los meses precedentes al rescate).

<sup>75</sup> Tradicionalmente, en Estados Unidos han existido acciones rescatables «(...) con prima de rescate del 5% del nominal». Vid. MILLER, H.E.; FINNEY, H.A.: *Curso de Contabilidad I*, op. cit., pág. 207. También es frecuente encontrar en ese mercado acciones rescatables con «(...) el nominal más el importe del dividendo de un año». Vid. KESTER, R.B.: *Contabilidad teórica y práctica. Contabilidad superior*, op. cit., pág. 447.

<sup>76</sup> DE LA VEGA JIMÉNEZ, J.J.; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: «Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables», *Actualidad Financiera*, núm. 9, septiembre, 51-59, 1999, pág. 57, no creen viable una emisión de acciones rescatables con prima, «(...) ya que restaría interés a los inversores». Sin embargo, para FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Las acciones rescatables o redimibles», op. cit., pág. 1.170, y VEIGA COPO, A.B.; MARTÍN MOLINA, P.B.: «La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: las rescatables», *Revista de Contabilidad y Tributación*. CEF, núm. 194, mayo 1999, pág. 184, sí «(...) es posible el establecimiento de una prima de rescate». Lo que parece evidente es que «(...) no puede ser que el valor de rescate se realice por un valor inferior al nominal, pues la acción tiene garantizada su valor de compra por el valor nominal». Vid. DE LA VEGA JIMÉNEZ, J.J.; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: «Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables», op. cit., pág. 58.

<sup>77</sup> Vid. GOWER'S: *Principles of Modern Company Law*, op. cit., pág. 319.

<sup>78</sup> Vid. FERRÁN, E.: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, pág. 324.

La noción de valor razonable<sup>79</sup> debería ser el elemento fundamental para determinar el precio de rescate de cualquier instrumento financiero<sup>80</sup>. Extrapolándolo al campo de las rescatables, un precio de rescate inferior al valor razonable lesionaría el derecho del titular de rescatables a recibir una

<sup>79</sup> El valor razonable es la traducción del término *fair value* del IASB (*International Accounting Standard Board*), del FASB (*Financial Accounting Standard Board*) y del AASB (*Australian Accounting Standards Board*) y del término *current value* del ASB (*Accounting Standards Board*).

En un primer momento los organismos contables internacionales aceptaron aplicar el valor de mercado a los instrumentos financieros que lo tuvieran disponible, ya que es una valoración accesible y cumple ciertos requisitos de seguridad de valoración. De esta forma, los instrumentos financieros se corrigen, al cierre, por su valor de mercado sin aplicar la asimetría del principio de prudencia, es decir, reconociendo las diferencias como beneficios o como pérdidas.

Posteriormente, los organismos contables consideraron insuficiente restringir el reconocimiento de beneficios y pérdidas a los instrumentos financieros con valor de mercado, ampliando su aplicación al resto de activos financieros de la empresa. Este hecho inicia una evolución, cuya primera consecuencia es la modificación de nomenclatura, pues se sustituye el «valor de mercado» (*market value*) por el «valor razonable» (*fair value*). Esta variación es fundamental porque no restringe el reconocimiento de los beneficios o las pérdidas a los activos con un valor de cotización establecido en un mercado secundario, sino también a los que no lo tienen.

Esta modificación aleja la contabilidad de la valoración jurídica de coste para acercarse a una aproximación de la valoración económica de mercado. No obstante el alejamiento no es completo, porque la normalización actual identifica una situación mixta: los activos que coticen en un mercado fiable y los instrumentos financieros son registrados a valor razonable y el resto de los activos a criterios históricos.

El IASB introduce el criterio del valor razonable en varios documentos: IAS núm. 16 «Propiedades, plantas y equipos», IAS núms. 32 y 39 «Instrumentos financieros», IAS núm. 38 «Activos intangibles», IAS núm. 40 «Propiedades de inversión» e IAS núm. 41 «Agricultura».

La definición del valor razonable en las IFRS es la siguiente: «(...) la cantidad por la que puede ser intercambiado un activo entre un comprador y un vendedor debidamente informados, o puede ser cancelada una obligación entre un deudor y un acreedor con suficiente información, que realizan una transacción libre» (NIC 39, párrafo 8).

Conviene resaltar que el *fair value* no es un concepto ajeno ni nuevo en nuestra normativa contable española vigente, que ya lo viene aplicando en determinados casos, como la valoración de participaciones en FIAMM y el tratamiento contable de determinados elementos expresados en moneda distinta del euro. Además la definición del valor razonable del IASB es asimilable al valor venal definido en el Plan General de Contabilidad de 1990, en el que «(...) se tendrá en cuenta el estado y lugar donde se encuentre dicho bien» (Plan General de Contabilidad, 1990, norma de valoración 2.4).

La inclusión del valor razonable en la contabilidad es uno de los pasos más importante dado por ella, pues empieza a admitir las estimaciones masivas y permite ignorar principios que parecían dogmas. El IASB resta importancia a las cuestiones sin resolver sobre la valoración razonable, ya que también en la contabilidad a precios históricos hay cuestiones pendientes de resolver.

La forma de aplicar el valor razonable a los activos es valorar los recursos al precio histórico, corrigiendo tanto los aumentos de valor como las disminuciones, sin necesidad de realización, lo que conlleva no aplicar el principio de precio de adquisición, ni la asimetría del principio de prudencia valorativa, ni la necesidad de estar realizado para ser reconocido un resultado ni la pretensión de obtener una valoración totalmente objetiva.

La introducción del valor razonable en la contabilidad ha iniciado una evolución que puede ser definitiva, pues se encuentra en un proceso continuo de aplicar el valor razonable cada vez a más partidas. Esta evolución puede observarse en la tendencia de la regulación del IASB, donde existe una modificación progresiva del coste histórico por el valor razonable, aplicándolo cada vez a un mayor número de elementos de la empresa. En estos momentos el criterio es permitido para las siguientes partidas: activos tangibles para su uso en la producción de bienes y servicios, arrendamientos a terceros o para propósitos administrativos (NIC 16, párrafo 29), instrumentos financieros, excepto los que poseen valor de reembolso, los que no coticen o los que no se destinen a negociación o venta (NIC 39, párrafo 69), activos intangibles (NIC 38, párrafo 76), inversiones, como terrenos o edificios utilizados para generar rendimientos o plusvalías, y no para usarlos en la producción de bienes y servicios, ni para propósitos administrativos (NIC 40, párrafo 40) y activos biológicos y productos agrícolas (NIC 41, párrafo 10).

Una vez observada la legislación contable en el ámbito internacional, es imprescindible analizar la interpretación del valor razonable propuesta por la Unión Europea. La adaptación del valor razonable del IASB al ordenamiento comunitario se realiza en dos documentos emitidos en el año 1998: «*Auditoría legal en la Unión Europea: el camino a seguir*», Comunicación de la Comisión (98/C 143/03), BOICAC núm. 34, julio, 209-216» y «*Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación*», Comunicación de la Comisión, COM (1998) 625, diciembre, Bruselas».



cantidad que refleje de forma adecuada el valor actual de su participación en la compañía. Desde la perspectiva contraria, un reembolso superior al valor razonable, podría afectar negativamente a la posición del resto de socios.

Nuestra recomendación es que la regulación española debería haber establecido el procedimiento a utilizar en el supuesto de que exista prima de rescate. Para que un procedimiento fuese válido, tanto para el regulador a la hora de legislar, como por las empresas al emitir, debería proteger los intereses de los acreedores adecuada y suficientemente. Para mantener las garantías de los acreedores sería conveniente financiar la prima con recursos disponibles, sean los que posee la empresa en ese momento o una nueva prima de emisión si el rescate se financia con otra emisión de acciones <sup>81</sup>. No solo se debe fijar en la emisión el precio de rescate, también se deben establecer el resto de aspectos, entre ellos el procedimiento de rescate.

Además del establecimiento de una simple fecha de rescate, también podría establecerse un plan de amortización escalonado. Por la similitud de esta figura con un empréstito, el rescate podría realizarse por medio de un plan de amortización preestablecido o un sorteo de amortización según un calendario. Cuando se alcance el momento de rescate, calculado por alguna de estas posibilidades, el rescate deja de ser un derecho pasando a ser una obligación.

La Comisión de la Unión Europea define el valor razonable como «(...) el importe por el que se intercambiaría un activo, o se liquidaría un pasivo, en una operación realizada en condiciones de mercado entre partes informadas y que actúen de forma voluntaria». *Vid. Servicios financieros: establecimiento de un marco de actuación*, 42 bis.

Respecto a los elementos a aplicar el citado texto muestra una redacción confusa, pues se refiere a «(...) todas las partidas del balance, incluidos los instrumentos financieros derivados», pero del desarrollo del texto se puede inferir que su aplicación se refiere tan solo a los instrumentos financieros.

De esta forma, define el valor razonable en unos términos similares a los del IASB: por un lado, valoración de mercado y, si no se encuentra disponible, estimación de ese valor.

A pesar de esta similitud, en su evolución hacia el valor razonable, la Unión Europea presenta diferencias respecto a la normativa del IASB. La primera y fundamental es que limita su aplicabilidad, ya que solamente puede utilizarse en los instrumentos financieros. Por si fuera poco, la normalización comunitaria permite que cada Estado pueda regular los elementos a aplicar y el tratamiento de los resultados no realizados, pueda limitar la aplicación del sistema del valor razonable a las cuentas consolidadas, pueda dejar fuera del ámbito de aplicación a las empresas de seguros, banca y demás entidades financieras y, además, la Unión Europea no obliga, sino que permite, la introducción del valor razonable. La concesión de este margen de acción a los Estados miembros para la incorporación de la Propuesta a su propia regulación concede unas ventajas, como la flexibilización en la incorporación, pero, por el contrario, impide la consecución de la homogeneización contable si los Estados miembros hacen un uso dispar de todas las excepciones, limitaciones y diferencias de tratamiento que permite la Propuesta europea.

Como la Unión Europea solo admite el criterio de *fair value* para los instrumentos financieros, es previsible que el futuro Plan General de Contabilidad de 2008, impida la utilización de este criterio para los elementos que no sean instrumentos financieros. Así al menos aparece en el Primer Borrador de ese nuevo Plan emitido por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas el 19 de febrero de 2007.

<sup>80</sup> Teniendo en cuenta el artículo 147 del TRLSA, «(...) el valor razonable es la medida adecuada para la determinación de la cuota de separación exigible de las acciones del socio que se separa». *Vid. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.: «El cambio de objeto social. En particular, el derecho de separación del socio»*, en ALONSO UREBA: *Derecho de sociedades anónimas*, III, 1, Madrid, 147-194, 1994, pág. 181.

<sup>81</sup> En el supuesto de haber elegido que el rescate se realice con prima, VEIGA COPO, A.B.; MARTÍN MOLINA, P.B.: «La reforma de la Ley del Mercado de Valores...», *op. cit.*, pág. 184, establecen que la prima de rescate debe ser financiada con reservas disponibles. Esta idea ya fue establecida anteriormente por KESTER, R.B.: *Contabilidad teórica y práctica. Contabilidad superior*, *op. cit.*, pág. 463, quien consideró que la alternativa conveniente es «(...) financiar la prima con reservas y, en especial, con la prima de emisión, para preservar la integridad del capital». Este método es adecuado, pero también podría ser válido cualquier otro procedimiento que proteja los intereses de los acreedores.

El rescate parcial es posible, siempre que se cumplan dos requisitos: que estuviera previsto en el acuerdo de emisión, y que se garantice la paridad de trato entre los titulares de las acciones rescatables (esto supone que debe realizarse de forma escalonada según un método, por ejemplo, sorteo o prorratea, siendo imprescindible que el método elegido no produzca discriminaciones entre los accionistas). El artículo 164 del TRLSA establece que cuando la reducción de capital por amortización de acciones produzca un reembolso a los accionistas, y la medida no afecte por igual a todas las acciones, será preciso el acuerdo de la mayoría de los accionistas interesados.

Existen dos modos posibles de llevar a cabo un rescate fraccionado: un grupo entre las acciones rescatables emitidas o una parte del nominal de todas las acciones rescatables emitidas. La primera alternativa es viable. Se trata de la emisión de distintas clases de acciones de rescatables con diferente momento de rescate, ya sea con un cuadro de amortización de carácter escalonado o con sucesivos rescates. Sí podrían existir reparos a la segunda alternativa, el rescate de una parte del nominal de todas las acciones rescatables emitidas<sup>82</sup>. En este caso, lo que se está permitiendo es la división del importe del rescate de todas las acciones rescatables emitidas a lo largo del tiempo, de tal manera que todas ellas fueran parcialmente rescatadas en su nominal, y tras posteriores redenciones parciales, se llegara a su completo rescate. Dentro de la segunda alternativa diferenciamos el caso en que esté previsto en el contrato de emisión del que no esté previsto en el contrato. La prevista no está recogida ni en la Ley ni en el Anteproyecto. No existen reparos a ella porque es una cláusula contractual que no contraviene la Ley. La no prevista estaba contemplada en el Anteproyecto de Ley de Reforma y Adaptación de 1987: «(...) en el caso de que los beneficios y las reservas libres no fueran suficiente para abonar el importe previsto en los estatutos para la adquisición por la sociedad de las acciones rescatables, se distribuirá entre estas la cantidad disponible, reduciendo su valor nominal en la proporción correspondiente»<sup>83</sup>. Sin embargo, esta previsión fue rechazada en la LRLMV; quizá, porque contraviene aspectos del Derecho Mercantil, como el principio de indivisibilidad de la acción<sup>84</sup>. En nuestra opinión también es válida porque lo más importante en un proceso de rescate al que está obligado el emisor, es cumplir con esa obligación, lo óptimo es que el rescate sea total, pero si no es posible, debe ser, al menos, parcial. Por tanto, en nuestra opinión, están permitidos todos los supuestos de rescate fraccionado e, incluso, es aconsejable cuando no puede realizarse el rescate obligatorio total.

## 1.6. Iniciativa en el rescate.

En España, el rescate, tras el cual desaparece el vínculo entre la sociedad emisora y el titular, se puede realizar a solicitud de la empresa emisora, de los titulares o de ambos. Un aspecto pendiente de identificar es si es posible hacer depender el rescate de un hecho ajeno a la voluntad de las partes.

<sup>82</sup> GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto...», *op. cit.*, pág. 952, sí encuentra reparos a la segunda alternativa, el rescate de una parte del nominal de todas las acciones rescatables emitidas.

<sup>83</sup> Anteproyecto de Ley de Reforma y Adaptación de enero de 1987, artículo 47 e).

<sup>84</sup> Sobre el principio de indivisibilidad de la acción escribieron PANTALEÓN PRIETO: «Coproiedad usufructo y embargo», en AA.VV., *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, dir. por URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA, t. IV, vol. 3, Madrid, 1992, págs. 16 y ss. TOMILLO URBINA: «La División de las acciones», *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 1, 1998, págs. 63 y ss.

Según el artículo 92 bis.1 del TRLSA existen acciones rescatables «(...) a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos». Esta definición está basada en las *callable & puttable redeemable stock* de la práctica financiera anglosajona (*callable equity* cuando la opción del rescate se reserve al emisor, *puttable equity* cuando la atribución se haga a los accionistas y *callable & puttable equity* si corresponde a ambos). Estas tres alternativas son utilizadas en las principales legislaciones mercantiles internacionales de ámbito anglosajón: *section 32-34 Canada Business Corporation Act* canadiense<sup>85</sup>, *section 159.1 Companies Act* británica, *section 64 Companies Act 1963* irlandesa y *section 6,01.c.2. Model Business Corporation Act* norteamericana.

Aunque la legislación española solamente especifica expresamente tres supuestos (a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos), la doctrina, tradición en otros mercados y la analogía con figuras permitidas en nuestra legislación mercantil, hacen suponer que también son posibles otras alternativas (a fecha fijada, cuando acontezca un hecho, cuando se produzca una determinada condición y a iniciativa de un tercero).

La primera alternativa es el establecimiento del rescate a voluntad del emisor. Cuando los estatutos conceden la potestad únicamente a la emisora, el derecho de rescate se asemeja al derecho de exclusión que posee la empresa. En este supuesto, no podrá ejercitarse el rescate antes de tres años desde la emisión.

A la hora del rescate, la sociedad deberá realizar un análisis para cotejar los costes y los beneficios (análisis coste-beneficio) que representa la recuperación de estas acciones, comparándolos con el mismo análisis sobre operaciones similares (por ejemplo, adquisición de acciones propias). Estos costes y beneficios no son únicamente monetarios; la empresa debe tener en cuenta: la necesidad de disminuir los derechos de voto (ni las acciones rescatadas, ni la autocartera van a tener derecho de

<sup>85</sup> En Canadá existen las *retractable preferred shares* (RPS), acciones que autorizan al titular el reembolso de su valor en una fecha determinada. La fecha fijada suele ser de cinco o seis años a partir de la emisión, aunque pueden también contemplarse períodos escalonados de rescate. Aunque no es el caso más frecuente, también existen emisiones de acciones en las que la entidad emisora se ha reservado el derecho de exigir la amortización; a estas acciones se las denomina *callable retractable stock*. Es habitual que las acciones rescatables posean prima de rescate y que el emisor se reserve el derecho de emitir nuevas acciones antes de que expire el plazo de las rescatables, al objeto de que estas puedan convertirse en nuevas acciones emitidas.

La *Canada Business Corporations Act* (s. 2.1) establece que las acciones rescatables deben ser emitidas por una *business corporation*. La Ley canadiense admite tres posibilidades: (i) que la emisora puede redimir la acciones rescatables a su opción, (ii) que la acción rescatable tenga que redimirse obligatoriamente en una determinada fecha o (iii) que tenga que rescatarse a requerimiento de un accionista. Los estatutos de la sociedad son los que han de establecer las clases y el número máximo de acciones que la empresa está autorizada a emitir, y, en caso de existir dos o más clases, los derechos, privilegios y restricciones que confieren las acciones de cada clase (*Canada Business Corporations Act*, s. 6.1.c. y s. 24.4.a.). El legislador canadiense permite el rescate de las acciones rescatables siempre que el precio de contrapartida no exceda del fijado en los estatutos o del que resulte de aplicar la fórmula de determinación alternativamente prevista en ellos (*Canada Business Corporations Act*, s. 36.1).

El rescate está prohibido si existieran motivos razonables que permitieran entender (i) que la sociedad se encuentra antes del rescate, o puede encontrarse tras él, en la imposibilidad de atender sus obligaciones a su vencimiento, o (ii) que el valor de realización de su activo tras el pago del precio del rescate sea menor de (a) la cuantía a que ascienden sus obligaciones y (b) el montante que se requeriría para satisfacer los créditos a otros accionistas en caso de recuperación de sus acciones rescatables o de liquidación social, siempre que se sitúen con preferencia a los titulares de las acciones que pretenden redimirse (*Canada Business Corporations Act*, s. 36.2).

voto en la Junta General de Accionistas, pero retirarlas de la votación permite que el peso relativo de la participación sea mayor), la premura con que se precisa el retorno de la inversión (el rescate necesita un plazo mayor que la adquisición en un mercado secundario), el cumplimiento de las limitaciones legales de adquisición derivativa de las acciones propias <sup>86</sup>, si se realizó un incremento de capital liberado (en estos casos sería más conveniente adquirir acciones propias porque ellas conservan los derechos de asignación gratuita) y, sobre todo, el posible precio de adquisición de las acciones.

El derecho de rescate a voluntad de los socios concede al accionista la potestad, pero no la obligación, de que sus acciones sean adquiridas por la sociedad emisora con unas condiciones determinadas cuando él mismo lo solicite. Una emisión que incluya esta iniciativa de rescate potencia, en gran medida, los derechos de los socios, porque les garantiza unos precios de recompra, lo que supone una disminución del riesgo de la inversión.

Cuando el rescate es un derecho concedido al accionista, aparece una figura análoga al derecho de separación que protege a los pequeños accionistas <sup>87</sup>. En este caso, el derecho de rescate es un derecho de separación pactado, sin sometimiento a causa alguna.

Cuando la elección del momento del rescate se deje a voluntad de los inversores será la sociedad la que deberá tener prevista esta circunstancia mediante, por ejemplo, la dotación de una reserva con cargo a beneficios que le permita hacer frente en cualquier momento al desembolso del precio de rescate.

En el supuesto de potestad de recompra de las acciones, sería muy costoso iniciar el proceso de rescate cada vez que el titular de una acción lo deseara. Para ello, la empresa puede establecer unos períodos de preaviso para que los accionistas puedan acudir al rescate, de forma que todas las acciones que cumplan las condiciones de preaviso sean rescatadas (proceso similar al utilizado en las obligaciones convertibles).

Las motivaciones del accionista para pedir el rescate son principalmente que sus intereses de ahorro e inversión así lo requieran, o que no esté de acuerdo con la gestión de los administradores, por ejemplo, en el reparto de dividendos.

La tercera alternativa recogida de forma explícita en el artículo 92 bis.1 del TRLSA es la conversión a solicitud «de ambos» (se entiende la sociedad y los socios). La literalidad de la norma permite realizar dos interpretaciones <sup>88</sup>. La primera es que no basta con la solicitud de conversión de un

<sup>86</sup> Los artículos 75 y 76 del TRLSA permiten mantener durante un año el 10 por 100 (5% si la empresa es cotizada) del capital social de acciones propias y de sus filiales.

<sup>87</sup> En general, sobre la exclusión y separación de socios, *vid.* PERALES VISCASILLAS, M.P.: *La separación de socios y partícipes*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2000, págs. 300-360. PERALES VISCASILLAS, M.P.: *El Derecho de separación del socio en las sociedades de capital (un estudio de las causas legales en los ordenamientos español y estadounidense)*, La Ley, Madrid, 2001, págs. 15-28.

<sup>88</sup> Las dos posibles interpretaciones son recogidas por ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 38 y GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto ...», *op. cit.*, pág. 949.

sujeto sino que se requiere la voluntad de ambos. En esta interpretación, no es suficiente con la manifestación de voluntad de un sujeto sino que es necesaria la ratificación del otro interesado. De esta forma, si la emisora decide rescatar, no podría llevar a cabo la operación por Junta especial <sup>89</sup>. Por otro lado, si los accionistas deciden solicitar el rescate, no se podría producir la amortización si no media la voluntad de la empresa emisora para realizar tal operación <sup>90</sup>. La segunda interpretación es que el rescate sería exigible en virtud de la manifestación de voluntad que hiciera cualquiera de las partes, sin que fuera necesaria ratificación de la otra <sup>91</sup>. Según esta segunda alternativa, que parece la correcta, la conversión a solicitud de la sociedad o de los socios es un caso mixto entre los dos anteriores, protegiendo así, en principio, los derechos de ambas figuras.

Una vez analizados los tres supuestos de iniciativa de rescate explícitamente recogidos en el artículo 92 bis.1 del TRLSA, 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 estadounidense, que la voluntad parta de un tercero <sup>92</sup>. En nuestra opinión, sí son posibles estas figuras, 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 una regulación sobre estos instrumentos financieros <sup>93</sup>.

Las acciones con fecha de rescate fijada parecen ser compatibles con la legislación española 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 acuer-

<sup>89</sup> La Junta especial estará formada por los antiguos titulares de acciones privilegiadas.

<sup>90</sup> Solamente GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto ...», *op. cit.*, pág. 949, plantea las dos posibilidades, sin rechazar de plano esta primera. El resto de doctrina o la rechaza, como ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 38, o no la considera.

<sup>91</sup> Esta segunda interpretación es la que apoya la práctica totalidad de la doctrina. *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 38. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, págs. 261-266. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, págs. 155 y ss. MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, pág. 511.

<sup>92</sup> 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).

<sup>93</sup> La posibilidad de admitir estas otras alternativas, no reguladas en España, está apoyada por varios autores. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, pág. 265, refiriéndose al tema, opina que «(...) el mero silencio legal no puede entenderse como prohibición». GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto...», *op. cit.*, pág. 949, afirma que «(...) no parece razonable considerar que tal enumeración (se refiere a la establecida en el artículo 92 bis.1 del TRLSA) presente un carácter cerrado y excluyente». Según MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, 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.

do de Junta <sup>94</sup> y deberá reducirse a cero el capital, con reembolso a los accionistas de su cuota de liquidación <sup>95</sup>. El derecho de los acreedores deberá ser satisfecho o garantizado antes del reparto del haber líquido a los accionistas <sup>96</sup>.

Dentro de las acciones rescatables a fecha fija o determinable <sup>97</sup> 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) <sup>98</sup>. La sociedad emisora estará, en estos casos, obligada a cumplir con los términos previstos en el cuadro de amortización <sup>99</sup>. Puede establecerse que todas las acciones de la clase rescatables emitidas a plazo hayan de ser amortizadas en una misma fecha, pero también puede preverse en las condiciones de emisión que se rescaten fraccionadamente a lo largo de un determinado período. En este supuesto, lo normal sería que la determinación de las acciones que han de amortizarse en cada tramo se haga por sorteo periódico como ocurre en las obligaciones <sup>100</sup>.

La validez del rescate cuando se cumpla un hecho objetivo determinado ajeno a la sociedad y accionistas, en el ordenamiento jurídico español, está respaldado por su semejanza con el derecho de separación del accionista definido en el TRLSA <sup>101</sup>. Admitir el rescate cuando la fecha de rescate es determinada, parece implicar admitirlo cuando sea determinable <sup>102</sup>.

<sup>94</sup> Artículo 261 del TRLSA.

<sup>95</sup> Artículo 48.2 del TRLSA.

<sup>96</sup> Artículo 277.2 del TRLSA.

<sup>97</sup> 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 sobre acciones rescatables fue en el año 1990, cuando FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Las acciones rescatables o redimibles», *La Ley*, tomo IV, 1990, pág. 1.172, las define como las que se «(...) producen en fecha determinada o determinable, independiente de la voluntad de las partes».

<sup>98</sup> Gran parte de la doctrina justifican 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 en la sociedad cotizada*, *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», *op. cit.*, 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 y las acciones rescatables*, *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 o redimibles», *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.

<sup>99</sup> Cfr. por analogía el artículo 308.2 del TRLSA.

<sup>100</sup> Cfr. artículos 303.3 y 308.2 del TRLSA.

<sup>101</sup> En algunas legislaciones mercantiles de los Estados que forman los Estados Unidos, como en *Delaware*, existe la posibilidad de que el rescate esté condicionado al acaecimiento de un específico evento (s. 151.b *Delaware Corporation Law*).

<sup>102</sup> FERNÁNDEZ DEL POZO es partidario de la posibilidad 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 o redimibles», *op. cit.*, pág. 1.165. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, *op. cit.*, págs. 265-267. Un ejemplo de rescate que depende de circunstancias objetivas ajenas a la sociedad y accionistas es hacerlo depender de «(...) un aumento en los tipos de interés del mercado, medido mediante algún índice de general aceptación». *Vid.* MORENO ROJAS, J.: «Algunas consideraciones acerca del carácter contable de las acciones rescatables», *Técnica Contable*, diciembre, 939-942, 2000, pág. 942.



También es posible el rescate a solicitud de tercero <sup>103</sup>. 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 Derecho norteamericano de sociedades: *Model Business* <sup>104</sup> y Derecho de New York <sup>105</sup>. Además, el rescate a voluntad de otra empresa es habitual en el caso de las participaciones preferentes emitidas por sociedades filiales domiciliadas en paraísos fiscales dependientes de entidades cotizadas españolas y que, a su vez, cotizan en el mercado AIAF (Asociación de Intermediarios en Activos Financieros). En ellas el rescate es a voluntad de la dominante cuando las participaciones preferentes 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 condición. Aunque no estén contempladas específicamente en la LRLMV, es posible emitir acciones rescatables bajo condición, entendidas como las que el efecto del rescate se subordina a la verificación de ciertos eventos objetivos establecidos en el acuerdo de emisión <sup>106</sup>. Estas cláusulas son semejantes a las opciones condicionadas de compra (*call*) o de venta (*put*). Esta alternativa parece estar sustentada por la legislación española, ya que se trata del sometimiento del derecho de rescate al acaecimiento de «(...) un suceso futuro e incierto» <sup>107</sup>.

En definitiva, existen dudas sobre si la legislación española permite el rescate cuando concurra un hecho ajeno a las acciones, al emisor y al suscriptor. Nos referimos tanto a los casos en que el rescate se realice a una fecha fija o determinable según lo previsto en los estatutos, como que se produzca la conversión si ocurre un hecho independiente de la voluntad de los sujetos del contrato o que la voluntad parta de un tercero. Todas estas alternativas son práctica habitual en los países que han desarrollado la figura.

En nuestra opinión, el rescate, tras el cual desaparece todo vínculo entre la sociedad emisora y el titular, se puede 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

<sup>103</sup> La doctrina no se pone de acuerdo sobre esta materia. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 39, explicita que «(...) no cabría en nuestro Derecho, dado el tenor de la norma, (...) que la facultad de rescatar quede al arbitrio de un tercero». Por el contrario, YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, *op. cit.*, pág. 155, sí considera posible «(...) añadirse una complementaria que le atribuyera a un tercero».

<sup>104</sup> § 6.01 c.2 MBCA.

<sup>105</sup> §512.a New York Business Corporation Law (NYBCL). «§12. 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» (§512.a NYBCL).

<sup>106</sup> MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *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».

<sup>107</sup> Artículo 1.113 del Código Civil.

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. Como hemos analizado, en la conversión a solicitud «de ambos», la literalidad de la norma permite realizar dos interpretaciones: que el rescate requiera la voluntad de ambos, o que sea exigible por cualquiera de las partes sin que fuera necesario la ratificación por la otra. Esta segunda interpretación parece ser la correcta, sin embargo, el legislador debería haberlo definido de forma más concreta para eliminar la incertidumbre.

### 1.7. Derechos de las acciones rescatables.

El concepto de clases de acciones permite que se incorporen varios privilegios o se combinen aumentos de unos derechos con disminuciones en el ejercicio de otros. Las acciones rescatables deben ser consideradas siempre como una clase de acciones, definidas por un conjunto de derechos, uno de los cuales es el derecho de rescate<sup>108</sup>. Esto no significa que el derecho de rescate sea el único privilegio que poseen, también pueden tener otros, como, por ejemplo, privilegios sobre los beneficios.

La regulación sobre la emisión de acciones rescatables permite una amplia flexibilidad, ya que solamente trata algunos aspectos concretos del derecho de rescate (no todos), permitiendo que la sociedad emisora conceda, a los inversores, la combinación de derechos necesaria para conseguir que el título sea atractivo y tenga éxito su introducción en el mercado. Esta flexibilidad en la regulación es consecuente con la evolución sufrida por las acciones sin voto. Después de observar los malos resultados obtenidos en un primer momento en el mercado, la regulación rígida inicial pasa a flexibilizarse cada vez más para intentar encontrarlas un lugar en el mercado.

Las acciones rescatables pueden ser emitidas reconociendo las condiciones propias de las acciones sin voto o preferentes. En este caso, aparte de las peculiaridades del derecho de rescate, tendrán un privilegio en el dividendo adicional (aunque no tengan voto) o un derecho preferente sobre el beneficio.

Las acciones rescatables tienen derecho al beneficio, y sobre este derecho puede tener cualquier privilegio. De igual forma, las acciones rescatables pueden tener derecho a voto o no, aunque nunca los derechos pueden consistir en la concesión de un voto plural (art. 50.2 TRLSA)<sup>109</sup>.

Las acciones rescatables deben poseer, obligatoriamente, cinco derechos: salvo que estatutariamente se imposibilite, el derecho de suscripción preferente en la emisión de acciones (rescatables

<sup>108</sup> Las acciones rescatables forman una clase porque el derecho de rescate puede configurarse como un privilegio que tipifica una clase de acciones. Así lo han entendido GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *op. cit.*, pág. 1. DE LA VEGA JIMÉNEZ, J.J.; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: «Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables», *op. cit.*, 51-59. GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ J.A.: «Notas en torno al concepto...», *op. cit.*, Madrid.

<sup>109</sup> Sobre el voto plural y las limitaciones al derecho de voto, *vid.* TOBIO RIVAS, A.M.: *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista (art. 105 LSA)*, Civitas, Madrid, 1995, págs. 101-198.

o no) y obligaciones convertibles, el derecho de información, el derecho de asistir a las Juntas, el derecho a impugnar los acuerdos sociales y el derecho a participar de la cuota de liquidación.

La flexibilidad a la hora de definir los derechos de los titulares de las acciones rescatables permite adaptarse mejor a las necesidades del mercado financiero y a las de sus inversores potenciales, pero desnaturaliza el concepto clásico de acción: título-valor de renta variable, que forma parte de los fondos propios de la sociedad emisora de forma alícuota. Esta flexibilidad provoca que pueda existir confusión entre las acciones rescatables y otras formas de inversión como obligaciones o préstamos participativos <sup>110</sup>. La identificación de la naturaleza jurídica de los títulos emitidos debe ser realizada observando si su titular posee naturaleza jurídica de socio-propietario a través de los derechos que le son concedidos. Así, mientras que las acciones rescatables tienen la calificación jurídica de acciones, los préstamos participativos y las obligaciones no conceden tal consideración a su titular, por lo que nunca tendrán naturaleza jurídica de acción.

### 1.8. Jerarquía entre los procedimientos de rescate.

El artículo 92 ter.1 del TRLSA establece que la amortización de acciones rescatables deberá realizarse «(...) con cargo a beneficios o 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 acordeón». El apartado 3 del artículo 92 ter del TRLSA señala que en el caso de fracasar la vía de financiación prevista en el primer apartado, y no se hayan emitido nuevas acciones, «(...) la amortización solo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para reducción de capital social mediante devoluciones de aportaciones».

La redacción de la Ley 37/1998 pretende establecer la preferencia por dos métodos a la hora de realizar una amortización de acciones rescatables, con cargo a reservas disponibles (reservas libres o beneficios) o con una nueva emisión acordada por la Junta General de Accionistas (art. 92 ter.1), y tras ellos establece un procedimiento accesorio (art. 92 ter.3), de tal forma, que solo se debería realizar una reducción de capital si no existiesen reservas disponibles <sup>111</sup> en cantidad suficiente, ni se pudieran emitir nuevas acciones para financiar la operación.

Analizando el texto legislativo, la posibilidad de financiar el rescate viene formulada de modo condicional en el contexto del artículo 92 ter.3 del TRLSA: «En el caso de que no existiesen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación (...)». De esta redacción se infiere que solo cuando no existieran reservas disponibles en la cantidad suficiente, y cuando no puedan emitirse nuevas acciones para financiar la operación (si no existen

<sup>110</sup> Sobre los préstamos participativos como instrumentos de financiación, *vid.* BUSTOS CONTELL, E.: *Préstamo participativo: instrumentos de financiación de las pymes*, AECA, Madrid, 2002; GARCÍA MANDALONIZ, M. *La financiación de las PYMES*, *op. cit.*, págs. 155-178.

<sup>111</sup> Preferimos utilizar el término «reservas disponibles» al mismo concepto denominado «beneficios o reservas libres» en la Ley 37/1998.

reservas disponibles es difícil colocar acciones en el mercado), la amortización debe realizarse por el procedimiento de devolución de aportaciones.

La legislación española es la única que establece que los otros dos mecanismos de amortización tengan carácter preferente respecto de la reducción con cargo a capital o reducción efectiva<sup>112</sup>. Si es posible observar que todas las legislaciones de nuestro entorno presentan reticencias ante la posible aplicación de la reducción con cargo a capital, ya que o bien no la permiten (II Directiva y Derecho portugués) o solo lo admiten para una parte del tejido empresarial (Reino Unido)<sup>113</sup>.

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 actual redacción puede ser interpretada como la aceptación indistinta de cualquiera de los tres métodos, sin especificar un criterio como preferente. Sin embargo, las interpretaciones de las normas no pueden atentar contra los deseos del legislador, por lo que debe suponerse la preferencia de los dos primeros procedimientos.

El legislador establece que la reducción de capital sea la última vía de financiación para acudir a financiar el rescate, porque las garantías de los acreedores quedan menos protegidas que con los otros dos métodos<sup>114</sup>. En concreto, las consecuencias patrimoniales que conlleva una reducción efectiva (no meramente contable), afectan a los acreedores sociales que por tal motivo, contarán con el derecho de oposición que les concede el TRLSA.

La legislación española no se pronuncia sobre si es posible la utilización voluntaria de dos o tres de los métodos de rescate simultáneamente. Ante el silencio de la Ley, se puede inferir que no existen reparos a que el rescate de acciones se produzca simultáneamente por varios de los procedimientos permitidos por el Texto Refundido en una misma operación. Nuestra argumentación es que el dato fundamental es que se realice el rescate, y como los tres métodos son admitidos, y no aparece dictamen en contra, es posible suponer que sí es válida la aplicación simultánea por varios procedimientos. La redacción es tan poco concreta que pueden existir problemas de interpretación, de tal forma que sería aconsejable una nueva redacción, donde quedara claramente establecido que es posible o imposible la utilización de varios procedimientos de rescate para amortizar una misma emisión.

<sup>112</sup> ALONSO LEDESMA, GARRIDO PULIDO, MORENO AGUAYO y PARRA MARTÍN, FERNÁNDEZ DEL POZO, MARTÍN GARCÍA y GARCÍA-CRUCES, comparten que la reducción de capital es una medida subsidiaria a las otras vías de financiación. *Vid.* ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 44. *Vid.* GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRA MARTÍN, A.: «Las acciones rescatables: Una nueva modalidad de financiación», *op. cit.*, pág. 161. *Vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «La amortización de acciones y las acciones rescatables», *op. cit.*, págs. 297-298. *Vid.* MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, pág. 515. *Vid.* GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto...», *op. cit.*, pág. 655.

<sup>113</sup> El Derecho del Reino Unido solo admite la posibilidad de financiar el rescate con cargo al capital social para un único tipo de sociedades: las *private companies*.

<sup>114</sup> En nuestra opinión es acertado que la reducción de capital sea un recurso subsidiario, ya que las garantías frente a los acreedores son menores. Sin embargo no todos los autores piensan lo mismo. «Dicha regla de subsidiariedad es a nuestro juicio criticable, pues puede no conducir a resultados prácticos (piénsese, por ejemplo, en sociedades con necesidades decrecientes de capital) ni estaba en puridad exigida por el art. 39.d de la Directiva», comenta MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», *op. cit.*, pág. 515.

La redacción del artículo 92 ter.3 del TRLSA es deficiente en otra materia: no establece la forma de proceder ante la insuficiente presencia de reservas disponibles o recursos procedentes de la ampliación de capital. Nos referimos al supuesto en que existan recursos disponibles en el patrimonio social pero por una cuantía inferior a la necesaria para cubrir el rescate de la totalidad de las acciones rescatables o, al supuesto en que se diera la suscripción incompleta de la emisión de nuevas acciones. En ambas situaciones no hay recursos suficientes para realizar el rescate en su totalidad.

El artículo 47 del Anteproyecto de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades <sup>115</sup>, 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 las acciones rescatables la cantidad disponible, reduciendo su valor nominal en la proporción correspondiente. Este dictamen no fue incluido en la definitiva legislación sobre las rescatables.

Del análisis literal de la expresión «(...) en cantidad suficiente (...)» <sup>116</sup> del artículo 92 ter.3 del TRLSA, se derivan dos posibles interpretaciones. La primera es considerar que, en el caso de recursos insuficientes, no es posible realizar el rescate. La segunda, que parece la adecuada, admite la posibilidad de llevar a cabo el rescate con los recursos disponibles, aunque sean insuficientes, y completar el rescate con una reducción con cargo a capital <sup>117</sup>. El legislador debería establecer una redacción que aclarara la situación en que existieran recursos disponibles insuficientes. Mientras lo hace, solo existirán interpretaciones doctrinales e inseguridades en los contratos de emisión de acciones rescatables.

La ausencia de dictamen legal permite que los contratos de emisión de acciones rescatables incluyan explícitamente la primera o la segunda interpretación. Esto hará que la resolución de esta indefinición sea una característica más de negociación, en criterios de oferta y demanda de títulos, entre emisores e inversores, como instrumentos financieros dentro del mercado de capitales que son. Si los contratos de emisión establecieran que únicamente se produjese el rescate si existieran suficientes reservas disponibles para realizarlo, los inversores presentan una clara desventaja. Para protegerse de esto, los accionistas podrían exigir que el contrato de emisión incluyera la dotación anual de una reserva con la intención de tener recursos suficientes para el rescate.

De la misma forma, el legislador debería actuar en los supuestos de obtención insuficiente de recursos en la ampliación de capital. El segundo supuesto de rescate consiste en financiarlo con una nueva emisión de acciones, siendo necesario que el importe obtenido por la nueva emisión (capital más prima de emisión) sea igual o superior al importe a reembolsar. En este procedimiento, se sus-

<sup>115</sup> Anteproyecto de la Comisión General de Codificación, de 17 de junio de 1987, de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades.

<sup>116</sup> El artículo 92 ter.3 del TRLSA establece que: «En el caso de que no existiesen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente (...)» (subrayado nuestro).

<sup>117</sup> GARCÍA-CRUCES apoya la segunda interpretación basándose en que el legislador español intenta evitar que el rescate tenga un alcance parcial; si el rescate solo afectara a parte de las acciones que deben amortizarse, «(...) tal proceder vendría impedido en virtud de las condiciones a que se sujetó la emisión de las acciones rescatables y a la interdicción de cualquier trato discriminatorio entre acciones pertenecientes a una misma clase de acciones (cfr. art. 49.1 TRLSA)». *Vid.* GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Notas en torno al concepto...», *op. cit.*, pág. 956.

tituye el capital que se reduce tras el rescate por una nueva emisión realizada a tal efecto. Esta opción no requiere dotar una reserva ni respetar el derecho de oposición de los acreedores del artículo 167 del TRLSA, porque los recursos de la sociedad permanecen constantes, sirviendo como garantía a los acreedores. En el supuesto de que el importe desembolsado en la nueva emisión (capital más prima de emisión) no cubra, al menos, el importe a reembolsar, la legislación deberá establecer los procedimientos para que las garantías de los acreedores no disminuyan. La primera medida sería concederles el derecho de oposición, de tal forma que el rescate no pueda ser realizado hasta que no se garanticen los créditos de los acreedores que así lo exijan. La segunda medida sería dotar una reserva indisponible por la parte del nominal amortizado no desembolsado.

Como hemos afirmado, hasta que el legislador no explicita cómo proceder en estas situaciones, solo existirán meras opiniones, y la nuestra es que la sociedad debe llevar a cabo el rescate con los recursos disponibles o con los recursos obtenidos del incremento de capital social, aunque sean insuficientes, y completar el rescate con una reducción con cargo a capital, ya que así se realizaría el rescate, lo que evitaría perjuicios económicos para los inversores.

## CAPÍTULO 2. POSIBILIDADES DE REGULACIÓN NO ESTABLECIDAS EN EL DERECHO ESPAÑOL

Existen algunos aspectos de las acciones rescatables que son usualmente definidos en otros ordenamientos, pero que no han sido tenidos en cuenta por el Derecho español. Entre ellos destacan la consecuencia del incumplimiento del rescate y la posibilidad de emitir acciones rescatables combinadas con otras clases de acciones.

### 2.1. Efectos del incumplimiento de rescate.

El Derecho español no ha establecido artículo alguno para regular las consecuencias que tendría la inobservancia del rescate. Nos referimos a que el TRLSA no recoge las consecuencias del quebrantamiento, por parte de la empresa emisora, de la entrega de la cantidad pactada (precio de rescate) a los titulares de acciones rescatables.

En 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; por el contrario, el legislador británico excluye la responsabilidad por perjuicios derivados de la omisión del rescate<sup>118</sup>. La consecuencia de ambos hechos es que la legislación británica es poco severa con este hecho, ya que toda sociedad por acciones (no *private company*) que no pueda emplear ninguno de los procedimientos

<sup>118</sup> S. 178 *The Companies Act*.

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 efectuado.

Debe tenerse presente que la situación de partida en el Derecho portugués y británico es bien distinta a la española. En estas legislaciones, a falta de recursos disponibles, y en los casos en que la sociedad no puede colocar en el mercado una ampliación de capital para financiar el rescate, la sociedad no puede amortizar 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 pérdidas. 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 del derecho de oposición de acreedores <sup>119</sup>.

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 (esta sí 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 estos recursos en el momento de amortizar las acciones rescatables <sup>120</sup>. 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.

La Ley 37/1998 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

<sup>119</sup> Artículo 92 ter.3 del TRLSA en relación con lo dispuesto en el artículo 166 del TRLSA.

<sup>120</sup> El objetivo de la creatividad contable es registrar las operaciones, sin incumplir la Ley, para satisfacer los particulares intereses de la empresa.



mantenimiento de reservas voluntarias durante la vida de los títulos, por lo que concluimos que si la empresa no tiene reservas disponibles en el momento del rescate, no puede realizar una nueva emisión de acciones y, además, los acreedores se han opuesto a la reducción de capital, la única forma que tiene la Ley de que los accionistas reciban los recursos provenientes del rescate, es obligar al emisor a garantizar los saldos de los acreedores por uno de los medios que establece el artículo 284 del TRLSA. 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 ello.

El legislador español debería haber establecido una medida para las empresas emisoras que incumplieran la obligación de rescatar. Entre todas las medidas reconocidas por la doctrina <sup>121</sup> y el Derecho comparado, destacamos dos, una establecida en esta investigación y otra expuesta en el Derecho portugués, 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 sanción como esta, y si no la efectúa porque no puede, se encuentra en una situación de crisis económica que no puede demorarse más tiempo.

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. En esta investigación consideramos que 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 haría más atractivos los títulos frente al resto de alternativas de inversión-financiación.

## 2.2. Posibilidad de emitir acciones rescatables combinadas con otras clases.

El Derecho español no ha regulado la posibilidad de emitir clases de acciones con privilegios en dos o más derechos, para el caso concreto en que uno de ellos sea el de rescate.

No existe impedimento legal a que las empresas y grupos que actúan en el mercado financiero español emitan acciones rescatables con otras diferenciaciones, como, por ejemplo, acciones rescatables sin derecho de voto.

<sup>121</sup> Para ALONSO LEDESMA «(...) 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». Vid. ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *op. cit.*, pág. 510.

Las acciones sin voto se diferencian de las acciones rescatables tanto en el nivel de emisión como en el de desembolso. El TRLSA establece un límite al importe nominal de las acciones sin voto que pueden estar en circulación, el cual no puede ser superior a la mitad del capital social desembolsado <sup>122</sup>. Las acciones sin voto, como el resto de las acciones salvo las rescatables, pueden estar desembolsadas parcialmente en su emisión, con un mínimo del 25 por 100. Ninguna de las dos diferencias producen impedimentos para que las acciones rescatables puedan ser acciones sin voto.

Si se emitieran acciones rescatables sin voto <sup>123</sup> serían títulos con la calificación jurídica de acciones, sin derecho a voto, con derecho de rescate, íntegramente desembolsadas desde su suscripción y con un nominal de emisión limitado a un porcentaje del capital social. Decimos un porcentaje porque se puede interpretar que ambos límites son acumulativos o también podría ser interpretado como no acumulativos. En nuestra opinión, en las acciones rescatables sin voto deben operar acumulativamente los dos límites <sup>124</sup>, siendo de aplicación el menor de ellos: el importe de acciones rescatables sin voto en circulación no puede superar ni la mitad del capital social desembolsado ni la cuarta parte del capital social total (ambos cálculos se realizan considerando la emisión a realizar) <sup>125</sup>.

<sup>122</sup> Vid. artículo 90 del TRLSA.

<sup>123</sup> Las acciones rescatables sin voto pueden ser entendidas como unas figuras independientes, compuestas a la vez por las características de acciones sin voto y acciones rescatables.

<sup>124</sup> YANES se pregunta sobre la acumulabilidad o no de ambos límites máximos establecidos en el artículo 90 y 92 bis del TRLSA, respectivamente, para las acciones sin voto y rescatables por separado. El autor concluye afirmativamente, con el argumento de que «(...) tratándose de normas imperativas, que limitan el quantum máximo de las respectivas emisiones, ejercen entre sí una recíproca limitación cuando los valores provenientes de una emisión presenten aquella fisonomía mixta, contribuyendo a configurar así un doble límite alternativo a la baja». Vid. YANES YANES, P.: *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, op. cit., pág. 124. MARTÍN GARCÍA comparte esta interpretación: «(...) resultando los artículos 90 (acciones sin voto) y 92 bis (acciones rescatables) normas de carácter imperativo, ambos se solapan y ejercen una recíproca limitación que hace que las acciones rescatables sin voto deban someterse al que en cada caso sea el menor de los dos límites». Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», op. cit., pág. 497.

<sup>125</sup> La legislación española establece claramente ambos límites, y por lo tanto una empresa, cumpliendo el resto de requisitos, podría emitir tantas acciones sin voto y tantas acciones rescatables como sus respectivos límites legales autorizan (arts. 90 y 92 TRLSA). No parece adecuada cualquier interpretación que intente compensar los límites, de forma que se acoten los niveles de emisión establecidos, ya estén basadas en que «(...) el legislador no había tenido en cuenta este tipo de situaciones a la hora de redactar las normas», en que los «límites de emisión de acciones sin voto y acciones rescatables son heterogéneos», o en que con una emisión de estos títulos tan cuantiosa, «(...) tanto los fondos propios como la solvencia financiera de la sociedad podría verse seriamente amenazados». Vid. MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», op. cit., págs. 497-498. El mismo autor recoge que, con la aplicación simultánea de ambos límites, es posible que una empresa emita el 50 por 100 del capital desembolsado y el 25 por 100 del capital suscrito, lo que supondría que el capital que se podría denominar «ordinario» (esto es el que no se corresponde con acciones sin voto y con acciones rescatables) sería minoritario frente al representado por las acciones sin voto y las acciones rescatables. En nuestra opinión, esta argumentación no se adapta a la realidad del mercado financiero actual. En el contexto presente, el capital de las empresas puede estar compuesto por diversas emisiones (preferentes, privilegiadas, sin voto y rescatables), y ninguna emisión debe ser considerada como ordinaria, sino todas ellas son clases que confieren diferentes derechos a sus titulares. No parece conveniente denominar acciones privilegiadas a las clases de acciones con mayor número de derechos respecto a una clase existente, ya que si posteriormente se realiza una nueva emisión, el privilegio de la anterior emisión podría ser ahora un derecho inferior frente a la nueva. Además, no en todos los casos resulta fácil a un observador decidir cuándo se encuentra ante acciones privilegiadas en términos absolutos o ante emisiones con una ventaja en un derecho y una desventaja en otro. Por ejemplo, las acciones sin voto constituyen una clase de acciones, incluso podrían denominarse acciones especiales si se acepta a otra emisión de acciones previa como ordinaria, pero difícilmente podría entenderse como acciones privilegiadas o preferentes, pues las ventajas económicas son ensombrecidas por la pérdida de voto. Por esta razón, parece más conveniente hablar de emisiones especiales en vez de privilegiadas o preferentes y, aun mejor, de diferentes clases de acciones. El término clases de acciones solo requiere que dos emisiones tengan derechos diferentes, en contraposición a la consideración de privilegiadas o preferentes, que precisa considerar a una de las emisiones como ordinaria o normal.

Por tanto, podemos afirmar que no existe impedimento legal para la emisión de acciones rescatables sin voto en el mercado financiero español. Como ambas emisiones tienen dos límites cuantitativos para su emisión, se debe elegir el límite que resulte más prohibitivo de los dos. Para observar cuál de ellos es el más restrictivo confeccionamos el siguiente *supuesto*.

Una sociedad admitida a cotización presenta el siguiente balance de situación a 1 de enero de 2007. Esta empresa se plantea emitir acciones rescatables por el importe máximo que permita la Ley.

Activo		Pasivo	
Accionistas por desembolsos no exigidos	100.000	Capital Social (1.000.000 acciones)	10.000.000
Inmovilizado Material	11.000.000	Prima de emisión	1.000.000
Existencias	800.000	Reserva legal	200.000
Deudores	200.000	Reserva voluntarias	400.000
Tesorería	200.000	Deudas a largo plazo	600.000
		Deudas a corto plazo	100.000
<b>Total activo</b>	<b>12.300.000</b>	<b>Total pasivo</b>	<b>12.300.000</b>

En primer lugar observamos el límite de las acciones rescatables para, a continuación, detenernos en el de las acciones sin voto. Para analizar el límite de las acciones rescatables elegimos la alternativa capital suscrito después de la emisión, ya que es la opción que ofrece una cifra de capital rescatable emitido mayor, y cualquier otra opción dará un importe menor.

El capital suscrito después de la emisión será como máximo el capital social suscrito previo a la ampliación más el 25 por 100 del capital ya ampliado <sup>126</sup>. Como la cifra de capital social máxima después de la emisión es 13.333.333 euros, y el capital social antes de la emisión es 10.000.000 euros, el importe del capital nominal a emitir no podrá ser superior a 3.333.333 euros.

El límite de las acciones sin voto es el 50 por 100 del capital desembolsado (art. 50 del TRLSA). En este supuesto el capital social desembolsado es 9.900.000 euros <sup>127</sup>. Como la cifra de capital social máxima después de la emisión es 19.800.000 euros, y el capital social antes de la nueva emisión es 10.000.000 euros, el importe del capital nominal a emitir no podrá ser superior a 9.800.000 euros.

Como los cálculos anteriores se han realizado con la alternativa de emisión de acciones rescatables que ofrece un mayor importe, se puede afirmar que el límite relativo a las acciones rescatables siempre será inferior al límite de las acciones sin voto. Por esta razón, la emisión de acciones rescatables sin voto debe tener en cuenta el límite relativo a las acciones rescatables ya que es más restrictivo que el de las acciones sin voto.

<sup>126</sup> La cantidad máxima del capital suscrito después de la emisión puede obtenerse de la siguiente ecuación:  $10.000.000 + 25\%X = X$ . Resolviendo la ecuación, se obtiene que X es igual al 13.333.333 euros. Este importe es aproximado, ya que de la operación se deriva un resultado periódico 13.333.333,333333333333333333333333333333.

<sup>127</sup> La cantidad máxima del capital desembolsado después de la emisión puede obtenerse de la siguiente ecuación:  $9.900.000 + 50\%X = X$ . Al resolver la ecuación se obtiene que X es igual al 19.800.000 euros.

Esta investigación identifica como una deficiencia legislativa el silencio sobre la posibilidad de emitir acciones rescatables sin voto. El TRLSA debería haber regulado su emisión (ya que las acciones sin voto ya estaban reguladas). Como no lo hizo, entendemos que no existe impedimento legal para la emisión de acciones rescatables sin voto. Sin embargo, esta solución es deficiente, ya que la emisión masiva de estos títulos requiere la aclaración de algunos aspectos que quedan indeterminados. El primer interrogante es sobre la acumulabilidad o no de ambos límites máximos establecidos en los artículos 90 y 92 bis del TRLSA, respectivamente, para las acciones sin voto y rescatables por separado. El segundo interrogante se produce en el supuesto de que se deban acumular los límites; en este escenario proponemos que el legislador detalle cuál se debe aplicar: la mitad del capital social desembolsado o la cuarta parte del capital social total. En nuestra investigación hemos optado por la acumulación y por elegir el menor de los dos límites, el de las acciones rescatables, ya que es más restrictivo que el de las acciones sin voto. Sin embargo, es solo una opinión a la espera de una regulación detallada de la figura.

## CONCLUSIONES

El trabajo ha realizado un análisis de la regulación de la figura acciones rescatables en España, del cual se han inferido dos grupos de conclusiones.

El primero es que la regulación de acciones rescatables 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 facultad de emitir títulos rescatables sin voto o privilegiados y el establecimiento de medidas a aplicar en caso del impago del precio de rescate.

El segundo es la identificación de diversas deficiencias encontradas en el contenido y redacción de nuestra regulación. Entre ellas destaca las imprecisiones de los límites establecidos como requisitos para realizar la emisión, las dudas sobre la jerarquía entre los procedimientos de rescate, la ausencia de consecuencias del incumplimiento del desembolso mínimo, la inadecuada inclusión de un período de carencia y los interrogantes que genera la posibilidad de emitir acciones rescatables a fecha fija o determinable.

Aunando todo lo anterior, podemos inferir que el régimen jurídico de las acciones rescatables en el Derecho español debería haber sido más detallado, incluyendo algunos aspectos que hubieran mejorado su regulación, y más preciso, especificando determinadas materias que el texto deja abierto y con interrogantes.

Para evitar las dudas e interpretaciones a la hora de emitir acciones rescatables, el legislador español debería establecer, de forma concreta, qué alternativas son válidas de las observadas en esta investigación. Solo así podrán consensuarse los métodos que son admitidos, y por lo tanto utilizables por los emisores que pretenden financiarse con estos instrumentos, y cuáles no son admitidos.

La explicitación de las alternativas válidas permitiría a las empresas emisoras plantearse, de forma fundamentada, la emisión de acciones rescatables. En el momento de la búsqueda de recursos de financiación, la sociedad deberá realizar un análisis para cotejar los costes y los beneficios que le representaría la emisión de estas acciones, comparándolos, con un mismo análisis, frente a operaciones financieras similares. Estos costes y beneficios son principalmente monetarios, aunque no únicamente monetarios. 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 le añade las dificultades para conocer las posibilidades legislativas de la figura, las empresas tendrán reticencias, como en la actualidad ocurre, a convertirse en emisoras de estos títulos.

---

## Bibliografía

- ALONSO LEDESMA, C.: «La reforma de la sociedad cotizada», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 12, Trimestre I, 13-57, 1999, pág. 28.
- ALONSO ESPINOSA, F.J.: «Configuración estatutaria de las acciones (en torno a los arts. 9, g y k) de la Ley de Sociedades Anónimas según el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre», *Revista General del Derecho*, núms. 550-551, 1990, págs. 5.517-5.546.
- BELTRÁN SÁNCHEZ, E.: «Las clases de acciones como instrumento de financiación de las sociedades anónimas», en AA.VV.: *Estudios de Derecho Bancario y Bursátil*, Homenaje a Evelio Verdura y Tuells, tomo I, La Ley, Madrid, 1994.
- BUSTOS CONTELL, E.: *Préstamo participativo: instrumentos de financiación de las pymes*, AECA, Madrid, 2002.
- CAMPUZANO LAGUILLO, A.B.: *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Civitas, Madrid, 2000.
- CHARLESWORTH, J.; CAIN, T.E.: *Company Law*, 14 ed. London, 1991.
- COTTON, J.: «Australia: share buy-backs», *Company Lawyer*, núm. 9, 1995, págs 287-288.
- CUESTA RUTE DE LA, J.M.<sup>a</sup>: «Clases especiales de acciones y su problemática», *Revista de Derecho Financiero y de Hacienda Pública*, núms. 106-107, julio-octubre, 1973, págs. 913-982.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA: «El capital autorizado», en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas III, Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital, obligaciones*, vol. I, Civitas, Madrid, 1994, págs. 195 y ss.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Las acciones rescatables o redimibles», *La Ley*, tomo IV, 1990.

- *El fortalecimiento de los recursos propios*, Marcial Pons, Zaragoza, 1992.
- «Sobre la llamada reducción de capital con cargo a beneficios o reservas en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada», *RDM*, núm. 218, 1995.
- «Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas, Examen de la cuestión en Derecho societario», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 234, 1999.
- *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002.
- «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.

FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M.<sup>a</sup> C.: «En torno a los negocios de asistencia financiera para la adquisición de participaciones propias. *Private company* versus sociedad de responsabilidad limitada», *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 219, 1996.

FERRÁN, E.: *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999.

FONDEVILA ROCA, E.: *Fusiones y Adquisiciones*, Cedecs, Barcelona, 1997.

GALLEGO DíEZ, E.; GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M.; RÚA ALONSO DE CORRALES, E.: *Contabilidad de Sociedades*, Pirámide, Madrid, 2000.

GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, 24 de mayo, 1999.

- «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, 2002.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», *La Ley*, núm. 4847, 26 de julio, 1999.

GARCÍA FRONTI, I.; NAVAZO RUIZ, J.: «Acciones rescatables: Aspectos legales y contables», *Partida Doble*, núm. 112, junio, 2000, págs. 4-15.

GARCÍA MANDALONIZ, M.: *La financiación de las PYMES*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2003.

GARRIDO PULIDO, T.; MORENO AGUAYO, A.; PARRA MARTÍN, A.: «Las acciones rescatables: Una nueva modalidad de financiación», *Revista de Contabilidad y Tributación*. CEF, núm. 243, junio 2003, pág. 145.

GOWER'S, L.C.B.: *Principles of Modern Company Law*, Davies, P.L./Prentice, D.D., London, 1997.

HAMILTON, ROBERT W.: *Corporations including partnerships and limited partnerships cases and materials*, American Casebook series, West Publishing Co., St Paul, Minnesota, 1992.

JOHNSON, HARRY; WHITTAM, AUSTIN: *A practical foundation in accounting*, Thomson Business Press, 5.<sup>a</sup> edition, Boston, 1998.

KESTER, R.B.: *Contabilidad teórica y práctica. Contabilidad superior*, tomo II, Labor, Barcelona, 1973.

KIRCHNER; SALINAS: *La reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999.

KLEIN; COFFEE: *Business organization and finance*, Westbury, New York, 1996.

MARTÍN GARCÍA, J.M.: «Acciones sin voto y acciones rescatables», en VIVES, F y PÉREZ ARDÁ, J. (coord.), *La sociedad cotizada*, Marcial Pons, Barcelona, 2006, págs. 457-516.

- MILLER, H.E.; FINNEY, H.A.: *Curso de Contabilidad I*, Uteha, México, 1968.
- MONTOYA MARTÍN, E.: *Las empresas públicas sometidas al Derecho privado*, Marcial Pons, Zaragoza, 1996.
- MORENO ROJAS, J.: «Algunas consideraciones acerca del carácter contable de las acciones rescatables», *Técnica Contable*, diciembre, 2000, págs. 939-942.
- PANTALEÓN PRIETO: «Copropiedad usufructo y embargo», en AA.VV., *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, dir. por URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA, t. IV, vol. 3, Madrid, 1992.
- PARKER-COLIN, H.E.: «Urgent issues group», *Australian Accountant*, núm. 11, vol. 67, 1997, pág. 74.
- PAZ ARES, C.: «Negocios sobre las propias acciones», en AA.VV.: *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987, págs. 526 y ss.
- PERALES VISCASILLAS, M.P.: *La separación de socios y partícipes*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2000.
- *El Derecho de separación del socio en las sociedades de capital (un estudio de las causas legales en los ordenamientos español y estadounidense)*, La Ley, Madrid, 2001.
- PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.: «Cuestiones en torno a la denominada amortización de capital», en *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, Tomo III, Editorial Tecnos, Madrid, 1971.
- *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, Cometa, Zaragoza, 1973.
- PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A.; AURIOLES MARTÍN: «La reducción de capital», en AA.VV. dir. por URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA, *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, tomo VII, vol. 3.º, Civitas, 1995, págs. 131 y ss.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS: «Cambios en las acciones sin voto y rescatables», *Periódico Expansión*, sábado, 27 de febrero, 1999 ([www.recoletos.es/expansion](http://www.recoletos.es/expansion)).
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F.: «El cambio de objeto social. En particular, el derecho de separación del socio» en ALONSO UREBA: *Derecho de sociedades anónimas*, III-1, Madrid, 147-194, 1994.
- SACRISTÁN REPRESA, M.: «El aumento de capital: modalidades, requisitos, el aumento de capital con nuevas aportaciones dinerarias y no dinerarias», en ALONSO UREBA y otros (coord.) *Derecho de sociedades anónimas*, III-1, Madrid, 1994, págs. 268-313.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Las acciones», en URÍA; MENÉNDEZ; OLIVENCIA, *Comentarios al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV; vol. 1, Madrid, 1993.
- «Aumento y reducción de capital», en *La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y el Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987.
  - «A propósito de un caso de transformación temporal de acciones ordinarias en preferentes sin voto, con opción a recuperarlo», *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 613, 2.495-2.499, 1992.
  - «La acción y los derechos del accionista», en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A.; OLIVENCIA, M.: *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, t. IV, v. 1.º, Madrid, 1994, págs. 292 y ss.
  - «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 71, julio-septiembre, 1998, págs. 839-856.



- *Sociedad anónima modelo 1988. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*, McGraw-Hill, Madrid, 1999.
- «La sociedad anónima y el mercado», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 14, 2000, págs. 13-46.

STURGES, BRIAN; LEEN, CATHERINE: *Mezzanine Finance*, I.F.R. Publishing, London, 1991.

TOBIO RIVAS, A.M.: *Limitaciones de los derechos de asistencia y voto del accionista (art. 105 LSA)*, Civitas, Madrid, 1995.

TOMILLO URBINA: «La División de las acciones», *Revista de Derecho Patrimonial*, núm. 1, 1998.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC): *Accounting Series Release n° 33-6097*, SEC, July 27, Washington, 1979.

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

VEGA JIMÉNEZ, J.J. DE LA; MONGE LOZANO, P.; DOMÍNGUEZ CASADO, J.: «Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables», *Actualidad Financiera*, núm. 9, septiembre, 1999, págs. 51-59.

VEIGA COPO, A.B.; MARTÍN MOLINA, P.B.: «La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: las rescatables», *Revista de Contabilidad y Tributación*. CEF, núm. 194, mayo 1999, págs. 184.

VELASCO SAN PEDRO, L.A.: «Sociedades anónimas: distinción entre amortización y reembolso de acciones», *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 11, 281, abril-agosto, 1986, págs. 3.577-3.590.

- «Amortización de participaciones y responsabilidad de los socios reembolsatarios», *Revista de Derecho de Sociedades*, 2001, núm. 17.

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

ZUBIRI DE SALINAS: «Las acciones rescatables o recuperables ¿una opción para las sociedades cotizadas?», en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (coord.), *Las(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 2000.

## **T**extos Legales Españoles

Ley de 17 de julio de 1951 de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas (BOE núm. 199, de 18 de julio de 1951. Corrección de errores BOE núm. 218, de 6 de agosto de 1951).

Anteproyecto de la Comisión General de Codificación, de 17 de junio de 1987, de Ley de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades.

Ley 24/1988 del Mercado de Valores, de 28 de julio de 1988 (BOE núm. 275, de 29 de julio de 1988).

Ley 19/1989, de 25 de julio, de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de Sociedades (BOE de 27 de julio de 1989).

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE núm. 310, de 27 de diciembre de 1989. Corrección de errores BOE núm. 28, de 1 de febrero de 1990).

Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por estas de acciones propias (BOE de 26 de marzo de 1991) (Modificado por Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio).

Circular del Banco de España número 5/1993, de 26 de marzo. Entidades de crédito. Sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (BOE de 8 de abril).

Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (BOE núm. 71, de 24 de marzo de 1995).

Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (BOE núm. 184, de 31 de julio de 1996).

Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE núm. 275, de 17 de noviembre de 1998).

## **T**extos Legales no Españoles

Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (Diario Oficial núm. L 026, de 31 de enero de 1977, pág. 0001-0013) (Edición especial en español: Capítulo 17 Tomo 1, pág. 0044).

*Código das Sociedades Comerciais* (Sección VI del Capítulo III del *Código das Sociedades Comerciais*, aprobado por el Decreto-Ley 262/86, de 2 de septiembre de 1986).

*The Companies Act 1989* ( 1989c. 40 ), [http://www.opsi.gov.uk/acts/acts1989/Ukpga\\_19890040\\_en\\_1.htm](http://www.opsi.gov.uk/acts/acts1989/Ukpga_19890040_en_1.htm), consulta realizada el 20 de octubre de 2006. *The Companies Act 1985 (Operating and Financial Review and Directors' Report etc.) Regulations (Statutory Instrument 2005 Núm. 1011)* <http://www.opsi.gov.uk/SI/si2005/20051011.htm>, consulta realizada el 20 de octubre de 2006.

*Delaware Corporation Law*, Corporate Law Center of Delaware, Wilmington, 1985.

*Revised model business corporation act: adopted by Committee on Corporate Laws of the Section of Corporation, Banking and Business Law of the American Bar Association, Spring 1984: official text with official comments and statutory cross-references*, Law and Business/Harcourt Brace Jovanovich, New York, 1985.

*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, al sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996* (Decreto Legislativo [Dlgs] de 24 febrero de 1998, núm. 58).

*Legge n. 262 del 28 dicembre 2005 de Consob. (Vid. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob):* [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58\\_2004.htm?keywords=&docid=0&page=0&hits=10#a45](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/dlgs58_2004.htm?keywords=&docid=0&page=0&hits=10#a45), consulta realizada el 10 de junio de 2006.