

La necesidad de regulación de las operaciones de *scrip dividends* como fórmula para satisfacer el derecho del socio a participar en las ganancias sociales en España

Susana Aragón Tardón

Doctora en Derecho

scrip_dividends@hotmail.com | <https://orcid.org/0000-0002-2184-8321>

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Carlos Lema Devesa, don José Luis Blanco Pérez, don Pablo Hernández Lahoz, doña Esther Muñiz Espada, don Javier Serra Callejo y don Francisco Javier Silván Rodríguez.

Extracto

Este trabajo analiza las operaciones de *scrip dividends* como fórmula de retribución al accionista que permite optar entre recibir un importe en efectivo como remuneración a su participación en la sociedad o recibir gratuitamente nuevas acciones.

Estas operaciones generan ventajas, tanto para las sociedades como para los socios, ya que permiten reforzar los fondos propios sin dejar de transmitir una imagen positiva de remuneración al accionista.

Pese a su extendida utilización, las operaciones de *scrip dividends* no son una figura regulada en el derecho español, sino que se han configurado *ad hoc* a través de la práctica societaria, mediante la coordinación de la distribución de dividendos y un aumento de capital con cargo a reservas.

Por ello, en este trabajo se identifican las características, posibles efectos adversos o deficiencias de la actual configuración jurídica de estas operaciones para realizar, con la referencia de la experiencia acumulada de los regímenes comparados (principalmente, los *scrip dividends* de Reino Unido y el *paiement du dividende en actions* de Francia), las correspondientes propuestas de mejora. La más importante de ellas, dotar a las operaciones de *scrip dividends* de una regulación específica en España.

Palabras clave: dividendos; aumento de capital; reservas; derechos de asignación gratuita; precio de referencia; compromiso irrevocable de compra.

Recibido: 04-05-2022 / Aceptado: 08-09-2022 / Publicado: 10-02-2023

Cómo citar: Aragón Tardón, S. (2023). La necesidad de regulación de las operaciones de *scrip dividends* como fórmula para satisfacer el derecho del socio a participar en las ganancias sociales en España. *Revista CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, 265, 5-36. <https://doi.org/10.51302/cefllegal.2023.15771>



The need for regulation of scrip dividend operations as a form to fulfil the shareholder's right to participate in corporate profits in Spain

Susana Aragón Tardón

Abstract

This paper analyses the scrip dividend operations as a form of shareholder remuneration that lets shareholders make an election between receiving a cash amount or receiving free new shares as their remuneration for their participation in the company.

These scrip dividend operations generate advantages for both companies and shareholders, since they strengthen the company's own funds whilst it gives a positive image of shareholder remuneration.

Despite its wide utilisation, scrip dividend operations are not regulated in the Spanish legislation, they have been formed *ad hoc* through the practice experience of the companies, coordinating the distribution of dividends and a capital increased charged to reserves.

For this reason, this paper identifies the characteristics, potential adverse effects or eventual shortcomings of the current Spanish regime of these scrip dividend operations in order to make proposals for improvement, using the experience gained in the compared regulatory frameworks as a reference (mainly, scrip dividends in the United Kingdom and *paiement du dividende en actions* in France). The most important of these proposals is giving scrip dividend operations a specific regulatory framework in Spain.

Keywords: dividends; increase of share capital; reserves; free allocation rights; reference price; fixed cash amount.

Received: 04-05-2022 / Accepted: 08-09-2023 / Published: 10/02/2023

Citation: Aragón Tardón, S. (2023). La necesidad de regulación de las operaciones de *scrip dividends* como fórmula para satisfacer el derecho del socio a participar en las ganancias sociales en España. *Revista CEFLegal. Revista Práctica de Derecho*, 265, 5-36. <https://doi.org/10.51302/ceflegal.2023.15771>

Sumario

1. Presentación de las operaciones de *scrip dividends*
 2. La motivación en el uso de las operaciones de *scrip dividends*. Utilidades prácticas con especial referencia a la crisis financiera del año 2008 y la situación derivada de la covid-19
 3. La configuración jurídica de las operaciones de *scrip dividends* en España
 - 3.1. Régimen jurídico de las operaciones de *scrip dividends*
 - 3.2. La configuración jurídica de la operación de *scrip dividends*
 - 3.2.1. La «operación base»: el aumento de capital con cargo a reservas y sus derechos de asignación gratuita
 - 3.2.2. La especialidad: el compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad
 - 3.3. El acuerdo de la junta general de accionistas
 - 3.3.1. El cálculo del precio de referencia
 - 3.3.2. La determinación del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva
 - 3.3.3. El cálculo del precio del compromiso de compra asumido por la sociedad
 - 3.3.4. Las soluciones a los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesario para suscribir una nueva acción («picos»)
 - 3.3.5. La suscripción de acciones de nueva emisión como «opción subsidiaria»
 4. Propuestas de mejora para las operaciones de *scrip dividends* en España
 - 4.1. La regulación de la operación como modalidad de pago del dividendo. Limitación de las opciones de los accionistas
 - 4.2. La «opción subsidiaria»
 - 4.3. La fórmula de cálculo del precio de referencia
 - 4.3.1. El número de sesiones de referencia
 - 4.3.2. El criterio temporal para determinar las sesiones bursátiles de referencia
 - 4.3.3. La cotización de cada sesión que se toma como referencia
 - 4.4. Las soluciones a los desajustes respecto del número de acciones a recibir
 5. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

1. Presentación de las operaciones de *scrip dividends*

Dentro de los «derechos «legales» del socio»¹ reconocidos en el artículo 93 de la LSC (Real Decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de sociedades de capital), el derecho a participar en las ganancias sociales se erige como el derecho más importante. De hecho, algunos autores² han llegado a afirmar que el legislador ha querido investir a este derecho de una importancia diferencial y, por este motivo, lo ha situado en el primer lugar de la enumeración legal³.

¹ La condición jurídica de socio –*status socii*– se adquiere como consecuencia de la titularidad legítima de acciones o participaciones. De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 91 de la LSC, esta condición de socio conlleva el reconocimiento de una serie de derechos, poderes y facultades que, de manera general, se denominan «derechos del socio». Estos «derechos del socio» pueden tener un origen legal o un origen estatutario, en virtud de que se encuentren reconocidos por una norma de rango legal, esencialmente, la LSC, o que hayan sido incluidos en los estatutos sociales por los socios, en ejercicio de la autonomía de la voluntad que se les reconoce en virtud del artículo 28 de la LSC. Así se desprende del propio texto del artículo 91 de la LSC, al atribuir a los titulares legítimos de acciones y participaciones «los derechos reconocidos en esta ley y en los estatutos» distinguiendo, de esta manera, entre «derechos legales» y «derechos estatutarios». *Vid.*, por todos, sobre esta materia, Garrido de Palma y Sánchez González (1991).

Sin embargo, debemos tener en cuenta que no todas las facultades que quedan integradas bajo esta denominación participan de una naturaleza jurídica común. Así, este concepto comprende derechos subjetivos, facultades, poderes, otros tipos de posiciones activas e, incluso, legitimaciones procesales. *Vid.*, en este sentido, Girón Tena (1952, p.178), Campuzano Laguillo (2011, p. 790) y Peinado Gracia y González Fernández (2012, pp. 91-92).

² Así se ha sido mantenido, entre otros autores, por (Uría, 1982, p. 216), quien afirma que «este derecho, peculiar de todos los partícipes en cualquier clase de sociedad, se acentúa en la sociedad anónima por virtud de su carácter esencialmente capitalista. Por eso le destaca nuestra ley como primer derecho del accionista (art. 39) [de la LSA 1951, equivalente al actual artículo 93 LSC], como derecho más importante que ningún otro por servir directamente a la finalidad lucrativa que todo accionista persigue». En el mismo sentido, Díaz Echegaray (2006, p. 15) mantiene que «entre los derechos que integran la posición jurídica del accionista tiene un especial protagonismo "el de participar en el reparto de las ganancias sociales", que el legislador señala el primero al relacionar los derechos mínimos del accionista».

³ Desde la primera enumeración legal de los derechos del socio en el artículo 39 de la LSA 1951, este derecho se ha formulado de una manera idéntica y siempre ha ocupado la primera posición. Esta situación parece tener vocación de continuidad, pues este derecho se enuncia de la misma manera y ocupa la misma posición en el artículo 231-19 del malogrado anteproyecto de Ley del Código Mercantil, en su versión de 30 de mayo de 2014 (disponible en http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/Portal/1292427-023422?blobheader=application%2Fpdf&blobheadername1=Content-Disposition&blobheadername2=Medios&blobheadervalue1=attachment%3B+filename%3DAnteproyecto_de_Ley_de_Código_Mercantil.pdf&blobheadervalue2=1288788719402).

En el régimen español, existen diferentes fórmulas para satisfacer este derecho del socio. Sin embargo, estas fórmulas producen distintos efectos en la situación financiera de la sociedad. Algunos de estos efectos, incluso, pueden entrar en contraposición con los propios intereses societarios, especialmente, en aquellas sociedades que tienen un claro interés por retener capital, bien para poder ejecutar sus propias políticas de inversión, o porque se encuentren sometidas a un régimen normativo específico que les imponga ciertos requerimientos de solvencia a través de sus niveles de capital (p. ej., entidades de crédito).

En este sentido, en circunstancias excepcionales, como la crisis financiera del año 2008 o la reciente situación generada por la pandemia de la covid-19, las sociedades deben aplicar rigurosas políticas de preservación del capital y de reforzamiento de los niveles de solvencia, principalmente, limitando la distribución de dividendos. Consecuentemente, en estos escenarios, las sociedades deben recurrir a fórmulas novedosas para poder seguir reforzando sus fondos propios sin mermar la satisfacción de los intereses de sus accionistas.

En estos contextos, los *scrip dividends* –fórmula retributiva importada del derecho internacional que permite al accionista optar por recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en forma de nuevas acciones de la sociedad⁴ se erigen como fórmula de remuneración idónea para satisfacer esta finalidad.

Los *scrip dividends* –o, en terminología de la práctica societaria española, «dividendos flexibles», «dividendos electivos», «dividendo/acción» o «pago del dividendo en acciones»– fueron inicialmente utilizados como fórmula de remuneración al accionista en España por el Banco Santander. De esta manera, bajo la denominación «Programa Santander Dividendo Elección», dicha fórmula retributiva fue introducida por la junta general ordinaria de accionistas del Banco Santander celebrada el 19 de junio de 2009⁵, en plena crisis financiera, debido a que esta estaba teniendo una incidencia, significativa y desfavorable, en los resultados societarios.

Este primer *scrip dividend* del Banco Santander tuvo una gran aceptación entre sus accionistas, ya que esta fórmula aporta una mayor flexibilidad retributiva, pues les permite adaptar las retribuciones que perciben como consecuencia de su inversión en la sociedad a sus diferentes necesidades y circunstancias particulares. Como consecuencia de ello, posteriormente, un importante número de sociedades españolas evolucionaron hacia esta fórmula de remuneración al accionista, generando así una evolución e internacionalización de las fórmulas de remuneración al accionista en el mercado financiero español⁶.

⁴ *Scrip dividends*, en Reino Unido, *Paiement du dividende en actions* en Francia, *stock dividends* en Estados Unidos, *wahldividende* en Alemania, *dividendi in azioni* en Italia, etc.

⁵ Hecho relevante 110279.

⁶ Estas operaciones de *scrip dividends* son o han sido utilizadas con éxito para remunerar a sus accionistas por un gran número de sociedades españolas de características diversas. Así, por ejemplo, entre las sociedades cotizadas que forman o han formado parte del índice IBEX 35, han recurrido a esta mo-

Pese a su extendida utilización en España, en las operaciones de *scrip dividends*, la realidad societaria ha ido por delante de la norma jurídica, ya que estas operaciones no son una figura regulada en el ordenamiento jurídico español, es decir, no existe un régimen jurídico propio que les sea aplicable. Sin embargo, esta ausencia de una regulación específica no ha sido óbice para que, en la práctica, las sociedades hayan realizado un ejercicio de ingeniería jurídica para, con la normativa vigente y las operaciones societarias en ella reguladas, desarrollar una fórmula *ad hoc* que permita al accionista elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones.

En este sentido, valoramos positivamente la incorporación de esta fórmula retributiva a la práctica societaria española a imagen de las operaciones reguladas en otros regímenes extranjeros, especialmente, los *scrip dividends* británicos y el *paiement du dividende en actions* francés. Sin embargo, ello no obsta para que hayamos advertido determinadas singularidades, problemas e, incluso, deficiencias que, una vez más, podrían afrontarse y solucionarse tomando como referencia la regulación o la práctica societaria de otros países. Así, se lograría que las operaciones de *scrip dividends* españolas sean una verdadera alternativa al pago del dividendo en efectivo, a la altura de sus referentes extranjeras.

Para ello, resulta necesario dotar a esta operación de una configuración jurídica que la aporte mayor simplicidad y atractivo, otorgando la máxima protección a los derechos e intereses de los accionistas, tanto de los que optan por recibir el dividendo en acciones como de aquellos que optan por recibirlo en efectivo. Este es el objetivo del presente trabajo: analizar el régimen español de las operaciones de *scrip dividends*, de cara a incorporar aquellos elementos que mejorarían la configuración actual de estas operaciones en nuestro país.

2. La motivación en el uso de las operaciones de *scrip dividends*. Utilidades prácticas con especial referencia a la crisis financiera del año 2008 y la situación derivada de la covid-19

Uno de los principales efectos de la crisis financiera de 2008 fue la incidencia negativa en las cuentas de resultados de las sociedades y la consiguiente reducción de sus benefi-

dad retributiva sociedades de diversos sectores, entre otros: del sector de los servicios financieros e inmobiliarios (Banco Santander, BBVA, el desaparecido Banco Popular, Bankinter, CaixaBank y Banco Sabadell); del sector del petróleo y de la energía (Iberdrola, Gas Natural y Repsol); del sector de los materiales básicos, la industria y la construcción (Siemens Gamesa Renewable Energy [anterior Gamesa Corporación Tecnológica], ACS, Acerinox, Ferrovial, Abengoa, Sacyr y FCC), o del sector de la tecnología y las telecomunicaciones (Telefónica). También han recurrido a esta modalidad retributiva otras sociedades cotizadas no integrantes del referido índice (Almirall, Faes Farma, DAMM y Talgo) o, incluso, sociedades no cotizadas (Corporación Alimentaria Guissona).

cios. Esta disminución de los beneficios tuvo un efecto directo en las retribuciones a los accionistas, las cuales también se vieron minoradas e, incluso, en algunos casos, suprimidas.

La decisión de una sociedad de reducir su *pay-out*, es decir, la parte de sus beneficios que destina al reparto de dividendos, es interpretada por el mercado como una señal negativa sobre la marcha y las expectativas económicas de dicha sociedad⁷. Por este motivo, las sociedades consideraron necesario encontrar una vía de remuneración al socio que les permitiera continuar transmitiendo una imagen positiva al mercado, sin que ello les supusiera tener que realizar un desembolso de efectivo importante para satisfacer estas remuneraciones.

En este escenario, las sociedades cotizadas en el mercado español decidieron importar del mercado internacional esta fórmula retributiva alternativa al tradicional dividendo en efectivo –las operaciones de *scrip dividends*–, la cual resultaba idónea para dar respuesta a las necesidades que presentaban las sociedades en aquel momento⁸. Al cabo del tiempo, esta fórmula retributiva ha sido también incorporada por ciertas sociedades no cotizadas a sus esquemas de retribución al socio.

Las operaciones de *scrip dividends* permiten a la sociedad continuar dotándose de medios económicos y de capital para el desarrollo de su actividad, al tiempo que satisface el derecho de sus socios de participar en las ganancias sociales. En tanto que los accionistas optan por suscribir nuevas acciones, estas operaciones son un poderoso instrumento de retención de tesorería y, consiguientemente, de fortalecimiento de los recursos propios de la sociedad⁹. La sociedad, en lugar de distribuir sus beneficios, retiene una parte sustancial de estos para incorporarlos a su capital social y, por tanto, fortalecer sus recursos propios¹⁰.

⁷ En este sentido, Giner Bagüés y Salas Fumás (1995, p. 330) afirman que «si la política de dividendos responde al objetivo de comunicar al mercado de capitales las expectativas sobre los beneficios futuros de la empresa, el reparto de dividendos también se ajusta en función de los resultados económicos. Un aumento de los beneficios, que coincide con unas expectativas de mejores resultados futuros por parte de los responsables de la gestión de las empresas, dará lugar a un aumento en los dividendos repartidos, con el propósito de transmitir al mercado las señales que anuncian la mejora en las expectativas de beneficios. Cuando los beneficios se contraen y los administradores anticipan unos peores resultados futuros, entonces la reducción de dividendos hace participe al mercado de unas expectativas menos favorables».

⁸ En este sentido se expresó el artículo publicado por Fitch Ratings en fecha 17 de mayo de 2012 bajo el título «Uncertainty on Spanish Corporates' Scrip Dividend Future» (disponible en http://www.fitchratings.com/gws/en/fitchwire/fitchwirearticle/Uncertainty-on-Spanish?pr_id=750027), al afirmar que «the payment of dividends in shares has allowed companies such as Iberdrola ('A-/RWN) or Gas Natural ('A-/RWN) to maintain or even increase the dividend pay-out to their shareholders while making a significant cash saving».

⁹ En estos casos, la operación actúa como un aumento de capital con medios propios y, por tanto, cumple la función propia de estos aumentos. Vid., sobre esta función, Sánchez Andrés (1971), Torrens Sánchez (2002) y Martínez Nadal (1996).

¹⁰ La retención de beneficios generalmente es preferible al aumento de capital acudiendo al mercado, porque reduce costes e incertidumbres. En este sentido, Fernández Delgado *et al.* (2013, p. 179) afirman que «retention of profits is generally preferable to raising equity capital from the market because the former avoids the costs and uncertainties of the latter».

Así, las operaciones de *scrip dividends* tienen una finalidad que podemos denominar «universal», común a esta modalidad retributiva en todos los países en que es utilizada. Esta finalidad no es otra que la de reforzar los fondos propios de la sociedad, al tiempo que se satisface la correspondiente remuneración al socio y, por tanto, se transmite una imagen positiva al mercado.

Aunque esta fórmula de retribución al accionista ha sido utilizada por sociedades pertenecientes a distintos sectores económicos, la retribución a través de estas operaciones de *scrip dividends* presenta una incidencia relevante entre aquellas entidades sometidas a requisitos prudenciales como, por ejemplo, las entidades de crédito. Esta amplia y extendida utilización de las operaciones de *scrip dividends* entre estas entidades obedece a que son un instrumento especialmente útil para facilitar el cumplimiento de los requerimientos de capital impuestos a estas entidades¹¹.

Los requisitos de solvencia establecidos en los diferentes y sucesivos acuerdos de Basilea han determinado la exigencia del mantenimiento de determinados ratios de capital de nivel 1 (*common equity tier 1* o, simplemente, CET 1)¹² para las entidades financieras, en relación con el nivel de activos ponderados por riesgo que tengan en sus balances. Para cumplir con estos requerimientos de capital, deben aplicarse políticas rigurosas de preservación del capital y de reforzamiento de los niveles de solvencia, junto a otras medidas, a través de las restricciones a la distribución de beneficios.

Con estos objetivos, tanto las autoridades nacionales como las autoridades internacionales, concretamente, el Banco de España y el Banco Central Europeo (BCE), realizaron en aquel contexto sus recomendaciones en materia de distribución de dividendos.

Así, el Banco de España, mediante comunicación de fecha 27 de junio de 2013, afirmó que la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito debía ajustarse al principio de cautela y orientarse a asegurar en todo momento un adecuado nivel de capitalización. Para ello, las políticas de distribución de dividendos de las entidades debían considerar no solo los pagos de dividendos en efectivo, sino también los que se realizan mediante la entrega de acciones (es decir, las operaciones de *scrip dividends*). A estos efectos, para el ejercicio 2013, el supervisor bancario español recomendó limitar el reparto de dividendos y, en todo caso, que los dividendos en efectivo no supusieran más del 25 % del beneficio consolidado atribuido¹³.

¹¹ *Vid.*, sobre esta materia, Ugena Torrejón (2016) y Salas Fumás (2014).

¹² EL CET 1 incluye aquellos elementos capaces de absorber pérdidas mientras la entidad está en funcionamiento (p. ej., las acciones ordinarias, reservas y beneficios retenidos [arts. 26 y ss. Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012]). Es el capital de mayor calidad, al representar los fondos inmediatamente disponibles de una entidad de crédito.

¹³ *Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito*, de fecha 27 de junio de 2013 (<http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Nota->

Posteriormente, el 21 de febrero de 2014 el Banco de España renovó, para el ejercicio 2014, la recomendación de mantener la aplicación de criterios restrictivos en el reparto de resultados, así como la recomendación de que los dividendos en efectivo con cargo al ejercicio 2014 no superaran el 25 % del beneficio consolidado atribuido¹⁴.

Por su parte, en lo que se refiere al nivel supranacional, el BCE, desde el año 2015, ha realizado recomendaciones sobre las políticas de reparto de dividendos de las entidades de crédito. En este sentido, el BCE ha considerado que las entidades de crédito tienen que seguir preparándose para la aplicación plena y oportuna de la normativa comunitaria de solvencia, en un entorno financiero y macroeconómico difícil, que afecta a su rentabilidad y a su capacidad para aumentar sus bases de capital. En este sentido, la aplicación de una política de reparto de dividendos conservadora ha sido uno de los elementos destinados a lograr una gestión adecuada del riesgo y un sistema bancario sólido. Para ello, el BCE recomienda que las entidades de crédito establezcan políticas de dividendos sobre la base de presunciones prudentes y conservadoras, a fin de seguir cumpliendo los requisitos de capital aplicables después de repartir dividendos¹⁵.

[sInformativas/13/Arc/fic/presbe2013_33.pdf](#)): «(...) durante el ejercicio 2013, y teniendo en cuenta las circunstancias de cada entidad, se limite el reparto de dividendos y que, en todo caso, los dividendos en efectivo que se satisfagan en este ejercicio no excedan del 25 % del beneficio consolidado atribuido».

¹⁴ *Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito en 2014*, de fecha 21 de febrero de 2014 (http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Sala-Prensa/NotasInformativas/14/Arc/Fic/presbe2014_8.pdf): «Dicha recomendación [la de 21 de febrero de 2014] renueva la formulada en junio del año pasado con relación a la política de dividendos para el ejercicio de 2013. [...] En concreto, el Banco de España recomienda que los bancos sigan aplicando durante el año en curso criterios restrictivos en el reparto de resultados y que, en todo caso, los dividendos en efectivo que se satisfagan con cargo al resultado del ejercicio 2014 no excedan del 25 % del beneficio consolidado atribuido».

¹⁵ Recomendación BCE/2015/2 del Banco Central Europeo, de 28 de enero de 2015, sobre las políticas de reparto de dividendos (DOUE C 51 de 13 de febrero de 2015, pp. 1-4, p. 1); Recomendación BCE/2015/49 del Banco Central Europeo, de 17 de diciembre de 2015, sobre las políticas de reparto de dividendos (DOUE C 438, de 30 de diciembre de 2015, pp. 1-3, p. 1); Recomendación BCE/2016/44 del Banco Central Europeo, de 13 de diciembre de 2016, sobre las políticas de reparto de dividendos (DOUE C 481 de 23 de diciembre de 2016, pp. 1-3, p. 1); Recomendación BCE/2017/44 del Banco Central Europeo, de 28 de diciembre de 2017, sobre las políticas de reparto de dividendos (DOUE C 8, de 11 de enero de 2018, pp. 1-3, p. 1); Recomendación BCE/2019/1 del Banco Central Europeo, de 7 de enero de 2019, sobre las políticas de reparto de dividendos (DOUE C 11, de 11 de enero de 2019, pp. 1-3, p. 1); y Recomendación BCE/2020/1 del Banco Central Europeo, de 17 de enero de 2020, sobre las políticas de reparto de dividendos (DOUE C 30, de 29 de enero de 2020, pp. 1-3, p. 1): «Las entidades de crédito tienen que seguir preparándose para aplicar íntegramente a su debido tiempo el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo y la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en un entorno macroeconómico y financiero difícil, lo que afecta a la rentabilidad de las entidades de crédito y, consecuentemente, a su capacidad para aumentar sus bases de capital. Además, si bien las entidades de crédito tienen que financiar la economía, la política de reparto de dividendos conservadora es uno de los elementos necesarios para lograr una gestión adecuada del riesgo y un sistema bancario sólido».

En este mismo sentido, en el contexto de la situación generada por la pandemia de la covid-19, desde el mes de marzo de 2020, el BCE ha adoptado una serie de recomendaciones –concretamente, tres–¹⁶ relacionadas con el reparto de dividendos. Estas recomendaciones estaban destinadas a limitar los posibles efectos negativos de esta situación en el ámbito de las entidades de crédito, especialmente, debido a la elevada incertidumbre para que estas entidades previeran sus necesidades de capital. De esta manera, se pretendía garantizar que las entidades de crédito pudieran seguir cumpliendo con sus requerimientos de capital y con su función de financiar la economía real.

El objetivo de estas recomendaciones consistía en permitir que las entidades de crédito, durante la situación generada por la covid-19, se mantuvieran en condiciones de apoyar la recuperación económica, a pesar del incremento de pérdidas generadas por esta situación. Para ello, resultaba necesario que estas entidades de crédito conservaran su capital y mantuvieran su capacidad de proporcionar el máximo apoyo posible a la economía real (hogares, pequeñas empresas, corporaciones, etc.).

En este sentido, las recomendaciones se dirigían tanto a las entidades de crédito significativas, es decir, aquellas que se encuentran bajo la supervisión directa del BCE, como a las autoridades nacionales competentes encargadas de la supervisión de las entidades de crédito menos significativas (en el caso español, el Banco de España), a fin de que estas autoridades las aplicaran a las entidades de crédito bajo su supervisión.

A estos efectos, inicialmente se recomendó que las entidades de crédito se abstuvieran de repartir dividendos o de contraer compromisos irrevocables de repartirlos, respecto de los ejercicios 2019 y 2020. Asimismo, se aconsejaba a las entidades de crédito que se abstuvieran de realizar recompras de acciones como vía de remuneración a sus accionistas durante dichos ejercicios¹⁷.

¹⁶ Recomendación BCE/2020/19, de 27 de marzo de 2020, sobre el reparto de dividendos durante la pandemia del Covid-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/1 (DOUE C 102 de 30 de marzo de 2020, pp. 1-2); Recomendación BCE/2020/35, de 27 de julio de 2020, sobre el reparto de dividendos durante la pandemia del Covid-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/19 (DOUE C 251 de 31 de julio de 2020, pp. 1-3); y Recomendación BCE/2020/62, de 15 de diciembre de 2020, sobre el reparto de dividendos durante la pandemia del Covid-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/35 (DOUE C 437 de 18 de diciembre de 2020, pp. 1-3).

¹⁷ En dicho contexto, otras autoridades u organismos financieros europeos también adoptaron recomendaciones en el mismo sentido. P. ej., el *Statement on dividends distribution, share buybacks and variable remuneration* publicado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) el 31 de marzo de 2020 (disponible para su consulta en https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/News%20and%20Press/Press%20Room/Press%20Releases/2020/EBA%20provides%20additional%20clarity%20on%20measures%20to%20mitigate%20the%20impact%20of%20COVID-19%20on%20the%20EU%20banking%20sector/Statement%20on%20dividends%20distribution%20share%20buybacks%20and%20variable%20remuneration.pdf) o la Recommendation of the European Systemic Risk Board of 27 May 2020 on restriction of distribution during the Covid-19 pandemic (ESRB/2020/7) (DOUE C 212 de 26 de junio de 2020, pp. 1-6).

Estas recomendaciones se extendieron hasta el 30 de septiembre de 2021, ya que, mediante la Recomendación BCE/2021/31¹⁸, el BCE acordó no prorrogar las anteriores recomendaciones. Esta decisión se debió a que las proyecciones macroeconómicas ya indicaban el comienzo de la recuperación económica y una mayor reducción de la incertidumbre.

A estos efectos, en el contexto de estas recomendaciones del BCE en la situación generada por la pandemia de la covid-19, consideramos que las operaciones de *scrip dividends* se erigirían como un instrumento idóneo para continuar satisfaciendo la necesidad de remuneración de los accionistas, sin debilitar los fondos propios de la entidad. Es más, su efecto sería el contrario, ya que estas operaciones reforzarían los fondos propios de las entidades que las utilizaran¹⁹.

En este sentido, algunas entidades de crédito bajo la supervisión del BCE de países con una experiencia dilatada en la utilización de esta modalidad retributiva, como es el caso de Francia, sí que remuneraron a sus accionistas mediante el *paiement du dividende en actions* durante el periodo de vigencia de estas recomendaciones del BCE en la situación de la covid-19²⁰.

En estas situaciones, las operaciones de *scrip dividends* supusieron, y suponen, una vía de retribución al accionista eficaz para el cumplimiento de los requerimientos de capital, ya que son una política de reparto de dividendos conservadora y adecuada al riesgo, que permite a las sociedades retener capital de primera calidad en sus balances²¹. Por ello, resulta necesario dotar a estas operaciones de una configuración jurídica apropiada.

3. La configuración jurídica de las operaciones de *scrip dividends* en España

Como hemos apuntado, en España, las operaciones de *scrip dividends* no son una figura jurídica regulada específicamente en nuestro ordenamiento jurídico. Sin embargo, ello no ha sido un impedimento para que sea una operación a la que ha recurrido un importante número de sociedades españolas para retribuir a sus accionistas.

¹⁸ Recomendación BCE/2021/31, de 23 de julio de 2021, por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/62 (DOUE C 303 de 29 de julio de 2021, pp. 1-2).

¹⁹ *Vid.*, sobre la posibilidad de utilizar las operaciones de *scrip dividends* como vía de remuneración al accionista en el marco de dichas recomendaciones, Aragón Tardón (2021).

²⁰ Así, la junta general de accionistas (*assemblée générale*) de Crédit Agricole de fecha 12 de mayo de 2021 aprobó esta modalidad de pago para el dividendo correspondiente al ejercicio 2020. Por su parte, BCPE, en su junta general de accionistas de 27 de mayo de 2021, la aprobó para el pago del dividendo a cuenta del ejercicio 2021.

²¹ En este sentido, Fernández Delgado *et al.* (2013, p. 179), Aragón Tardón (2013, p. 137) y García García (2014, p. 189).

Consecuentemente, las sociedades han realizado una construcción jurídica propia, con su estructura y procedimiento, que les permite ofrecer a sus accionistas la posibilidad de recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en nuevas acciones.

3.1. Régimen jurídico de las operaciones de *scrip dividends*

Al analizar el régimen de desarrollo del derecho a participar en las ganancias sociales contenido en la LSC, como ya hemos adelantado, no nos encontramos con una regulación específica para las operaciones de *scrip dividends* españolas.

Sin embargo, nos encontramos con el apartado 1 del artículo 276 de la LSC, en el que se confiere a la junta general de accionistas la facultad para determinar, en el acuerdo de distribución de dividendos, la forma de pago del dividendo. A estos efectos, dicho artículo no recoge un elenco de formas en que puede satisfacerse el pago del dividendo, ni establece una forma de pago del dividendo subsidiaria para el supuesto de falta de determinación por la junta²². Ello, *a priori*, podría considerarse como una atribución de competencias *ex lege* a la junta general de accionistas para determinar libremente la forma de pago del dividendo.

En este sentido, entendemos que la regulación de la LSC no establece obstáculo para que el dividendo pueda satisfacerse en bienes distintos al dinero, siempre que se presente como una opción al accionista –no como una obligación–²³, y se adopten las debidas cauteles para evitar que dicha forma de pago del dividendo contravenga el principio de integridad del capital y la regla de la proporcionalidad en el reparto de dividendos²⁴.

Consecuentemente, las operaciones de *scrip dividends* son operaciones jurídicamente permitidas, pero cuya configuración específica no viene establecida, ni legal, ni estatutariamente. De esta manera, en España, estas operaciones carecen de un régimen jurídico propio del que sí gozan en otros regímenes comparados como Francia o Reino Unido.

²² Por el contrario, el malogrado anteproyecto de Ley del Código Mercantil, en su versión de 30 de mayo de 2014, concretamente en el apartado 2 de su artículo 245-5 sí que preveía como forma subsidiaria de pago del dividendo el pago en dinero. Dicho artículo establecía que «a falta de determinación sobre esos particulares, el dividendo será pagadero en dinero en el domicilio social a partir del día siguiente al del acuerdo».

²³ *Vid.*, sobre la forma de arbitrar el pago en bienes distintos del dinero, Paz-Ares Rodríguez (1992b), cuyas conclusiones son extensibles al pago del dividendo en acciones de nueva emisión.

²⁴ Valpuesta Gastaminza (2015, p. 770) afirma que «el dividendo se pagará en metálico. La doctrina admite que los estatutos podrían establecer un pago en especie, aunque sería algo completamente inusual. Cuestión distinta es que cabría ofrecer el pago en metálico y, como alternativa, un pago en especie. De esta forma, el socio sería libre de elegir uno y otro, y no se contravendría la regla de pago en dinero. A veces las grandes sociedades anónimas ofrecen precisamente como pago acciones propias que tenga en autocartera. El problema es que habría que fijar un precio de acciones acorde con el de mercado, pues si se canjearan por un precio inferior al real se estaría ante una asistencia financiera para adquirir acciones o participaciones propias, prohibida con carácter general por los arts. 143 y 150 LSC».

3.2. La configuración jurídica de la operación de *scrip dividends*

Al no existir un régimen jurídico propio que resulte aplicable a estas operaciones²⁵, en la práctica, ante el deseo de las sociedades españolas de incorporar las operaciones de *scrip dividends* como modalidad retributiva para sus accionistas, ha resultado necesario configurarlas de tal manera que, recurriendo a otras operaciones societarias, se permita a los accionistas elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones²⁶. Concretamente, esta fórmula retributiva se ha venido configurando jurídicamente mediante la coordinación de la distribución de dividendos y el aumento de capital con cargo a reservas (Aragón Tardón, 2018, p. 145)²⁷.

No obstante, no debe pasarse por alto que, en dicha coordinación, los accionistas no pierden ninguna de las opciones que les corresponderían si cada una de esas operaciones fuera ejecutada independientemente, sino que se les ofrecen todas ellas. Consecuentemente, los accionistas pueden elegir entre cuatro opciones:

1. Suscripción de acciones de nueva emisión; opera jurídicamente como una ampliación de capital con cargo a reservas ex artículo 303 de la LSC.
2. Venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario.
3. Venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad mediante la aceptación del compromiso irrevocable de compra. Esta es la opción que se considera como equivalente al tradicional dividendo en efectivo.
4. Combinación de las opciones anteriores conforme considere conveniente el accionista.

Sin embargo, para materializar todas estas opciones, una de las operaciones toma predominancia sobre la otra, constituyéndose como «operación base». Esta operación es el

²⁵ Esta imposibilidad de que, en España, el acuerdo de la junta general que aprueba las cuentas anuales y decide sobre la distribución de los resultados, pueda aprobar estas operaciones de *scrip dividends* ya ha sido puesta de manifiesto por Paz-Ares Rodríguez (1992b, p. 209, nota 3). Este autor afirma que, para lograr un efecto equivalente al que se obtiene a través de los *scrip dividends*, ha de seguirse el procedimiento especial de aumento de capital. *Vid.*, asimismo, la reflexión realizada por Girón Tena (1952, p. 204) sobre la posibilidad de ofrecer al socio acciones liberadas en vez de dividendo. De hecho, todas operaciones de *scrip dividends* realizadas por las sociedades cotizadas españolas se han configurado jurídicamente como ampliaciones de capital con cargo a reservas. En el mismo sentido, Vázquez Cueto (1995, p. 168).

²⁶ *Vid.*, sobre cómo se plantearon inicialmente estas operaciones de *scrip dividends* y las cuestiones jurídico-societarias más relevantes que suscitaron, Ferrada Lavall y San Miguel Barbón (2010).

²⁷ Algunos autores, como Iribarren Blanco (2012), en lugar de hablar de coordinación, hablan de combinación. En este sentido, afirma que «no se trata de yuxtaponer ambos regímenes, sino [...] de combinarlos convenientemente para componer el [régimen] específico de la operación objeto de este trabajo [operación de *scrip dividends*]» (p. 156).

aumento de capital con cargo a reservas, ya que sus distintos elementos y, más concretamente, los derechos de asignación gratuita atribuidos a los accionistas en el marco de su ejecución son los instrumentos a través de los cuales se satisfacen las distintas opciones que se ofrecen al accionista²⁸.

Así, a las opciones presentes, con carácter general, en una ampliación de capital con cargo a reservas –la suscripción de nuevas acciones mediante el ejercicio de los derechos de asignación gratuita (opción 1) o la venta de estos derechos de asignación gratuita en el mercado secundario (opción 2)–, se le añade la opción de recibir el dividendo en efectivo por parte de la sociedad. Este pago del dividendo en efectivo se produce a través de una especialidad que se incorpora, en el marco de estas operaciones de *scrip dividends*, con respecto a los aumentos de capital con cargo a reservas «puros». Esta especialidad consiste en un compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad para adquirir los derechos de asignación gratuita a un precio garantizado (opción 3).

Pasamos a analizar, a continuación: (3.2.1) la «operación base», esto es, el aumento de capital con cargo a reservas; y (3.2.2) la especialidad de estas operaciones, consistente en la venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad mediante la aceptación del compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad.

3.2.1. La «operación base»: el aumento de capital con cargo a reservas y sus derechos de asignación gratuita

Como hemos apuntado, conforme a la configuración actual de las operaciones de *scrip dividends* en España, los derechos de asignación gratuita juegan un papel esencial. De esta manera, estos derechos traspasan su función principal de conservar el valor relativo de la cuota de participación del accionista (Sánchez Andrés, 1973, pp. 383-390) y se convierten en los instrumentos que permiten a los accionistas elegir la opción que más se adecue a sus preferencias: ejercitándolos, transmitiéndolos en el mercado secundario o transmitiéndolos a la propia sociedad.

Con carácter general, en la ejecución de los aumentos de capital que sirven de base a las operaciones de *scrip dividends*, los accionistas recibirán un derecho de asignación gratuita por cada acción de la sociedad de la que sean titulares.

De esta manera, este número de derechos de asignación gratuita atribuidos a cada accionista cumple una doble función.

²⁸ De hecho, algunos autores se refieren a las operaciones de *scrip dividends* como «una modalidad de ampliación de capital que tiene como objeto principal la retribución del accionista». *Vid.*, en este sentido, Vives Ruiz y López-Jorrín Hernández (2010, pp. 52-53).

Por un lado, el número de derechos de asignación gratuita atribuido a cada accionista determina el porcentaje de participación de cada accionista en la operación de *scrip dividends*, el cual ha sido calculado conforme al número de acciones antiguas titularidad de cada uno de ellos²⁹. Por otro lado, estos derechos de asignación gratuita son el instrumento que permite al accionista elegir la opción que más se adecue a sus preferencias.

Así, el accionista puede optar por suscribir nuevas acciones mediante el ejercicio de dichos derechos (opción 1) o, en tanto que estos derechos de asignación gratuita son transmisibles en las mismas condiciones que las acciones de las que deriven (art. 306 LSC), el accionista puede optar por transmitirlos en el mercado secundario (opción 2). Asimismo, en virtud del compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad, el accionista puede optar por transmitírselos a esta a un precio garantizado (opción 3).

3.2.2. La especialidad: el compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad

Nos encontramos en la opción 3, en la que el accionista vende sus derechos de asignación gratuita a la sociedad, recibiendo como contraprestación un importe en efectivo cuya cuantía ha sido previamente fijada.

Doctrinalmente, y también en la práctica societaria, esta opción se considera como equivalente al tradicional dividendo en efectivo, no solo porque el resultado en ambos supuestos es el mismo –el accionista, como remuneración a su participación social, recibe un importe en efectivo desembolsado por la sociedad–, sino porque muchos de sus aspectos apuntan en este sentido. Sin embargo, no debemos pasar por alto que hay una diferencia fundamental entre ambos supuestos, ya que, mediante esta opción del *scrip dividend*, se produce un efecto adverso para los accionistas que no está presente en los pagos del tradicional dividendo en efectivo: la dilución.

Así, como consecuencia de la mecánica propia de las operaciones de *scrip dividends* en España, la recepción por los accionistas del correspondiente importe en efectivo por parte de la sociedad en el marco de las operaciones de *scrip dividends* no se configura como un pago tradicional del dividendo, sino que se configura como una compraventa de derechos de asignación gratuita entre la sociedad y los accionistas que así lo desean³⁰.

²⁹ A estos efectos, hemos de tener en cuenta que, en esta modalidad de retribución, los efectos del acuerdo de aumento de capital de la junta general de accionistas se posponen al momento de ejecución de dicho aumento de capital, concretamente, al momento de la publicación de su anuncio en el BORME. Debido a ello, es necesario incluir a aquellos accionistas que han adquirido tal condición entre la fecha del acuerdo de la junta general ordinaria de accionistas y la fecha de publicación en el BORME (García García, 2014, p. 173).

³⁰ Lyczkowska (2014, p. 98) se refiere a esta compraventa de derechos de asignación gratuita entre la sociedad y los accionistas como una «falsa» compra, ya que su única finalidad es la de abonar un importe en efectivo equivalente al dividendo.

Para realizar esta compraventa, con ocasión de la ejecución de cada aumento de capital, la sociedad asume un compromiso irrevocable de compra de estos derechos a un precio preestablecido para cada derecho de asignación gratuita. De esta manera, los accionistas tienen garantizada la posibilidad de vender sus derechos a la sociedad y, consecuentemente, recibir el importe en efectivo que corresponda conforme al número de derechos vendidos. Este compromiso de compra de derechos asumido por la sociedad constituye la especialidad de las operaciones de *scrip dividends* frente a los aumentos de capital con cargo a reservas «puros» del artículo 303 de la LSC, en los que la sociedad no asume un compromiso de compra en tal sentido³¹. La existencia de este compromiso de compra por parte de la sociedad es esencial, pues es el mecanismo que, *de facto*, permite al accionista recibir su dividendo en efectivo como remuneración directa de la sociedad.

3.3. El acuerdo de la junta general de accionistas

Como consecuencia de la interrelación existente entre la operación de distribución de dividendos y la operación de aumento de capital con cargo a reservas, aunque ambas operaciones forman parte de una operación común –la operación de *scrip dividends*–, estas continúan manteniendo sus características principales y sus reglas procedimentales propias.

Consecuentemente, el procedimiento aplicable a esta operación de *scrip dividends* debe tener en cuenta los procedimientos que resultan propios a cada una de las referidas operaciones, presentando, al mismo tiempo, algunas singularidades.

Así, las operaciones de *scrip dividends* deben ser aprobadas mediante acuerdo de la junta general de accionistas.

En relación con el contenido del acuerdo para la aprobación de las operaciones necesarias para ejecutar las operaciones de *scrip dividends*, hemos de tener en cuenta que, si bien las operaciones mantienen sus características propias, el contenido del acuerdo sí que se adecua a las singularidades de las operaciones de *scrip dividends*.

De esta manera, sobre el acuerdo de aplicación del resultado, hemos de tener en cuenta que, en realidad, se corresponde con la adquisición de los derechos de asignación gratuita por parte de la sociedad, por lo que el importe aplicado es el importe destinado por la sociedad a esta adquisición. Sin embargo, pese a configurarse como una compra de derechos, se siguen las reglas previstas en el artículo 273 de la LSC para la aplicación del resultado.

³¹ Ferrada Lavall y San Miguel Bardón (2010) se refieren a este compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita que asume la sociedad como un «complemento» al aumento de capital y no como una especialidad. Sin embargo, consideramos más oportuno denominarlo «especialidad», ya que es precisamente dicho compromiso lo que hace «especial» a este aumento de capital con cargo a reservas, distinguiéndolo de los aumentos de capital con cargo a reservas «puros».

Por lo que se refiere al acuerdo de aumento de capital social con cargo a reservas, este recogerá las bases y criterios de cálculo de los principales aspectos del aumento de capital cuyas condiciones, con posterioridad, serán fijadas por el consejo de administración en virtud de la delegación para la ejecución que, con carácter general, se recoge en el propio acuerdo.

Pasamos, a continuación, a analizar detalladamente los principales elementos recogidos en dicho acuerdo, en concreto: (3.3.1) el cálculo del precio de referencia; (3.3.2) la determinación del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva; (3.3.3) el cálculo del precio del compromiso de compra asumido por la sociedad; (3.3.4) las soluciones a los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una nueva acción («picos»), y (3.3.5) la opción que resulta de aplicación en caso de falta de elección expresa del accionista («opción subsidiaria»).

3.3.1. El cálculo del precio de referencia

En las operaciones de *scrip dividends* españolas la determinación del precio de referencia es un aspecto fundamental de la operación, debido a que el número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva o el precio al que la sociedad adquirirá los derechos de asignación gratuita en virtud del compromiso de compra que asume son aspectos cuyo cálculo depende de este precio de referencia. Por este motivo, ha de aplicarse una gran cautela en la forma de cálculo del mismo y, consiguientemente, este precio de referencia debe calcularse de la forma en la que se ofrezcan las mayores garantías para los derechos de los accionistas.

En España, como consecuencia de la ausencia de regulación específica para estas operaciones, esta fórmula de cálculo no se encuentra regulada normativamente. Pese a esta ausencia de regulación, sí que existe uniformidad en la fórmula de cálculo que aplican las distintas sociedades cotizadas que realizan operaciones de *scrip dividends*.

Así, el precio de referencia de la operación suele corresponderse con la media aritmética de los precios medios ponderados de la acción de la sociedad en las bolsas de valores en las que cotiza –generalmente, Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español– en las cinco sesiones bursátiles anteriores al acuerdo del aumento del consejo de administración de llevar a efecto el aumento de capital («periodo de referencia»), redondeado a la milésima de euro más cercana y, en caso de la mitad de una milésima de euro, a la milésima de euro inmediatamente superior³².

³² En el caso de las sociedades no cotizadas que han recurrido a las operaciones de *scrip dividends* para retribuir a sus accionistas no puede aplicarse esta misma fórmula de cálculo del precio de referencia debido, principalmente, a que las acciones de dichas sociedades no cotizan. De esta manera, se utilizan referencias alternativas, p. ej., el valor teórico contable (VTC) por acción, según el último balance aprobado por la junta general de accionistas en el momento de adoptarse el acuerdo de ejecución del aumento de capital.

3.3.2. La determinación del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva

Una vez calculado el precio de referencia, en la mecánica de la operación resulta necesario calcular el número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva, que será determinado automáticamente según la proporción existente entre el número de acciones nuevas a emitir y el número existente de acciones en circulación.

En relación con el resultado obtenido, este se redondeará al número entero inmediatamente superior. De lo contrario se produciría una vulneración de la prohibición de emitir acciones por debajo de la par, establecida por el artículo 59 de la LSC, en aras del principio de integridad del capital (García García, 2014, p. 172).

Realizado el cálculo anterior, puede resultar necesario que, para que el número de acciones nuevas a emitir sea un número entero y no una fracción, la sociedad tenga que renunciar a un número determinado de derechos de asignación gratuita. Este número se corresponderá con la diferencia existente entre el número de acciones en circulación y el número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva multiplicado por el número de acciones nuevas.

3.3.3. El cálculo del precio del compromiso de compra asumido por la sociedad

Finalmente, es necesario determinar el precio al que la sociedad adquirirá los derechos de asignación gratuita para satisfacer el importe en efectivo a aquellos accionistas que así lo desean.

Así, de manera general, la fórmula de cálculo de este precio del compromiso de compra se determina por la junta general y, como tal, se recoge en los acuerdos por los que se aprueban los correspondientes aumentos de capital para la ejecución de las operaciones de *scrip dividends*.

Concretamente, el precio de compra de cada derecho de asignación gratuita por la sociedad se corresponderá con el resultado de la división de dicho precio de referencia entre el número de derechos necesarios para recibir una acción nueva más uno, redondeado a la milésima de euro más cercana y, en caso de la mitad de una milésima de euro, a la milésima de euro inmediatamente superior.

Consecuentemente, el importe total que recibirán los accionistas que se decanten por la opción 3 se corresponde con el resultado de multiplicar el número de derechos de asignación gratuita sobre los que cada accionista desea aceptar el compromiso de compra, por este precio predeterminado para la adquisición de esos derechos por parte de la sociedad.

3.3.4. Las soluciones a los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesario para suscribir una nueva acción («picos»)

Generalmente, cada accionista es titular de un número distinto de acciones y, correlativamente, de un número distinto de derechos de asignación gratuita. Por ello, resulta poco frecuente que el número de derechos de asignación gratuita que haya correspondido a un accionista como consecuencia de su participación previa en la sociedad sea un múltiplo exacto del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva.

Debido al carácter indivisible de la acción (art. 90 LSC), resulta imposible que el accionista suscriba fracciones de acciones y, por tanto, siempre tendrá derechos de asignación gratuita «faltantes» o derechos de asignación gratuita «sobrantes». Por ello, hemos de plantearnos las posibilidades con las que cuenta el accionista en el actual régimen español para solucionar estos «picos», de manera que se le permita suscribir un número entero de acciones.

Algunos autores han propuesto como posible solución a estos desajustes el que, al ejecutar operaciones de *scrip dividends*, se establezca la obligación de las sociedades de designar un «agente de picos» (*odd-lot agent*), esto es, una sociedad de valores o entidad de crédito debidamente habilitada que, actuando por cuenta del emisor, adquiriera los derechos de asignación gratuita que no den derecho a una acción adicional de cada accionista que haya optado por recibir acciones (García García, 2014, p. 175).

Sin embargo, no compartimos esta tesis y consideramos más conveniente encontrar las soluciones en las propias operaciones de *scrip dividends*, concretamente, en las posibilidades que brinda la transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita³³.

En el supuesto de que el accionista sea titular de un número de derechos inferior a aquel que le permite suscribir un número entero de acciones, no existe impedimento para que los accionistas que deseen suscribir un número de acciones superior al que les corresponde en función de su participación previa en la sociedad adquieran, durante el periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita y en el mercado secundario, los derechos de adquisición gratuita «faltantes».

En el supuesto de que el accionista sea titular de un número de derechos superior a aquel que le permite suscribir el número entero de acciones que desea suscribir, el accio-

³³ Con carácter general, en las operaciones de aumento de capital con medios propios, algunos autores predicán la adecuación de esta compra o venta de derechos de asignación gratuita en el mercado como solución a los «picos». *Vid.*, por todos, Sánchez Andrés (1973, pp. 275-276), Martínez Nadal (1996, p. 492) y Fayos Febrer (2008, pp. 181-182).

nista puede transmitir los derechos de asignación gratuita «sobrantes» –bien en el mercado secundario o bien a la propia sociedad–, por lo que la solución pasa necesariamente por una combinación de opciones (opción 4).

3.3.5. La suscripción de acciones de nueva emisión como «opción subsidiaria»

En la práctica de las sociedades españolas, ante la ausencia de regulación legal específica, la opción 1, en virtud de la cual el accionista suscribe nuevas acciones de la sociedad, se presenta como la «opción subsidiaria» de las operaciones de *scrip dividends*. De esta manera, a falta de comunicación expresa por el accionista acerca de cuál es la opción por la que se decide o, verdaderamente, a falta de comunicación expresa por el accionista manifestando su deseo de recibir el dividendo en efectivo, se le aplicará esta opción por defecto y, consecuentemente, el accionista suscribirá acciones de nueva emisión³⁴.

Esta operativa enlaza con las características propias de los derechos de asignación gratuita en los aumentos de capital con cargo a reservas «puros», en los que la atribución de las acciones por parte de la sociedad se produce de manera automática, sin que sea necesario que el accionista realice ningún tipo de acto o declaración de voluntad expresa para la suscripción de los nuevos títulos que le correspondan³⁵.

³⁴ Así se recoge, de manera general, en los documentos informativos remitidos por cada sociedad a la CNMV con motivo de la ejecución de cada ampliación de capital para instrumentar operaciones de *scrip dividends* mediante previsiones como «los accionistas que no comuniquen su decisión recibirán el número de acciones nuevas que les correspondan» o «finalizado el periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita en el mercado, los derechos de asignación gratuita se convertirán automáticamente en acciones de nueva emisión de la sociedad».

³⁵ Sánchez Andrés (1991, p. 894) establece como principios específicos del derecho de asignación gratuita, singularmente, «los principios de *gratuidad*, *exclusividad* y *automatismo* en cuanto al funcionamiento del derecho de asignación gratuita que debe aplicarse *ex officio* por la propia sociedad». En el mismo sentido, *vid.* la STS n.º 936/2006 (Sala Civil), de 6 de octubre (NCJ047505), en su fundamento de derecho tercero. Sobre el carácter automático de este derecho, *vid.* también Sánchez Andrés (1973, p. 274), quien señala que en los aumentos de capital con medios propios «la ley estima que el único interés atendible se identifica con la tutela de los derechos latentes de los socios sobre el patrimonio y les confiere por ello –en lugar de una simple preferencia– un derecho exclusivo y automático a la atribución de nuevas acciones»; Vicent Chuliá (1991, p. 775) afirma que «no es un derecho potestativo»; Martínez Nadal (1996, p. 517), sostiene que «en el caso del derecho de asignación gratuita, el significado del silencio del titular del derecho ha de interpretarse a la luz de su fundamento gratuito. [...] Por ello, el silencio del titular del derecho ha de interpretarse no en sentido negativo, sino en sentido positivo. [...] De forma que la inactividad del accionista ha de interpretarse como una asunción tácita de las nuevas fracciones de capital». En el mismo sentido, Fayos Febrer (2008, pp. 184-185), Martín Aresti (2006, pp. 32-33) y Sáenz García de Albizu (2011, pp. 2.244 y 2.246).

4. Propuestas de mejora para las operaciones de *scrip dividends* en España

A priori, los *scrip dividends* británicos y el *paiement du dividende en actions* francés podrían parecer semejantes a las operaciones de *scrip dividends* ejecutadas en España. En este sentido, si bien el resultado sí que podría ser equivalente, existen varias diferencias, con trascendencia jurídica y económica, entre las operaciones llevadas a cabo en estos tres países.

Aunque valoramos positivamente la incorporación de esta fórmula retributiva a la práctica societaria española a imagen de estas operaciones reguladas en otros regímenes extrajeros, existen diferencias notables en relación con determinados elementos. Estos elementos, en ocasiones, generan efectos adversos, problemas e, incluso, deficiencias en el régimen español. Esta situación nos lleva a plantearnos si la configuración jurídica que la práctica societaria ha otorgado a estas operaciones en España es totalmente adecuada o si, por el contrario, podría resultar apropiado dar un paso más y buscar la solución en el establecimiento de una regulación específica, semejante a la regulación establecida en regímenes extrajeros.

Así, comenzando por la previsión legal de la operación como una modalidad de pago del dividendo, y al margen de la misma, los principales elementos sobre los que podrían realizarse propuestas de mejora, serían:

4.1. La regulación de la operación como modalidad de pago del dividendo. Limitación de las opciones de los accionistas

La primera necesidad del actual régimen español de las operaciones de *scrip dividends* es dotarlo de una regulación específica que permita subsanar la actual carencia regulatoria en España y aportar a estas operaciones una mayor seguridad jurídica.

En este sentido, tendríamos: (a) por un lado, una regulación de la operación al estilo francés, en el que las principales condiciones de la operación se encuentran recogidas normativamente (arts. L. 232-18 a L. 232-20 del *Code de Commerce* francés); y, (b) por otro lado, un régimen híbrido, como el establecido para los *scrip dividends* en Reino Unido, en el que, si bien resulta una formalidad necesaria que los estatutos de la sociedad contengan el correspondiente *scrip dividend article*, este suele estar redactado en términos bastante amplios y contener diferentes opciones aplicables a los aspectos concretos de la operación, los cuales se determinan con ocasión de cada una de ellas.

En este sentido, el régimen francés proporciona seguridad jurídica respecto a las condiciones de la operación. No obstante, en determinados aspectos de la operación, el *Code de Commerce* establece las bases y deja un cierto margen de libertad a las sociedades para su determinación, sin que la seguridad jurídica de la operación se vea alterada (parte

del dividendo cuyo pago se ofrece en acciones, cotización utilizada para el cálculo del precio de referencia, porcentaje de descuento aplicado, plazo para el ejercicio de la opción o la solución que se adopta para los supuestos en que el importe del dividendo no se corresponda con un número entero de acciones).

Por su parte, el carácter híbrido del régimen británico presenta dos aspectos positivos. Por un lado, el hecho de que el procedimiento y las principales características de los *scrip dividends* que ofrezca la sociedad se encuentren previstos en los estatutos sociales, aunque sea una normativa autónoma de la propia sociedad, también proporciona al accionista seguridad jurídica y una información previa sobre la operación. Por otro lado, la amplitud con la que se redacta el referido *scrip dividend article* permite a las sociedades una mayor flexibilidad y adaptabilidad de estas operaciones a situaciones societarias concretas.

Sin embargo, en esta flexibilidad del régimen británico, encontramos un aspecto desfavorable: la ausencia de regulación de la fórmula de cálculo del precio de referencia, la cual, como apuntaremos más adelante, entendemos que debe estar debidamente determinada, ya que este precio es un aspecto esencial de la operación, pues de él depende el número de acciones que recibirá cada accionista en el *scrip dividend*.

Así, analizado el régimen jurídico español del derecho de los accionistas a participar en las ganancias sociales ex artículo 93, letra a) de la LSC, resulta posible que se establezcan modalidades de pago del dividendo distintas al pago del dividendo en efectivo. Los accionistas, en ejercicio de su autonomía de la voluntad, pueden establecer en sus estatutos sociales fórmulas de pago de su dividendo en bienes distintos del dinero, como, por ejemplo, las acciones, sin que se haya considerado que esta cláusula estatutaria se oponga a las leyes (art. 28 LSC). En este sentido, si resulta posible establecer estatutariamente estas modalidades de pago del dividendo, también será posible introducirlas a través de una modificación normativa. La previsión legal, tanto de la posibilidad de pago del dividendo en acciones, como de sus condiciones, aportaría una mayor seguridad jurídica a estas operaciones en nuestro país.

Consecuentemente, consideramos que la regulación más idónea para las operaciones de *scrip dividends* en España sería aquella que incorporara estas operaciones en la normativa societaria, concretamente, en la LSC, configurándolas jurídicamente como una modalidad de pago del dividendo, al igual que se configura en los regímenes de derecho comparado, entre ellos, Reino Unido y Francia. En terminología española podría recibir el nombre de «pago del dividendo en acciones». Así, configurada como una alternativa al dividendo en efectivo, se encontraría sometida al régimen de aplicación del resultado y de distribución de dividendos, ya que esta es la finalidad de la operación y, por tanto, las reglas a las que debe someterse.

Al configurar estas operaciones como modalidad de pago del dividendo se produce una variación de la mecánica de la operación y, consecuentemente, ya no resultaría necesario que, como hasta ahora, la sociedad asuma un compromiso de compra de los derechos de asignación gratuita ni, por tanto, que se instrumente la compraventa de estos derechos

para que los accionistas puedan recibir el importe correspondiente en efectivo. Es más, al no configurarse como una ampliación de capital con cargo a reservas, no existen derechos de asignación gratuita ni, consiguientemente, estos pueden transmitirse.

Esta nueva mecánica conlleva una ventaja principal: se altera el orden de concreción de los diferentes aspectos, siendo el punto de partida el importe del dividendo, como si de un dividendo tradicional en efectivo se tratase, al igual que en Reino Unido y en Francia. Consiguientemente, la determinación del importe del dividendo en efectivo se efectúa directamente, sin necesidad de tener que realizar ningún tipo de cálculo y, con base en dicho importe, se concretan el resto de aspectos de la operación³⁶. Esto se traduce en una mayor claridad y facilidad para que el accionista adopte la opción que resulte más acorde a sus preferencias y necesidades, ya que, al tener conocimiento del importe del dividendo, del precio de referencia (equivalente al precio de emisión de las acciones) y de la cotización actual de las acciones, con una simple comparativa, el accionista dispone de un criterio financiero para adoptar una decisión fundada.

Asimismo, en tanto que el valor de este importe en efectivo no se calcula a partir del precio de referencia, se elimina la eventualidad de que el importe del dividendo en efectivo dependa de cualquier factor externo, como la propia cotización del valor en el mercado.

En línea con lo anterior, con la nueva configuración jurídica de esta fórmula retributiva en España, las cuatro opciones que actualmente se ofrecen a los accionistas quedarían limitadas a dos únicas opciones: recibir el dividendo en efectivo o recibir el dividendo en nuevas acciones, desapareciendo la actual opción 2, exclusiva de las operaciones españolas, ya que se deriva de su configuración jurídica como ampliación de capital con cargo a reservas (la posibilidad de vender los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario al precio de cotización en cada momento, no a un precio garantizado por la sociedad), así como la actual opción 4. Con el ofrecimiento de estas dos opciones, se garantizaría la finalidad de la operación, que no es otra que la de satisfacer el derecho de los accionistas a participar en las ganancias sociales ex artículo 93, letra a) de la LSC.

³⁶ La mecánica de la operación, tanto en Reino Unido, como en Francia, se corresponde con la establecida por Sánchez Calero (1955, p. 164) para el supuesto en que la junta general ordinaria de accionistas pudiera fijar el dividendo en especie: «Los beneficios que son calculados en el balance y, por tanto, solamente en su cuantía dineraria, habrían de ponerse en relación con la especie que se quiere repartir, valuando esta y averiguando qué cantidades de unidades de estos bienes tienen un valor igual a los beneficios que se pueden repartir. Una vez realizada esta operación podría repartirse las unidades de esas especies no dineraria proporcionalmente al capital desembolsado por cada accionista». En este proceso, el autor encuentra un peligro para la garantía de la integridad del capital como consecuencia de los criterios de valoración que se empleen. Al respecto, entendemos que, en tanto que la valoración de los bienes a entregar, es decir, el precio de referencia de las nuevas acciones, se encuentra previamente determinado en los correspondientes estatutos sociales, se evita que pueda producirse una valoración errónea de las nuevas acciones.

4.2. La «opción subsidiaria»

Respecto a la «opción subsidiaria», hemos de recordar que la que actualmente opera en España se deriva de la actual configuración de estas operaciones de *scrip dividends* en nuestro país, difiriendo de la opción que opera por defecto tanto en el régimen británico como en el régimen francés.

Tanto en Reino Unido como en Francia se requiere una manifestación de voluntad expresa por el accionista para recibir el dividendo en acciones, de manera que, a falta de comunicación expresa por parte del accionista en ese sentido, este recibirá su dividendo en efectivo.

En principio, la elección de una u otra opción como «opción subsidiaria» podría parecer una cuestión menor. Sin embargo, si tenemos en cuenta que la operación en todos estos países tiene la misma finalidad principal, es decir, el reforzamiento de los fondos propios de la sociedad, podemos concluir que, en España, al margen de que esta opción subsidiaria venga dada por la propia configuración jurídica de la operación, hay una mayor preferencia por este reforzamiento, al elegir como opción subsidiaria la opción que contribuye a este fin (recibir el dividendo en acciones).

Resulta cierto que, si la operación se configura como una modalidad de pago del dividendo ofreciendo el pago del dividendo en acciones, ante la falta de aceptación por parte del accionista, este debería recibirlo en efectivo, ya que no puede imponerse al socio la recepción de acciones en pago de su dividendo³⁷.

Sin embargo, hemos de tener en cuenta que esta opción es menos protectora de los intereses de los accionistas, pues genera el efecto adverso de la dilución. Por ello, si se estableciera la recepción del dividendo en efectivo como «opción subsidiaria», entendemos que resultaría necesario establecer normativamente algún «mecanismo antidilución» para proteger los intereses de los accionistas. Estos mecanismos serían: (a) la reducción de capital social mediante la amortización de acciones propias; o (b) la entrega de acciones de la autocartera. La recompra de acciones para su amortización, aunque también puede considerarse uno de estos mecanismos, lo consideramos menos eficaz, en tanto que solo mitiga el efecto dilutivo y genera un desembolso de efectivo para la sociedad³⁸.

4.3. La fórmula de cálculo del precio de referencia

Debido a que este precio de referencia es uno de los principales aspectos de las operaciones de *scrip dividends*, de cuyo cálculo derivan los principales aspectos de la operación,

³⁷ Vid., por todos, Sánchez Andrés (1973, pp. 118-119).

³⁸ Vid., sobre estos mecanismos, Aragón Tardón (2018, pp. 223-233).

resulta conveniente dotarle de la mayor seguridad jurídica posible, de cara a evitar alteraciones en las condiciones de la operación.

En este sentido, para evitar la introducción de posibles modulaciones por las sociedades y, por tanto, para garantizar la integridad del capital social, resulta conveniente que esta fórmula de cálculo se encuentre recogida normativamente, como sucede en otros regímenes comparados, como, por ejemplo, el régimen francés (art. 232-19 del *Code de Commerce*). De esta manera, se evita que las condiciones de la operación se vean alteradas significativamente como consecuencia de elegir diferentes fórmulas de cálculo.

Para determinar la regulación de la fórmula de cálculo de este precio de referencia consideramos conveniente tomar como referencia las fórmulas de cálculo de los regímenes comparados³⁹. En este sentido, haremos referencia a: (4.3.1.) el número de sesiones bursátiles utilizadas como referencia; (4.3.2.) el criterio temporal para la selección de las sesiones, y (4.3.3.) la cotización de cada sesión que ha de tomarse en consideración.

4.3.1. El número de sesiones de referencia

En lo relativo al número de sesiones bursátiles utilizadas como referencia, la fórmula de cálculo actualmente aplicada en el régimen español guarda similitud con la fórmula aplicada en otros regímenes comparados, por ejemplo, el británico, ya que, en ambos regímenes, el número de sesiones bursátiles utilizado para el cálculo de este precio es de cinco. Sin embargo, este número de sesiones de referencia difiere de otros regímenes, como, por ejemplo, el régimen francés, en el que este número de sesiones bursátiles se eleva hasta veinte.

Sobre este aspecto, la cuestión radica en determinar qué es lo que resulta más apropiado de cara a determinar un precio de referencia para la emisión de las nuevas acciones, si considerar una muestra más amplia o más reducida.

Teóricamente, con un número de sesiones más reducido el precio de referencia se encontrará más cercano a las condiciones del mercado en el momento de su cálculo. Por su parte, con un periodo de referencia más amplio, hay mayor probabilidad de que sucedan eventos corporativos que pudieran alterar los precios de cotización de las acciones. Sin embargo, en la realidad, nada impide que un evento corporativo que afecte al precio de las acciones suceda durante las sesiones del periodo de referencia, aunque estas se reduzcan al mínimo. Por este motivo, entendemos que una muestra más amplia resulta más representativa y permite eliminar estas posibles alteraciones en el precio de cotización, por lo

³⁹ En el caso de las operaciones de *scrip dividends* de España, el planteamiento de la operación nos hace hablar de «precio de referencia», el cual entendemos que es equivalente al «precio de emisión» de las acciones en la operación francesa y al homónimo «precio de referencia» de las operaciones británicas.

que resulta más adecuado que el número de sesiones para el cálculo establecido se amplíe respecto a la fórmula actual, es decir, que sea superior a cinco, por ejemplo, veinte.

4.3.2. El criterio temporal para determinar las sesiones bursátiles de referencia

Por lo que se refiere al criterio temporal aplicado para seleccionar las sesiones de referencia, en el caso de España, se toma como referencia el acuerdo del consejo de administración por el que se ejecuta el aumento de capital. De esta manera, para el cálculo del precio de referencia, se utilizan los precios de cotización de las cinco sesiones bursátiles anteriores al referido acuerdo.

Este criterio temporal difiere del utilizado en otros países, como Reino Unido, donde el criterio mayoritario para determinar dichas sesiones es que estas se inicien en la fecha *ex-dividendo*, de manera que sean la sesión de dicha fecha y las cuatro sesiones siguientes las que se tomen en consideración para efectuar el correspondiente cálculo. Sin embargo, también se admiten otros criterios temporales de determinación, ya que en el régimen británico existe una gran libertad para determinar cuáles son las sesiones bursátiles cuyos precios de cotización se tomarán como referencia. Sin embargo, todos ellos tienen un rasgo común: las cinco sesiones tomadas como referencia han de ser posteriores a la fecha de cotización *ex-dividendo* o, en caso de que sean anteriores, ha de deducirse el importe del dividendo.

Este aspecto no se tiene en cuenta en el actual régimen español, aunque sí sucede algo semejante en el régimen francés. Pese a que el criterio temporal aplicado en Francia es el acuerdo de la junta general ordinaria y se toman en consideración los precios de cotización de las veinte sesiones bursátiles anteriores, la propia fórmula de cálculo prevé que, a la media de dichos precios de cotización, ha de deducirse el importe neto del correspondiente dividendo. De esta manera, se transforma el «precio medio» en «precio medio *ex-dividendo*».

Esta deducción resulta conveniente para neutralizar el *scrip dividend* y evitar que los accionistas que optan por el pago del dividendo en acciones se vean penalizados por el dividendo en efectivo recibido por otros accionistas⁴⁰. Por ello, consideramos conveniente tener esta deducción en consideración para la fórmula de cálculo del precio de referencia del régimen jurídico de los *scrip dividends* que proponemos para España.

Sin embargo, hemos de enlazarla con la consideración anterior, es decir, con el número de sesiones de referencia, de cara a elegir la forma de neutralizar el *scrip dividend* de la manera que resulte más adecuada.

⁴⁰ Mortier (2010, p. 246), Jacquemet Marie Jeanne, (1998, p. 48) y AA. VV. (2012, p. 84).

En este sentido, si establecemos que las veinte sesiones que hemos determinado anteriormente han de ser posteriores a la fecha *ex-dividendo*, la operación se alarga innecesariamente, ya que, debido a que los accionistas han de conocer el precio de referencia y las restantes condiciones derivadas del mismo antes del inicio del plazo para realizar la solicitud del dividendo en la forma deseada, es necesario que dichas veinte sesiones transcurran antes de comenzar dicho plazo. Si a ello le añadimos el plazo que debe establecerse para elegir entre las diferentes opciones, la operación se alarga en exceso.

Por ello, consideramos más práctico neutralizar el *scrip dividend* mediante la deducción del importe neto del dividendo en efectivo al precio de referencia calculado y estableciendo el criterio temporal en las sesiones anteriores al acuerdo por el que se ejecuta la operación de *scrip dividends*.

4.3.3. La cotización de cada sesión que se toma como referencia

En relación con la cotización que en cada sesión ha de tomarse como referencia, el régimen español presenta dos aspectos destacables: por un lado, en todos los documentos informativos puestos a disposición de los accionistas con motivo de los aumentos de capital se concreta cuál es el precio que ha de utilizarse para el cálculo del precio de referencia, de los distintos precios que registra un valor a lo largo de una sesión bursátil; por otro lado, ha de destacarse que existe uniformidad entre todas las sociedades cotizadas que recurren a esta modalidad retributiva, de manera que todas ellas establecen el mismo precio a tomar en consideración.

De esta manera, en España, para el cálculo de este precio de referencia se toma en consideración el precio medio ponderado de cada sesión bursátil, es decir, el precio medio de las operaciones realizadas durante la sesión bursátil, ponderadas por el número de acciones intervinientes en cada una de ellas.

Sin embargo, en otros regímenes comparados, como Reino Unido o Francia, no se produce tal concreción, lo cual otorga a las sociedades cotizadas la libertad de determinar qué cotización se toma en consideración para el cálculo del precio de emisión de las nuevas acciones⁴¹. Sin embargo, no consideramos que esta libertad sea un aspecto positivo, ya que la volatilidad a lo largo de las sesiones bursátiles puede ser muy amplia y, por tanto, la diferencia que resulte en el precio de emisión de las acciones, dependiendo de cuál de ellos se elija, no es despreciable y, consiguientemente, puede alterar significativamente las condiciones de la operación.

⁴¹ En este sentido, entendemos que, en estos regímenes en los que existe libertad para determinar los precios de cotización que se toman como referencia, el criterio que se aplique debe mantenerse para todas las sesiones que formen parte de un mismo cálculo, sin perjuicio de que, si acaso, en la siguiente operación a realizar dicho criterio pueda variar. *Vid.* Gaudemet (2014, p. 476; 1997, p. 4).

De acuerdo con ellos, consideramos adecuado determinar qué precio de cotización ha de tomarse como referencia y, con ello, evitar las dudas o diferencias que puedan surgir al respecto. A este respecto, consideramos que el precio medio ponderado de la sesión resulta más adecuado frente a otros posibles precios de cotización que podrían tomarse como referencia (precio de apertura, precio de cierre, precio máximo, precio mínimo, etc.).

4.4. Las soluciones a los desajustes respecto del número de acciones a recibir

En la configuración actual, las soluciones a los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva pueden determinarse libremente por el accionista en el marco de la propia operación, bien vendiendo los derechos de asignación gratuita «sobrantes» o adquiriendo los derechos de asignación gratuita «faltantes».

La primera de estas soluciones –venta de los derechos de asignación gratuita «sobrantes» que, a su vez, se corresponde con las opciones 2 y 3–, cuando se materializa a través de la opción 2, genera un efecto distorsionador de la finalidad de las propias operaciones de *scrip dividends*. Al transmitirse estos derechos a terceros en el mercado secundario que, consecuentemente, suscribirán las acciones de nueva emisión, se está ampliando el ámbito subjetivo de la operación respecto al que correspondería en el pago de dividendo, ya que se permite la entrada de terceros no legitimados para el cobro del dividendo en la *record date*, sin que se hayan seguido las reglas propias de la transmisión del derecho al dividendo, esto es, las reglas de la cesión de créditos.

Sin embargo, en el régimen jurídico que proponemos para los *scrip dividends* en España, configurado como modalidad de pago del dividendo, al margen de que no existen derechos de asignación gratuita cuya transmisibilidad pueda otorgar solución a estos desajustes, consideramos conveniente que las posibles soluciones a estos supuestos se encuentren previamente reguladas⁴² y, posteriormente, sea la junta general ordinaria de accionistas la que determine cuál de ellas resulta de aplicación en cada pago, tal como se recoge en el *Code de Commerce* francés y en el *scrip dividend article* británico.

Esta regulación debe concretar dos aspectos: la forma de las soluciones en sí mismas consideradas y quién ostenta la facultad de decidir qué solución se aplica.

En este sentido, consideramos adecuado que la regulación legal recoja dos posibles soluciones: recibir el número entero de acciones inmediatamente inferior más saldo exceden-

⁴² *Vid.*, en el mismo sentido, García García (2014, p. 175).

te en efectivo o recibir el número entero de acciones inmediatamente superior abonando el accionista el importe diferencial en efectivo, y que, posteriormente, sea la junta general ordinaria de accionistas la que determine cuál de ellas resulta de aplicación en cada pago.

5. Conclusiones

La internacionalización del mercado financiero ha permitido que las sociedades españolas hayan evolucionado en sus esquemas de retribución al accionista, incorporando una fórmula ampliamente utilizada en regímenes extranjeros: las operaciones de *scrip dividends*. Esta fórmula, además de otorgar flexibilidad al accionista para adaptar su remuneración a sus necesidades concretas, permite a las sociedades continuar transmitiendo una imagen positiva al mercado, por satisfacer la remuneración a sus accionistas. Todo ello, al tiempo que preservan su capital y refuerzan sus niveles de solvencia.

Sin embargo, esta fórmula retributiva se ha incorporado a la práctica societaria española sin un régimen regulatorio específico que les resulte de aplicación.

Consecuentemente, una vez incorporada de manera habitual a los esquemas retributivos de las principales entidades, se ha advertido que su actual configuración genera ciertos efectos adversos, problemas, e incluso, deficiencias. En este sentido, el recurso al derecho comparado nos permite, una vez más, tomar como referencia los regímenes extranjeros –especialmente, los *scrip dividends* británicos y el *paiement du dividende en actions* francés– para identificar posibles soluciones. Así, el análisis de estos regímenes nos permite identificar sus principales aspectos y sustentarnos en ellos para lograr establecer un régimen idóneo para las operaciones de *scrip dividends* en España.

En este sentido, se han identificado las siguientes propuestas de mejora del régimen actual:

- Resulta necesario regular las operaciones de *scrip dividends* como modalidad de pago del dividendo en la normativa societaria española (LSC), para aportar una mayor seguridad jurídica a esta fórmula de remuneración al accionista.
- Como consecuencia de su configuración como modalidad de pago del dividendo, la «opción subsidiaria» sería la recepción del dividendo en efectivo, de manera que únicamente aquellos accionistas que lo eligieran expresamente recibirían su dividendo en forma de acciones.

No obstante, para evitar posibles efectos negativos de esta opción, como es la dilución de la participación en la sociedad de aquellos accionistas que reciben su dividendo en efectivo, sería conveniente incorporar a la operación algún «mecanismo antidilución» (reducción de capital social mediante la amortización de

acciones propias, entrega de acciones de la autocartera, recompra de acciones para su amortización, etc.).

- En el nuevo régimen propuesto, la fórmula de cálculo del precio de referencia debe estar prevista normativamente para garantizar la integridad del capital.

En ella, se debería ampliar el número de sesiones de referencia y concretar la cotización que ha de utilizarse para realizar el cálculo. Asimismo, la operación de *scrip dividends* deberá neutralizarse mediante la deducción del importe neto del dividendo en efectivo al precio de referencia calculado.

- Las soluciones a los desajustes respecto del número de acciones a recibir deberían establecerse normativamente, concretando qué forma revisten estas soluciones y quién ostenta la facultad de decidir qué solución se aplica.

De acuerdo con el análisis realizado, podemos concluir que el recurso al derecho comparado ha sido relevante en relación con las operaciones de *scrip dividends* españolas, pues no solo nos ha permitido importarlas de los regímenes extranjeros, sino que, también, estos regímenes extranjeros serán los que nos proporcionen las mejoras necesarias a las deficiencias detectadas en el actual régimen aplicable a esta fórmula de remuneración al accionista en España.

Referencias bibliográficas

- AA. VV. (1991). *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*. Civitas.
- AA. VV. (2012). *Le commissaire aux comptes et les opérations relatives aux dividendes*. Collection notes d'information de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.
- Aragón Tardón, S. (2013). Singularidades de los *scrip dividends* como nueva tendencia de retribución a los accionistas. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 13, 123-140.
- Aragón Tardón, S. (2018). *Las operaciones de scrip dividends de las sociedades cotizadas*. Thomson Reuters-Aranzadi.
- Aragón Tardón, S. (2021). Las operaciones de *scrip dividends* de las entidades de crédito ante las recomendaciones del Banco Central Europeo en la crisis del Covid-19. En *Anuario Jurídico Secciones del ICAM 2021* (pp. 139-146). Sepin.
- Campuzano Laguillo, A. B. (2011). Artículo 93. Derechos del socio. En A. Rojo Fernández-Río y E. Beltrán Sánchez (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (t. I pp. 789-799). Civitas-Thomson Reuters.
- Díaz Echegaray, J. L. (2006). *El derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales. A la luz de la doctrina sentada por la STS de 26 de mayo de 2005*. Thomson-Aranzadi.

- Fayos Febrer, J. B. (2008). Algunas reflexiones sobre el derecho de asignación gratuita en los aumentos de capital con cargo a reservas o beneficios (Comentario a la STS de 6 de octubre de 2006 [NCJ047505]). *Revista de Derecho Mercantil*, 267, 169-195.
- Fernández Delgado, L., Miguel Martínez de Aragón, A. de y Tortuero Ortiz, J. (2013). Scrip dividends in Spain: Analysis of current features and latest trends. *International Company and Commercial Law Review*, 5, 179-188.
- Ferrada Lavall, E. y San Miguel Barbón, F. (2010). Programa de retribución flexible: efectivo o acciones a opción del accionista. En R. Sebastián Quetglas (Coord.), *2010 Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2009 de los grandes despachos* (pp. 713-739). La Ley.
- García García, A. (2014). Aspectos prácticos del *scrip dividend* español. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 14, 167-191.
- Garrido de Palma, V. M. y Sánchez González, J. C. (1991). La sociedad anónima en sus principios configuradores. En V. M. Garrido de Palma (Dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima* (pp. 21-73; 35-43). Civitas.
- Gaudemet, A. (1997). Paiement du dividende en actions: calcul du prix d'émission des actions. *Bulletin de l'Association Nationale des Sociétés par Actions*, 2901.
- Gaudemet, A. (2014). Le prix d'émissions des actions attribuées en paiement du dividende par les sociétés cotées : un (petit) espace de liberté. *Bulletin de l'Association Nationale des Sociétés par Actions*, 7, 474-477.
- Giner Bagüés, E. y Salas Fumás, V. (1995). Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles. *Investigaciones económicas*, XIX(3), 329-348.
- Girón Tena, J. (1952). *Derecho de sociedades anónimas. Según la Ley de 17 de julio de 1951*. Facultad de Derecho. Universidad de Valladolid.
- Iribarren Blanco, M. (2012). Los dividendos electivos o *scrip dividends*. *Revista de Derecho Mercantil*, 284, 141-180.
- Jacquemet Marie Jeanne, C. (1998). *Le paiement du dividende en actions: motivation, signal et évaluation*. Thèse Strasbourg I.
- Lyczkowska, K. (2014). «Scrip dividend» y usufructo de las acciones: ¿cuántas clases de «scrip dividend» hay en el mercado? *El Notario del siglo XXI*, 57, 98-102. <http://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-57/3850-scrip-dividend-y-usufructo-de-las-acciones-cuantas-clases-hay-en-el-mercado>
- Martín Aresti, P. (2006). *La participación de los socios en los aumentos nominales de capital. Sobre el denominado derecho de asignación gratuita*. Thomson-Aranzadi.
- Martínez Nadal, A. (1996). *El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima*. McGraw Hill.
- Mortier, R. (2010). *Opérations sur capital social. Aspects juridiques et fiscaux. Toutes sociétés*. LexisNexis.
- Paz-Ares Rodríguez, C. (1992a). Aproximación al estudio de los dividendos en especie. *Revista Jurídica del Notariado*, 3, 207-228.
- Paz-Ares Rodríguez, C. (1992b). Reflexiones sobre los dividendos *in natura* facultativos. *Revista Jurídica del Notariado*, 4, 193-205.
- Peinado Gracia, J. I. y González Fernández, M.^a B. (2012). Sistemática y clasificación de los derechos del accionista en la sociedad cotizada. En J. I. Peinado Gracia y J. Cremades García (Dirs.), *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)* (pp. 67-103). La Ley.
- Rojo Fernández-Río, A. y Beltrán Sánchez, E. (Dirs.). (2011). *Comentario de la Ley*

- de Sociedades de Capital*, t. I y II. Civitas-Thomson Reuters.
- Sáenz García de Albizu, J. C. (2011). Artículo 303. Aumento con cargo a reservas. En A. Rojo Fernández-Río y E. Beltrán Sánchez (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (t. II, pp. 2.237-2.247). Civitas-Thomson Reuters.
- Salas Fumás, V. (2014). Regulación del capital y resultados de la empresa bancaria. En I. Fernández Torres y J. Tejedor Bielsa (Coords.), *La reforma bancaria en la Unión Europea y España* (pp. 604-636). Civitas-Thomson Reuters.
- Sánchez Andrés, A. (1971). Notas sobre la función económica del aumento de capital con medios propios. En *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues* (t. III, pp. 193-215). Tecnos.
- Sánchez Andrés, A. (1973). *El derecho de suscripción preferente del accionista*. Civitas.
- Sánchez Andrés, A. (1991). Principios, casos y conceptos en materia de derecho de asignación gratuita de acciones. En *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena* (pp. 883-902). Civitas.
- Sánchez Calero, F. (1955). *La determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima*. Cuadernos del Instituto Jurídico Español-CSIC Delegación de Roma.
- Torrens Sánchez, A. M. (2002). El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima: función económica (Boletín n.º 28, año 1997, marginal 299). En F. Corral Dueñas (Coord.), *Trabajos y notas de colaboración del Boletín del Colegio de Registradores de España*. Años 1986-2001 (t. II pp. 3547-3557). Servicio de Estudios del Colegio de Registradores.
- Ugena Torrejón, R. (2016). El nuevo marco general de actuación del sector bancario. En C. Alonso Ledesma (Dir.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (pp. 35-58). Tirant lo Blanch.
- Uría, R. (1982). *Derecho Mercantil*. (10.ª ed.).
- Valpuesta Gastaminza, E. (2015). *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*. (2.ª ed.). Bosch.
- Vázquez Cueto, J. C. (1995). *Régimen jurídico de la autocartera*. Marcial Pons.
- Vicent Chuliá, F. (1991). *Compendio crítico de Derecho mercantil*, t. I. (3.ª ed.). Bosch.
- Vives Ruiz, F. y López-Jorrín Hernández, A. (2010). *El derecho de suscripción preferente y su exclusión en las sociedades cotizadas*. La Ley.