

ACOTACIONES SOBRE LA FUNCIÓN ECONÓMICA TÍPICA Y OTRAS UTILIDADES DE LAS ACCIONES RESCATABLES*

Pedro Yanes Yanes
Universidad de La Laguna

RESUMEN

El Derecho de sociedades español autoriza (artículos 92 *bis* y 92 *ter* LSA) a las sociedades cotizadas la emisión de acciones rescatables (i.e. aquellas específicamente redimibles bajo los términos de su emisión). Las acciones rescatables constituyen valores híbridos que proporcionan una financiación corporativa eficiente, aunque presentan también otras utilidades corporativas.

PALABRAS CLAVE: sociedades cotizadas, acciones (o capital) redimibles, función económica, otras utilidades.

ABSTRACT

Spanish company law authorises (arts. 92 *bis* and 92 *ter* LSA) both public companies to issue redeemable shares (i.e. those specifically redeemable under the terms of their issue). Redeemable shares are hybrid values that provide a corporate efficient funding, though other corporate usefulness (utilities) presents also.

KEY WORDS: public companies, redeemable shares (or stock), economic function, other usefulness (utilities).

1. PRELIMINAR

La Disposición Adicional Decimoquinta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores [LRMV], modificó e introdujo determinados preceptos en el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por RD-Leg. 1564/1989, de 22 de marzo [LSA]. Como es sabido, la LRMV se abrió paso en el movimiento de reforma de la legislación mercantil a impulso de otros propósitos de política-legislativa y compromisos de armonización —básicamente, la transposición de la Directiva 93/22/CEE y la depuración en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores [LMV] de algunas incrustaciones puestas de manifiesto por la STC (Pleno) 133/1997, de 16 de julio. Mas lo cierto es que su «*corpus*» legislativo terminó por albergar una serie de disposiciones adicionales de contenido heterogéneo entre las que

llama particularmente la atención una puntual pero muy importante reforma de la LSA con el objetivo formalmente declarado de «favorecer una mejora en la financiación empresarial especialmente a través de los mercados financieros» (Exposición de Motivos).

Entre las modificaciones que entonces experimentó la LSA hubo una especialmente llamativa que otorgó carta de naturaleza en nuestro Derecho de sociedades anónimas a las llamadas «acciones rescatables», diez años después del fracaso que sufrió la figura en el proceso legislativo que condujo a la promulgación de la LRPA de 1989. Las acciones rescatables son, anticipando ahora lo principal, acciones que en el acto de su creación se emiten con la cualidad de recuperables por la sociedad emisora a cambio del reembolso del contravalor a sus titulares. Su régimen se aloja ahora en los artículos 92 *bis* y 92 *ter* LSA, y entre otras cuestiones de calado dogmático suscita la de no menor importancia relativa a la determinación de su función económica típica (y de las otras utilidades que podrían presentar en la práctica societaria). Quizás el planteamiento de ésta constituye un verdadero *prius* en la construcción de las acciones rescatables en nuestro Derecho, tanto como que a la luz que su funcionalidad primaria suministre podrían alcanzarse soluciones relativamente adecuadas para disipar las incertidumbres que persisten en la propuesta de caracterización de las rescatables como acciones de la sociedad anónima.

2. ACCIONES RESCATABLES Y FINANCIACIÓN CORPORATIVA EFICIENTE

2.1. CUESTIONES PREVIAS

Aunque la tarea interpretativa está salpicada de dificultades, es posible identificar con relativa seguridad una función económica típica (o primaria) que, sin perjuicio de otras funcionalidades o utilidades concretas de la figura, singulariza a las acciones rescatables en el amplio catálogo de valores negociables que pueden emitir las sociedades cotizadas. De acuerdo con las afirmaciones vertidas en la Exposición de Motivos de la LRMV, los datos de partida con que contamos para tal propósito son los tres siguientes: (I) las rescatables representan un «género intermedio entre la renta variable y la renta fija», (II) «tienen especial interés como activos que [...] reportan una financiación eficiente», y (III) «redundan también en un mayor reforzamiento de los recursos propios de la entidad emisora». El gozne que

* Estas «Acotaciones» forman parte de un estudio monográfico más amplio que, bajo el título «Las acciones rescatables», fue presentado ante la Comisión que juzgó el concurso de acceso a una plaza de catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de La Laguna el 25 de octubre de 2000. Se anticipan ahora a la publicación de la versión definitiva de aquél, al igual que el autor hizo con otra parte que dio a conocer en el núm. 18 de estos mismos *Anales*.



permite articularlos para servir a la pauta político-legislativa general que pretendió sustentar la reforma de la LSA parece ser la necesidad de «favorecer una mejora en la financiación empresarial especialmente a través de los mercados financieros». A su vez, la consecución de esta «mejora» depende, entre otros factores, de la «eficiencia» que se predica de la financiación empresarial, entendida como aquella que permite optimizar (el coste de) los recursos que las acciones rescatables suministran a la compañía¹.

Conviene, sin embargo, no sobrevalorar esta primera conclusión, pues la mera referencia a la «financiación eficiente» no logra explicar, por sí sola, la función económica de nuestras acciones. A decir verdad, no existe una estructura financiera óptima común a todas las sociedades anónimas cotizadas, ni tan siquiera a todas las sociedades anónimas, y por ello la utilización de las acciones rescatables podrá contribuir a la consecución de aquella eficiencia, pero no en términos de absoluta necesidad, ni de forma siempre relevante. Como se ha dicho, «para los niveles dados de riesgos asumidos por la empresa en la explotación de su objeto social debe existir una dotación adecuada de recursos financieros susceptibles de soportar el riesgo empresarial o al revés»². Por ello, en un entorno en el que los recursos propios son cada vez más escasos y caros, no sólo es necesario incrementar su volumen disponible sino *racionalizar su asignación a las distintas inversiones* que las compañías aborden (aplicación eficiente de los recursos) y *optimizar en cada momento su coste* (adquisición y disponibilidad eficiente de los recursos)³.

Junto a la idea precedente, la del reforzamiento de los recursos propios del emisor, que supuestamente contribuyó al impulso legislativo, tampoco resulta completamente identificadora de la función económica asignada a esta nueva clase de acciones. El reforzamiento de los recursos propios de la entidad emisora no es, desde luego, una consecuencia privativa de las emisiones de acciones rescatables, sino común a las emisiones de acciones e incluso a la de otros valores negociables que generan nuevos recursos financieros con la consideración, *a ciertos efectos*, de

¹ Sobre el concepto de «eficiencia», v. autorizadamente entre nosotros PAZ-ARES, C., «Principio de eficiencia y Derecho privado», en *Estudios de Derecho mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont* III (Valencia 1995), pp. 2842-2897.

² FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *El fortalecimiento de recursos propios* (Madrid 1992), p. 6.

³ Como se ha escrito, «no cabe hablar de estructuras de capital ideales. La adecuación de una estructura depende de las expectativas y estabilidad de los beneficios futuros; o, mejor, del resultado económico neto de explotación, que determina el potencial de la empresa para hacer frente a las cargas financieras, y de la capacidad de autofinanciación [...] Con dichas bases, *la bondad o no de la estructura de capital depende de la comparación entre el coste de la deuda y la rentabilidad de la inversión: siempre que el coste de la deuda sea inferior a la rentabilidad de la inversión, le interesa a la empresa endeudarse, dado que se produce un efecto de apalancamiento positivo sobre la rentabilidad de los fondos propios. En caso contrario, deberá proceder al aumento de los fondos propios para paliar el efecto negativo del apalancamiento*» [CUERVO, A., «Situación económica y financiera de la empresa: evolución y perspectivas», en GARCÍA DELGADO (dir.), *España, economía* (2ª ed. ampliada, Madrid 1990), p. 623, cursiva nuestra].





fondos propios. Mas, constituyendo una nota general a las emisiones de acciones, aquella afirmación —de alcance deliberado o inadvertido, pero fuera ya del control del Legislativo— presenta cierto interés en orden sobre todo a la confirmación de que los fondos provenientes de una emisión de rescatables son genéricamente «fondos propios» que deben nutrir la cuenta de capital, y no «fondos ajenos» provenientes del endeudamiento de la compañía con terceros. Aunque la cuestión no es completamente pacífica⁴, las acciones rescatables son (y no sólo por razones terminológicas) «acciones», y como tales representan partes alcuotas del capital social del emisor y partes de socio⁵, si bien la idea, así expresada, requiere alguna corrección nada irrelevante que contribuya a enmarcarla en su justo significado. Porque, efectivamente, dando por cierto que las rescatables son verdaderas acciones, la porción de capital que expresan no presenta la misma «calidad» ni las mismas «cualidades» que aquella otra que se divide en acciones (ordinarias, preferentes o sin voto) no rescatables. Aun a riesgo de que el criterio que el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas tarde o temprano manifieste sobre el particular sea distinto, puede decirse que difícilmente caben en la noción técnico-contable de capital social los fondos que (por coherencia formal y exigencias estructurales del balance se dicen «propios») allegan al patrimonio social a título de aportación «*ad tempus*» de quienes suscriben las acciones rescatables emitidas por la compañía. La diferente calidad del «*tier*» de capital redimible estriba, desde esta perspectiva de análisis, en el menor grado de estabilidad y en la menor aptitud que la correspondiente porción patrimonial presenta a efectos de su vinculación permanente a las funciones productivas a cuyo servicio se pone el *verdadero* capital. Un menor grado de estabilidad y permanencia que se agravaría extraordinariamente cuando el rescate de acciones se previera (también) a voluntad de sus titulares —hipótesis «académica»⁶ pero no por ello menos verosímil ni extraña a la práctica de las emisiones⁷—, en cuyo caso, como ha sido observado, terminan convirtiendo la aportación (contabilizada como capital) en «*pasivo exigible* en estado puro» y convirtiendo al socio, *además*, en acreedor de la sociedad⁸. La relación socio / sociedad se desplaza así hacia el campo de los «negocios de restitución», y por ese camino se debilita aquella comunidad de riesgos que

⁴ Cfr. una vez más SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad Anónima «Modelo 1998». Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente* (Madrid 1999) pp. 9-13, pero también en otras partes de la obra.

⁵ Esta consideración recibe en el estudio más amplio del que se desgajan estas páginas una especial atención que, en este momento, no puede reproducirse con todo el detalle que sin duda merece.

⁶ Así, CUESTA RUTE, J.M^a, «Clases especiales de acciones y su problemática», en *RDFHP* 105 (1973) p. 975.

⁷ *Infra* 3.4 y 3.5.

⁸ Para la idea sostenida en el texto, y el entrecomillado, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad Anónima «Modelo 1998»...*, pp. 9-13.

es elemental y básica al concepto (mínimo) de sociedad. Por ello la alternativa del rescate a voluntad del propio accionista es algo más, y también algo técnicamente distinto, a un «privilegio», pudiendo llegar a configurarse como un pacto leonino «al revés» que sustraería al titular de estas acciones al riesgo empresarial —hasta ahora sólo articulado, fuera de las sociedades de capital, a favor de los socios industriales (artículo 141 CCom)— al que sí se someten inexcusablemente el resto de socios. La trascendencia de la incorporación de las acciones rescatables a nuestro ordenamiento no es, por tanto, insignificante.

2.2. EL LLAMADO «EFECTO PALANCA» Y EL COSTE ÓPTIMO DE LA FINANCIACIÓN CORPORATIVA EXTERNA

Son estas últimas ideas las que a nuestro juicio permitirían desvelar la función económica primaria de las acciones rescatables. La doctrina francesa habla de «*l'effet de levier*» para explicar cómo en periodos de inflación la rentabilidad de las compañías podría mejorar (o al menos no empeorar) si las inversiones se financian recurriendo a capitales ajenos más que a capitales propios, y viceversa⁹. Al servicio de esta transición entre periodos inflacionarios y no inflacionarios, entre tasas de interés altas y bajas, podrían situarse aquellas fórmulas de capitalización reversible, configuradas «*ad tempus*» o con carácter no permanente. Entre ellas la rescatabilidad de acciones —como cualidad intrínseca del valor negociable y no como mero pacto yuxtapuesto al negocio de suscripción— constituiría uno de los mecanismos adecuados para prescindir, previa amortización, del «*tier*» de capital construido con ayuda de tales acciones, y el sistema retributivo sobre el que se cortó la remuneración de las correspondientes inversiones (basado en una tasa de interés que determina el rendimiento siempre que se obtengan beneficios) permitiría conocer en cada momento si la tasa de retorno atribuida a la participación de los socios mantiene o no un diferencial con la tasa de interés vigente en cada momento en el mercado que haga más o menos eficiente la financiación por el menor o mayor coste de los fondos propios recabados para nutrirlos. Expresado en otros términos, parece que lo pretendido por el legislador español al introducir las rescatables no ha sido otra cosa que «permitir a la sociedad refinanciarse a menor coste cuando descienden los tipos de interés, sin los inconvenientes de recurrir a sucesivas emisiones de deuda, mediante procesos permanentes de ida y vuelta»¹⁰.

En atención a la anterior consideración esta misma doctrina apunta la necesidad de descubrir la función económica de las acciones rescatables en los dominios

⁹ Cfr. con carácter general COZIAN, M. y VIANDIER, A., *Droit des sociétés* (Paris 1992) p. 109 e *ibi* referencias bibliográficas específicas.

¹⁰ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad Anónima «Modelo 1998»...*, p. 49.

de los instrumentos de deuda, aproximando su funcionalidad a la de un bono perpetuo amortizable¹¹. En principio, la comparación entre acciones rescatables y bonos perpetuos amortizables parece encontrar datos opuestos que podrían hacer dudar de la corrección de aquella propuesta de equiparación a efectos de determinar la función económica de las primeras. Así, en una primera aproximación al tema puede señalarse —pensando sin más en «acciones» y en «bonos»— que mientras la acción procura normalmente una financiación permanente llamada a nutrir los fondos propios de la compañía con el grado de estabilidad necesario a su afectación a la función productiva del capital social, el bono satisface necesidades temporalmente limitadas de financiación y los fondos que procura su suscripción quedan alojados en el balance como fondos ajenos reembolsables¹². Sin embargo, cuando la acción se emite como rescatable el carácter permanente de la financiación correspondiente se atenúa y la conexión de esa parte de los fondos propios a la función productiva del capital se debilita, mientras que cuando el bono se emite como perpetuo y amortizable termina por impregnarse de aquella nota de permanencia que define la relación jurídica societaria y la estabilidad con la que se acomodan los fondos propios en el balance de la compañía emisora en la medida en que la exigibilidad del reembolso por el suscriptor queda sustraída a su voluntad cuando la amortizabilidad ha quedado a opción de aquélla. Cuando la acción se emite como rescatable la parte de capital representada por ella adquiere una «calidad financiera» menos permanente (tanto más cuando la redención se predetermina a fecha fija, o cuando la opción del rescate se atribuye *también* al accionista), mientras que cuando el bono se crea con carácter perpetuo y amortizable su colocación servirá a una financiación con (casi) tanta vocación de perdurabilidad como la que procuran las acciones ordinarias. Se trata, como vemos, de las caras opuestas de dos figuras que, no obstante, coinciden en el plano de su funcionalidad económica. Ambas miran hacia los dominios contrarios de los instrumentos de deuda y de los instrumentos de capital, y en esas direcciones contrarias se oponen naturalmente; pero también se encuentran en aquella franja fronteriza donde detienen su avance para cumplir la función económica que no era alcanzable desde los respectivos núcleos de sus ámbitos propios¹³.

¹¹ SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Sociedad Anónima «Modelo 1998»...*, p. 64, nota 45.

¹² No está de más significar que esta diferencia no es privativa de los sistemas continentales europeos. Baste citar, como demostración de su vigencia universal, un expresivo pasaje de la doctrina anglosajona, que excepcionalmente se transcribe aquí en su versión original: «*The duration of a shareholder's investment is almost always open-ended. This distinguishes those who own shares from some other participants in companies, such as creditors. A debt contract will have a specified term which can expire and create the opportunity for renegotiation. In contrast, the relation of shareholders with a company does not automatically come up for periodic renewal and it is very rare for the corporate constitution to fix a duration for a company*» [CHEFFINS, Brian R., *Company Law. Theory, Structure and Operation* (Oxford 1998), pp. 49-50].

¹³ Ello no significa, sin embargo, que la aproximación de la función económica típica de las rescatables a la de los perpetuos amortizables deba mudar la calificación jurídica de aquéllas, que

3. OTRAS UTILIDADES DE LAS ACCIONES RESCATABLES

Junto a la anterior, considerada aquí como hipótesis de trabajo central en la tarea identificadora propuesta, pueden no obstante rastrearse otras utilidades a las que puede servir la misma figura. El abanico es amplio, y entre otras razones se justifica en las especiales exigencias de la actividad corporativa del emisor, en sus necesidades de financiación coyuntural, en la recomposición de las relaciones internas en los grupos de sociedades, y en las peculiaridades de los procesos de integración corporativa o de cobertura financiera de los planes de opciones que algunas compañías establecen en favor de sus empleados¹⁴. Siendo limitadas, las apreciaciones que siguen parten de una observación de la realidad todo lo atenta que ahora es posible y del respeto a la conocida admonición vivantina, en lo que más que un análisis económico de lo jurídico se plantea como análisis jurídico de lo económico. Lejos de constituir un prejuicio dogmático («paternalista», como incluso se ha dicho¹⁵), una suficientemente fundada preocupación por los límites al doble uso, mal uso y abuso de las instituciones desaconseja calcar directamente el Derecho sobre la Economía al tiempo que recomienda recuperar el protagonismo de la función ordenadora del Derecho sobre la meramente facilitadora¹⁶. En cualquier caso, de la modestia de estos planteamientos habría que tomar aún más conciencia porque, como se ha dicho, «en el largo proceso de formación histórica de las instituciones jurídicas son igualmente escasas las fórmulas que aún quedan por descubrir»¹⁷; y

siguen no obstante siendo acciones, aunque de régimen peculiar. Nótese que es precisamente esta diferente calificación jurídica la que determina en el último momento que las preferencias empíricas de los emisores sean también diversas: para la opción por las rescatables pueden verse los casos descritos infra 3.4 y 3.5, y para la opción de los perpetuos amortizables el muy reciente de la emisión por «AXA S.A.» de títulos subordinados de duración indeterminada (valores perpetuos subordinados-TDSI), cuyo Memorando de Emisión Preliminar ha podido consultarse en <http://www.cnmv.es/>.

¹⁴ Sobre algunos supuestos concretos, v. genéricamente GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «Las acciones rescatables», en *La Ley* núm. 4.847 (26 julio 1999), pp. 2-3.

¹⁵ PAZ-ARES, C., «¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)», en PAZ-ARES (coord.), *Tratando de la sociedad limitada* (Madrid 1997), pp. 173-190.

¹⁶ Este planteamiento es tributario de aquella doctrina que continúa recordando en los últimos tiempos que «[l]a misión fundamental de la Economía es articular modelos que expliquen la realidad, e instruyan acerca de cómo aprovechar mejor los recursos escasos, a cuyo propósito el modelo eficientista tiene obviamente mucho que decir. La función del Derecho, en cambio, no es tanto explicar la realidad cuanto contribuir a ordenarla, e inclusive a transformarla, de acuerdo con el bien de todos y para todos, siempre vigente. Tal es el *telos* hacia el que debe orientarse la producción, la interpretación y la aplicación de las normas [...]» [SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Contabilidad y mercado de valores: sobre la conveniencia de una información contable imperativa», en *Estudios de Contabilidad y Auditoría. Homenaje a Carlos Cubillo Valverde* (Madrid 1997), pp. 563-564].

¹⁷ IGLESIAS PRADA, J.L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», en ALONSO UREBA/BONARDELL LENZANO/GARCÍA VILLAVEVERDE (coords.), *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero* (Madrid 1990), p. 72.



también porque en la génesis de no pocas es posible detectar factores de mestizaje o hibridación que luego, tras el ulterior desarrollo y consolidación institucional, quedan olvidados en su historia.

3.1. ACCIONES RESCATABLES, PATRIMONIO SOCIAL REVERTIBLE Y NECESIDADES DECRECIENTES DE CAPITAL

La especial configuración de las acciones rescatables como valores amortizables puede convenir a aquellas sociedades anónimas que o bien tengan activos sujetos a reversión [*sub A*], o bien presenten necesidades decrecientes de capital [*sub B*]. En relación con ellas, la doctrina ha entendido, (i) por una parte, que los problemas prácticos que en ambos supuestos se plantean podrían ser resueltos recurriendo al mecanismo técnico del «*amortissement du capital*»¹⁸, diferente al propio de las acciones rescatables¹⁹, y (ii) por otra, que aun cuando en la satisfacción de sus peculiares exigencias pudieran jugar un papel relevante las rescatables, lo cierto es que habiendo sido éstas introducidas en el ámbito exclusivo de las sociedades cotizadas difícilmente podrán constatarse en ellas situaciones de revertibilidad

¹⁸ Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Aumento y reducción del capital», en ALONSO UREBA/CHICO ORTIZ/LUCAS FERNÁNDEZ (coords.), *La reforma del Derecho español de sociedades de capital. Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades* (Madrid 1987), p. 370.

¹⁹ De honda raigambre en el Derecho francés, el «*amortissement du capital*», sin confundirse con aquella otra institución conocida por el Derecho contable o por el financiero, alude al mecanismo que en las sociedades anónimas hace posible el reembolso anticipado del montante de las aportaciones de los socios sin reducción de capital. La amortización de capital posibilita la recuperación por el accionista de su aportación inicial pero conservando, sin embargo, su cualidad de miembro. Sus acciones devienen «*actions de jouissance*» (por oposición a las «*actions de capital*»), que fundamentan una condición de socio venida a menos por virtud de la devolución del montante de la aportación inicial, con cargo prevalentemente a beneficios o reservas disponibles: (i) primero de todo, pierden el derecho a las atribuciones patrimoniales a título de «primer dividendo» —entendiendo por tal el resultante de aplicar una tasa de interés sobre el valor nominal desembolsado y no reembolsado de las acciones (artículo 349 L. núms. 66-537)—, y (ii) pierden también, por razones obvias, el derecho al reembolso del nominal de las acciones —ya de disfrute, y sin capital que expresar— en los casos de disolución de la compañía (artículo 210 L. núms. 66-537). Conservan, por lo demás, el resto de derechos corporativos, de orden político, de naturaleza patrimonial, o de doble contenido. Con este peculiar sistema el capital social permanece intacto, mermando únicamente los valores del activo dispuestos para atender el reembolso. El sistema ha funcionado tradicionalmente para satisfacer las exigencias de las sociedades anónimas con necesidades decrecientes de capital, y actualmente apenas se actúa en la práctica societaria. Residualmente se aplica para facilitar la desinversión de ciertos socios financieros, o por las «*sociétés de développement régional*», pero queda descartado como instrumento típico para la eliminación del eventual exceso de fondos propios, que podrá articularse a través de una reabsorción del endeudamiento externo de la compañía o, en última instancia, de la reducción de capital con restitución de aportaciones [cfr. COZIAN, M. y VIANDIER, A., *Droit des sociétés*, p. 325].



de activos o necesidades decrecientes de capital²⁰. Ello no es óbice, sin embargo, para que seguidamente nos refiramos a ambos supuestos, que no obstante presentar ciertas analogías son merecedores de un tratamiento sistemático diferenciado.

A) *Sociedades con activos revertibles*

En primer lugar se encuentran las sociedades con activos revertibles, o con patrimonio percedero. Por lo general son aquellas sociedades concesionarias de alguna obra o servicio público «cuyo activo inmovilizado se encuentra sujeto a una rápida devaluación, sin que sea preciso reponerlo, por cuanto ni el objeto social ni el plazo previsto para la duración de la compañía exigen tal reposición»²¹. Como es sabido, la actividad de estas sociedades se encuentra temporalmente limitada a la duración de la concesión administrativa y su patrimonio (normalmente constituido por la obra pública, las instalaciones y demás bienes afectos a la prestación) fatalmente destinado a revertir a la Administración pública concedente. Para comprender la funcionalidad de las acciones rescatables en estos supuestos conviene señalar que la reversión patrimonial que normalmente se produce al término de la concesión comporta que el activo y el pasivo de la sociedad concesionaria acabe (en todo o en parte) bajo la titularidad de la entidad concedente, efecto que discurriría parejo a otro, especialmente grave y perturbador para la posición de los socios, expresivamente conocido como «volatilización del capital» de la compañía²². Eventualmente no habría patrimonio suficiente con el que continuar la actividad social (si fuera el caso), ni soporte objetivo sobre el que hacer recaer, en otro caso, el derecho de los socios a la cuota de liquidación. Para evitarlo, y eludir con ello el perjuicio que la descapitalización irrogaría a quienes asumieron el riesgo de empresa como accionistas de la sociedad concesionaria, habría que procurar que los socios recuperaran, antes de que finalizara el referido periodo claudicante, el valor de sus acciones, finalidad que podría encontrar técnicas adecuadas en la constitución anticipada de un fondo que lograra recuperar el valor del activo defectible²³ o en la configuración de una parte de las acciones de la compañía como reembolsables²⁴.

²⁰ Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario», en *RDBB* 71 (1998), p. 645.

²¹ PÉREZ DE LA CRUZ, A., «Cuestiones en torno a la denominada amortización de capital», en *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues III* (Madrid 1971), p. 46.

²² Para la expresión, GARRIGUES, J., en GARRIGUES/URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas I-II* (Madrid 1952), 3ª ed., Madrid 1976, con la colaboración de MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M., p. 358.

²³ Cfr. BESTEIRO VARELA, M^aA. y SÁNCHEZ ARROYO, G., *Contabilidad financiera y de sociedades I* (Madrid 1998), p. 86; BALLESTER CASADO, M., *Un ensayo sobre la reversión de activos* (Madrid 1998), *passim*.

²⁴ No sería, sin embargo, la única fórmula posible. Como se ha recordado, la paulatina adquisición de las propias acciones por la sociedad podría facilitar y simplificar la progresiva restitución

Así, la parte de beneficios anuales que la sociedad destine al reembolso del valor nominal de las acciones se llevaría a un fondo —el «Fondo de Reversión»— en el que, ejercicio tras ejercicio, se reconstruirá «[el] valor económico del activo revertible, teniendo en cuenta las condiciones relativas a la reversión establecidas en la concesión»²⁵, con dotación en la provisión para reversión de activos (Cuenta 690 PGC). De esta manera, el Fondo de Reversión (i) financiará el reembolso de acciones antes de la disolución de la compañía, o (ii) soportará la cuota de liquidación que correspondiera a los socios en trámite de liquidación social. A nuestro juicio, sólo el primer caso pediría una cláusula de rescate que hiciera posible la recuperación por el accionista de su inversión y la subsiguiente amortización de sus acciones por la sociedad emisora, pero siempre que la exigencia se sitúe frente a sociedades de economía mixta, en las que conviven capital privado (cuya inversión y aplicación al objeto social es transitoria) y capital público (cuya inversión es definitiva)²⁶.

B) *Sociedades con necesidades decrecientes de capital*

Por otro lado, y aunque el papel que desempeñan en el tráfico es ciertamente residual, tampoco es nueva la existencia de sociedades con necesidades decrecientes de capital. Se trata de compañías cuyo peculiar objeto social hace necesaria una restitución paulatina de la inversión de capital, cuya instrumentación se concreta normalmente en el reembolso de acciones. Lo que en tales casos interesa no es otra cosa que la amortización progresiva de los fondos propios, para lo cual el beneficio obtenido en el ejercicio no se destinará a dotar reservas sino al reembolso de acciones en el marco de una operación de amortización de capital. A tal fin, y como ha reconocido un autorizado sector de nuestra doctrina, «la previsión de estos extremos al redactarse los estatutos puede traducirse en la inclusión en ellos de cláusulas en las que se contenga un plan de amortización progresiva de acciones, similar —por cuanto responde a idénticas necesidades— al que se pone en práctica en caso de emisión de obligaciones»²⁷. Ejemplos recurrentes de estas necesidades decrecientes de capital se detectan en aquellas sociedades inmobiliarias cuya actividad se circunscribe a la venta de fincas sin propósito de reinversión, aunque las necesidades cambiantes en

ción de las aportaciones a los socios: v. VELASCO SAN PEDRO, L.A., «La adquisición de acciones propias: problemas de política jurídica y tendencias legislativas», en *RdS* 11 (1999), p. 66.

²⁵ Definición de la Cuenta 144 PGC.

²⁶ Ocurrió así en el caso Empresa Mixta de Servicios Funerarios de Madrid, S.A., atentamente comentado por nuestra doctrina [v. VELASCO SAN PEDRO, L.A., «Sociedades anónimas: distinción entre amortización y reembolso de acciones. Relación entre reembolso y reducción del capital social. Aplicación del régimen general a las sociedades anónimas de economía mixta», en *CCJC* 11 (1986), pp. 3.577-3.590], sobre el que recae la STS (1ª) 21 marzo 1986 [AJ 1466].

²⁷ PÉREZ DE LA CRUZ, A., *La reducción del capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada* (Bolonia 1973), p. 91.

cuanto al volumen de fondos propios bien pudieran suscitarse igualmente en sociedades con un capital exuberante que la dimensión más modesta de la empresa social aconseje reducir, o de empresas públicas en las que la privatización se instrumenta en una amortización de capital²⁸. En estos casos, no obstante, el rescate de acciones no sería la única alternativa disponible, pudiendo alcanzarse el mismo objetivo a través del expediente de adquisición de acciones propias mediante la fórmula del artículo 170 LSA²⁹.

3.2. ACCIONES RESCATABLES Y DESINVERSIÓN EN CAPITAL-RIESGO

Aparte de las anteriores consideraciones, pero no muy distante de algunas ideas implícitas en ellas, cabe señalar ahora que la nota de la «rescatabilidad», elemento central en la caracterización de nuestras acciones, podría contribuir a captar convenientemente una nueva funcionalidad en el ámbito de la inversión —ocasional y no permanente— en capital-riesgo. Esta vertiente del análisis tampoco es nueva, pues fue ya destacada por la doctrina en el estudio de las entidades de capital-riesgo [ECR] bajo la vigencia del hoy derogado RD-Ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales³⁰, y permitiría sacar a las rescatables del reducto en el que cumplen su función típica.

Como es sabido, la institución del capital-riesgo es —según señala ahora la Exposición de Motivos de la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras [LECR]— «una actividad consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación». A pesar de que la nueva LECR innova el Derecho anterior atribuyendo a estas entidades las funciones complementarias (y también potestativas) de (i) otorgar préstamos participativos y otras modalidades de financiación y (ii) asesorar profesionalmente a las empresas participadas, lo cierto es que la actividad prin-

²⁸ Esta fórmula ha sido empleada para reducir la participación accionarial del Estado en algunas empresas en trance de privatización. Fue el caso de «Aceralia» en 1997 (25.000 millones de pesetas) y de «Endesa» en 1998 (296.000 millones de pesetas), en los que las sociedades amortizaron parte de su capital pero sólo en relación con la participación ostentada por el Estado, con lo que el resto de accionistas vio incrementar su participación corporativa. En estos casos, según parece, se estimó que existía «holgura» de recursos propios [noticia en GAMIR CASARES, L., *Las privatizaciones en España* (Madrid 1999), p. 144].

²⁹ Cfr. entre otros BLANCO CAMPAÑA, J., «La adquisición por la sociedad de sus propias acciones», en *RDBB* 2 (1981), p. 226; VELASCO SAN PEDRO, L.A., *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones* (Valladolid 1985), p. 71.

³⁰ Cfr. IGLESIAS PRADA, J.L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», pp. 69-91; MADRID PARRA, A., «Aspectos jurídicos del capital-riesgo», en *Perspectivas del Sistema Financiero* 67 (1999), pp. 69-110.



cial de su objeto social se identifica con la participación temporal de empresas no financieras y no cotizadas (artículo 2º.1)³¹. Las tomas de participación por las entidades de capital-riesgo (Sociedades [SCR] o Fondos [FCR]) han de tener necesariamente vigencia temporal, aspecto bajo el cual cobran especial interés las cuestiones relacionadas con los procedimientos técnicos adecuados para articular la desinversión de las ECR y realizar la plusvalía que retribuya el riesgo recuperando la liquidez necesaria para acometer nuevas tomas de participación en otras empresas. Entre estos procedimientos técnicos se encuentran, aparte de los pactos de recompra de las participaciones minoritarias de las ECR por parte de los socios mayoritarios y estables de las participadas³², las acciones rescatables, calificadas por la citada doctrina como «una vía societaria capaz de salvar las dificultades que entraña el recurso al artículo 47 [LSA] y apta para facilitar las operaciones de desinversión [de las ECR]»³³. La reserva de emisión (*ex* artículo 92 *bis* LSA) de rescatables a sociedades cotizadas impedirá su juego en el ámbito de la retirada de participaciones de capital-riesgo en sociedades no cotizadas, pero no por ello esta segunda vertiente del análisis funcional de aquéllas impide atisbar las posibilidades futuras de instrumentos que, como éste, posibilitan la creación de puestos de socio eventuales y paliar la menor liquidez que las acciones de cualquier sociedad anónima presentan, en términos comparativos, fuera de los mercados secundarios de valores³⁴.

3.3. ACCIONES RESCATABLES Y CONTROL CORPORATIVO

En otro orden de consideraciones, también la experiencia comparada muestra que las acciones rescatables pueden tener incidencia en las operaciones, muy variadas y complejas, de control corporativo³⁵. Aunque no siempre sea fácil separar sus respectivos ámbitos, puede tratarse la cuestión atendiendo primero [*sub* A)] a la utilidad de las rescatables como táctica defensiva contra OPAS, y luego [*sub* B)] al uso que de ellas puede hacerse en las operaciones de reestructuración del capital con eliminación (inconsentida) de la minoría.

³¹ Para una primera aproximación a ella, v. GARCÍA SOLÉ, F., «La nueva Ley reguladora del Capital-Riesgo», en *RdS* 12 (1999), pp. 507-515.

³² V. sobre ellos URÍA MERUÉNDANO, R., «La problemática de los contratos de capital-riesgo en España», en *La financiación capital-riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas* (Madrid 1984), pp. 86-87; más recientemente, MARTÍ PELLÓN, J., *Capital-Inversión en España* (Madrid 1997).

³³ IGLESIAS PRADA, J.L., «Aproximación al estudio de las sociedades de capital-riesgo», p. 87.

³⁴ Aprovecha este dato para propugnar la generalización de la emisión de rescatables a todas las sociedades anónimas, cotizadas y no cotizadas, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «Las acciones rescatables», p. 4.

³⁵ En el Derecho holandés, por ejemplo, los especialistas apuntan que así como entre los valores híbridos más generalizados en la práctica de las emisiones no ocupan un lugar propio las rescatables, la cualidad de redimible suele utilizarse —por lo general en la clase de acciones preferentes— como un remedio relativamente eficaz en el mercado de control corporativo [cfr. SCHUIT, Steven R., *Corporate Law and Practice of the Netherlands* (The Hague-London-Boston 1998), pp. 47 y 60].

A) Tácticas defensivas contra OPAS

Cabe en primer lugar dejar apuntada, en términos necesariamente provisionales pues dependerá siempre de las preferencias empíricas de los operadores, una hipótesis no por extrema inverosímil: la rescatabilidad como táctica defensiva frente a OPAS³⁶. Porque, en efecto, no parece aventurado pensar que la rescatabilidad podría incluso funcionar como mecanismo adecuado para fortalecer la posición del grupo de control ante la formulación de OPAS inamistosas, (i) bien porque la amortización de acciones subsiguiente al rescate modifique a favor de aquel grupo las proporciones de participación en el capital, incrementando su peso relativo en el accionariado, (ii) bien porque la amortización permita retirar del mercado acciones que en otro caso podrían ser adquiridas por el oferente hostil. El rescate podría entonces funcionar como medida defensiva que frenara o anulara completamente el ataque del «*bidder*» frente a la sociedad «*target*»³⁷.

La casuística podría ser tan amplia como improcedente un relato exhaustivo de sus manifestaciones más salientes³⁸. Para hacernos una idea aproximada de ella bastaría una referencia a las tan sofisticadas como efectivas «píldoras envenenadas» («*poison pills*»), que —sin descartar utilidades más sutilmente entrevistas o ya experimentadas por los especialistas en tácticas defensivas— pueden disuadir al «*bidder*» de la toma de control prevista por el costo excesivo que entrañaría [*v.g.* emisión de acciones preferentes rescatables con previsión de amortización automática y prima de rescate ventajosa en caso de amenaza de OPA o sustitución efectiva en el control corporativo a consecuencia de su éxito; emisión de rescatables, con o sin voto, con cláusula de conversión automática en ordinarias en los mismos casos; contemporánea o inmediata ejecución de un aumento de capital (ya acordado por la junta o incluso por los propios administradores) con emisión de rescatables, que no sólo diluirá el porcentaje de participación que pretenda o haya tomado el «*bidder*», sino que aumentará también el coste de su adquisición; etcétera]. Sin recurrir a diseños tan alambicados, sería suficiente con pensar en la mera recompra de todas las rescatables emitidas con objeto no sólo de modificar la composición del acciona-

³⁶ Se sugiere en CALVOSA, L., *La clausola di riscatto nella società per azioni* (Milano 1995), p. 21], inducida por el planteamiento de KRIMMER, I., «La clause de rachat», en *JCP* (1993) *études et chroniques*, núm. 223.

³⁷ Sobre el concepto de «táctica defensiva», como «el uso, por parte de los administradores, de poderes societarios propios del órgano de administración o delegados por la junta general, con el fin de impedir la adquisición del control por la sociedad oferente», GARRIDO GARCÍA, J.M^a, «Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona», en *RDBB* 42 (1991), p. 367.

³⁸ Un catálogo suficientemente completo en relación con la instrumentalidad de la autocartera frente a ataques hostiles por la toma de control social, con claros paralelismos con el rescate de acciones, puede verse en VÁZQUEZ CUETO, J.C., *Régimen jurídico de la autocartera* (Madrid 1995), pp. 175-200.





riado (hasta una cuarta parte del capital social) y la correlación de fuerzas en la Junta General, sino de reducir el volumen de acciones flotantes en el mercado y cercenar las posibilidades de que el oferente se haga con un alto porcentaje de participación corporativa, sobre todo si el grupo que ostenta la titularidad de aquéllas se encuentra tan escasamente fidelizado al núcleo estable de accionistas que sus acciones serían presa fácil en el plan de toma de control (*v.g.* pequeños ahorradores «manos flojas» —«*weak hands*»). El problema no estriba, sin embargo, en la necesidad de conocer de antemano y al detalle las formas que podría revestir la estrategia defensiva de la «*target*» ante la OPA, ni las fórmulas que posibilitarían la instrumentalización de las rescatables a tal fin. Lo importante, a nuestro modo de ver, no es tanto alcanzar un conocimiento preciso de tales prácticas —demostrativas del carácter de este instrumento como tecnología polivalente— como tomar conciencia de que la legitimidad del doble uso de las rescatables estará siempre en función de los fines que presiden el ordenamiento imperativo que disciplina el «mercado de control corporativo». Fines que, todo sea dicho, en estos casos parecen compendiarse en la «*passivity rule*», que como reconoce la doctrina se orienta hacia el desarrollo de la oferta de adquisición a favor de los accionistas, cuyo referéndum es lo único que debe decidir el éxito o fracaso de la OPA³⁹. Consagrada en el artículo 14 del Reglamento de OPAS (RD 1197/1991, de 26 de julio), la citada regla trata de asegurar el ámbito autónomo de decisión de los accionistas, quienes, como únicos destinatarios de la oferta, deben decidir libremente sobre ella sin interferencias de los administradores que entorpezcan el normal desarrollo de la operación⁴⁰. Así pues, el juicio de legitimidad sobre el empleo que en este contexto hagan los administradores de las acciones rescatables, emitidas o por emitir, habrá de obtenerse tras un proceso de valoración concreto que determine si la medida defensiva forma parte o no de la «actividad ordinaria de la sociedad» y si tiene o no «por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta» (artículo 14.1.I cit.). Con todo, no podrán, en particular, acordar la emisión de acciones rescatables [«capital autorizado», *ex* artículo 153.1.a) LSA], «excepto cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto [artículo 153.1.b) LSA], autorizados por la Junta General» [artículo 14.II.a) cit.].

B) «*Minority freezeouts*». Crítica

Por otra parte, y abstrayéndonos por un momento de las cuestiones de legitimidad que la admisibilidad de determinadas prácticas expropiatorias suscita en Derecho español, la rescatabilidad podría presentar utilidad en las operaciones

³⁹ Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A., voz «OPA», en *EJB Civitas* III (Madrid 1995), p. 4586.

⁴⁰ Cfr. entre otros GARCÍA DE ENTERRÍA, J., «Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva», en *RDM* 201 (1991), pp. 437-438, e *ibi* referencias bibliográficas.



de exclusión (o de mero sometimiento) de la minoría accionarial, conocidas en otras jurisdicciones como «*minority freezeouts*». Se trata, en efecto, de la atribución a la mayoría o a los administradores del uso de un poder corporativo de control del accionariado que haría posible la eliminación de la minoría accionarial o la reducción a una medida insignificante de su capacidad de influencia corporativa o de sus pretensiones sobre el valor de su participación en la compañía⁴¹. Los «*freezeouts*», «*squeezeouts*» o «*takeouts*» no son más que el utillaje empleado particularmente en reestructuraciones corporativas, por vías fundamentalmente de fusión y escisión, que (i) unas veces consiguen la eliminación de la minoría y (ii) otras meramente «domesticar» (por así decirlo) al grupo disidente. En los primeros casos, que son los que aquí interesan especialmente, los «*freezeouts*» sirven a las reestructuraciones de capital con reducción de la base accionarial por eliminación incontestada de la minoría y su aplicación, según se apunta por la doctrina que menos reticencias muestra hacia su empleo, no sólo permitiría al adquirente del paquete de control apropiarse de una parte sustancial de las ganancias derivadas de la adquisición misma, sino también eliminar los problemas ligados a los conflictos de intereses entre sociedad controlada y sociedad de control, los costes de agencia cuando la reducción de la base accionarial va acompañada de la exclusión de la cotización de las acciones de la minoría, y en general los costes atribuibles a la propiedad difusa de la empresa⁴². Y son las acciones rescatables (específicamente —en EEUU— para casos de fusión, las «*Redeemable-preferred Mergers*») una de las técnicas de articulación de estos «*freezeouts*».

Su admisibilidad en el Derecho norteamericano EEUU no ha sido pacífica ni lineal⁴³. La abundancia de datos y la complejidad de los casos sometidos a decisión judicial no impide reconocer que en aquella jurisdicción resultó tradicionalmente difícil constreñir a un accionista a desprenderse de sus títulos en contra de su voluntad, si bien en algunos casos la regla prohibitiva tuvo que dejar paso a correcciones permisivas en razón a que su mantenimiento inflexible hubiera frustrado no pocas operaciones de control corporativo dotadas de efectos positivos para las corporaciones y para el mercado⁴⁴. Ahora bien, limitándonos al problema que en el Derecho norteamericano EEUU suscita la conservación de los puestos de socio por parte del grupo minoritario tras una operación de fusión («*merger*» o «*consolidation*»),

⁴¹ Como señala el *Black's Law Dictionary*, «[i]t implies a purpose to force upon the minority shareholder a change which is not incident to any other business goal of the corporation.»

⁴² Cfr. señaladamente EASTERBROOK, Frank H. y FISCHER, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law* (Cambridge, Mass. 1991), p. 155. [Hay traducción italiana: *L'economia delle società per azioni. Un'analisi strutturale*, a cargo de M. SCALIA, y con presentación de R. WEIGMANN (Milano 1996) por la que ahora se cita].

⁴³ Cfr. para una aproximación documentada, con datos y casos de interés, WEISS, Eliot J., «The Law of Take Out Mergers», en *N.Y. Univ. L. Rev.* 56 (1981), pp. 624-692.

⁴⁴ Cfr. EASTERBROOK, Frank H. y FISCHER, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, p. 156.

puede señalarse que, como tal principio, el de la continuidad de la condición de socio tras la fusión no se encuentra expresamente reconocido ni expresamente negado, si bien queda prácticamente desvirtuado desde el momento en que es posible la exclusión incontestada de la minoría por procedimientos indirectos u oblicuos («*takeout Merger*»). Debe señalarse que en los casos de fusión se encuentra admitida con práctica unanimidad por las legislaciones de los Estados de la Unión y por el «*Revised Model Business Corporations Act*» (*RMBCA*) la posibilidad de que como consecuencia de ella, y en canje de la participación social anterior, puedan entregarse a los accionistas de la sociedad absorbida o extinguida no sólo acciones de la sociedad absorbente o resultante de la operación de fusión —en cuyo caso no habría exclusión sino continuidad de la condición de socio—, sino también acciones de otra sociedad («*triangular Merger*») o tan sólo dinero («*cash Merger*»). Si a ello añadimos que al amparo del propio *RMBCA* es posible que el objeto del canje pueda ser distinto para unos u otros accionistas de la sociedad que se fusiona, y que una importante corriente jurisprudencial se ha venido decantando por la legitimidad de tales operaciones⁴⁵, se comprenderá sin dificultad por qué logran articularse con relativa facilidad y notable éxito aquellos «*freezeouts*». El mantenimiento de la condición de socio —el derecho no sólo a la inversión, sino a la «forma de la inversión»⁴⁶— se sustituye así por un «*appraisal right*», que permitirá a los minoritarios percibir el «*fair value*» de su participación social⁴⁷.

A nuestro juicio, si en EEUU no siempre resultó fácil, ni lo resulta todavía hoy, el otorgamiento de carta de legitimidad a las técnicas de articulación de «*freezeouts*» y asimilados, menos aún puede serlo entre nosotros. No es que nuestra experiencia societaria sea ajena a los fenómenos de reestructuración corporativa, ni que se mantenga al margen de aquel proceso de progresiva afirmación de las exigencias de racionalización de la empresa sobre el cuadro de intereses y derechos de los socios⁴⁸. Se trata, por el contrario, de que junto a otros ordenamientos el español es tributario de un sistema de valoraciones que preside el sector normativo que en estos asuntos disciplina la necesaria reordenación de las relaciones corporativas de los socios⁴⁹. Aparte de que, como es conocido, al régimen legal de la sociedad anónima

⁴⁵ Cfr. tempranamente, y para las decisiones más permisivas, MCBRIDE, David C., «Delaware Corporate Law: Judicial Scrutiny of Mergers- The Aftermath of *Singer v. The Magnavox Company*», en *Buss. Law* 33 (1978), pp. 2231-2254.

⁴⁶ La expresión se toma de EASTERBROOK, Frank H. y FISCHER, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, p. 156.

⁴⁷ Para una primera aproximación al significado y alcance del «*fair value*», v. EASTERBROOK, Frank H. y FISCHER, Daniel R., *The Economic Structure of Corporate Law*, pp. 158-159, con síntesis de las posiciones doctrinales más definidas.

⁴⁸ Baste por todos, también en este temario, GIRÓN TENA, J., «Las reformas varias, pendientes y andantes, de la sociedad anónima en España», en *La Ley* (1989/1), pp. 926-927.

⁴⁹ Cfr. para el encuadramiento del tema y las posiciones de los ordenamientos comunitarios EMBID IRUJO, J. M., «En torno a las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (Fusión, escisión y otros procedimientos similares)», en *CDC* 9 (1991), pp. 13- 37.

subyace un «derecho del socio a permanecer»⁵⁰, y de que la supresión del puesto de socio encuentra en la LSA unas muy limitadas previsiones, siempre acompañadas de importantes garantías, la posición de la minoría en los supuestos de fusión y de escisión se encuentra entre nosotros expresamente tutelada. Como el accionista corre el riesgo de recibir derechos (acciones) de distinto valor relativo de aquellos que con anterioridad a la reestructuración corporativa poseía —o más gravemente, verse privado de la posición societaria que ostentaba antes de la fusión o de la escisión—, el ordenamiento ha dispuesto (i) en el artículo 247 LSA, bajo la rúbrica «*Continuidad en las participaciones [en caso de fusión]*», que «los socios de las sociedades extinguidas participarán en la sociedad nueva o en la absorbente, recibiendo un número de acciones proporcional a sus respectivas participaciones»⁵¹; y (ii) en el artículo 252.2 LSA, bajo el título «*Concepto y requisitos [de la escisión]*», que «las acciones o participaciones sociales de las sociedades beneficiarias de la escisión deberán ser atribuidas en contraprestación a los accionistas de la sociedad que se escinde, los cuales recibirán un número de aquéllas proporcional a sus respectivas participaciones», añadiendo que de existir dos o más sociedades beneficiarias de la escisión

⁵⁰ La amortizabilidad de la acción, y la correlativa supresión del puesto de socio, encuentra en la LSA unas muy limitadas previsiones, siempre acompañadas de importantes garantías. Dejando ahora a un lado la discutida exclusión por incumplimiento de prestaciones accesorias [cfr. últimamente, por todos, GUTIÉRREZ GILSANZ, J., «Sociedad anónima y exclusión de socios (Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 43 de Madrid de 16 de marzo de 1998)», en *RdS* 12 (1999), pp. 336-364], cabe citar (i) la amortización de acciones del accionista moroso ex artículo 45, (ii) la amortización de acciones en la reducción de capital ex artículo 170, e impropia (iii) la amortización de acciones en los casos de disolución ex artículos 260 y siguientes. Fuera de los supuestos mencionados no cabe la supresión incontestada del puesto de socio, lo que explica la excepcionalidad del fenómeno y el carácter residual que presenta el correspondiente mecanismo técnico de la «exclusión», mediante el cual la baja se suele instrumentar [v. BELTRÁN SÁNCHEZ, E., voz «Disolución parcial», en *EJB Civitas II* (Madrid 1995), p. 2539]. Por volver la mirada, una vez más, a la doctrina que primeramente se aproximó al régimen de la LSA de 1951, puede repetirse hoy que «no hay [supresión del puesto de socio] más allá de esos casos indicados [...], de manera que existe un derecho inderogable e irrenunciable del accionista que reconoce toda la doctrina» [GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas (Según la Ley de 17 de julio de 1951)*, Valladolid 1952, p. 263, para quien «cosa distinta es la posibilidad de emitir acciones reembolsables, mas éste no es supuesto de exclusión propiamente dicho»; en la misma línea, GARCÍA VILLAVERDE, R., *La exclusión de socios. Causas legales* (Madrid 1977), pp. 244-253]. Puede añadirse que el vigente texto refundido de la LSA ha querido también limitar el juego de ese efecto en atención a las particularidades de conformación tipológica de la sociedad anónima. Lo confirma, como nosotros mismos hemos tenido ocasión de apuntar en otro lugar, la previsión del artículo 169 LSA, que trata de conjurar los peligros de la pérdida de la condición de socio por medio de la inexcluíbilidad del derecho de suscripción preferente en las operaciones de reducción y aumento simultáneos de capital [v. YANES YANES, P., «Breves consideraciones sobre la inexcluíbilidad del derecho de suscripción preferente en las operaciones de reducción y aumento simultáneo de capital en la sociedad anónima», en *Libro Commemorativo del Bicentenario de la Universidad de La Laguna. Estudios Jurídicos II* (La Laguna 1993), pp. 1077-1093].

⁵¹ Cfr. últimamente, y por todos, PÉREZ TROYA, A., *La tutela del accionista en la fusión de sociedades* (Madrid 1998), pp. 207-216.





«la atribución a los accionistas de la sociedad que se escinde de acciones o participaciones de una sola de ellas requiere el consentimiento individual de los afectados»⁵². Tanto una como otra previsión —que transponen parecidas disposiciones de las Directivas 78/855/CEE y 82/891/CEE⁵³— están llamadas a garantizar la transición de la posición societaria anterior a la nueva realidad corporativa sobre una medida proporcional de la nueva participación respecto a aquella que el socio poseía en la sociedad fusionada o escindida. Además, si la proporcionalidad en la medida dispensa cobertura al aspecto cuantitativo de la llamada «paridad interna», en el aspecto cualitativo aquella misma inalterabilidad de la participación social en la nueva sociedad convertiría en contravenciones inadmisibles las maniobras que pretendieran aprovechar el tránsito de la condición de socio entre una y otra sociedad para debilitar o negar llanamente el «derecho al rango» (como ocurriría, *v.g.*, si el socio recibiera un número de acciones rescatables proporcional a las no rescatables que ya poseía en la sociedad fusionada). La degradación de categoría, y la expropiación societaria subsiguiente a la reestructuración corporativa, sería derechamente contraria a las normas de «*ius cogens*» invocadas, lo que por el contrario no ocurriría cuando el rescate de acciones por la compañía para reducir su base accionarial y seleccionar a sus miembros se produjera en los casos de que el puesto de socio que pretenda extinguirse estuviera —«*ab initio*», desde su creación— fundado en la titularidad de una acción rescatable.

3.4. ACCIONES RESCATABLES E INTEGRACIÓN CORPORATIVA: LA EMISIÓN DE «CAMPOFRÍO ALIMENTACIÓN S.A.»

Con ser todavía escasamente significativa, la práctica de las emisiones de acciones rescatables en España registra un episodio singularísimo en el que esta modalidad de acciones sirve a un complejo proceso de integración empresarial llevado a cabo entre dos compañías del sector alimentario y al que merece la pena referirse ahora con algún detalle.

La Junta General de «Campofrío Alimentación S.A.» («Campofrío»), celebrada el 30 de junio de 2000, acordó la ampliación del capital de la sociedad mediante la emisión y puesta en circulación de un total de 6.253.247 acciones rescatables, de un euro de valor nominal cada una de ellas, y cuyo contravalor consistió en la aportación no dineraria de las acciones representativas del 50,42% del capital

⁵² Cfr. por todos RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Escisión (Artículos 252 a 259 LSA)», en URÍA/MENÉNDEZ/OLIVENCIA (dirs.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles IX-3º* (Madrid 1993), pp. 52-57.

⁵³ Sobre ellas puede verse SEQUEIRA MARTÍN, A., «La fusión y la escisión de las sociedades en la CEE (Tercera y Sexta Directivas)», en *CDC 5* (1989), pp. 155-230.

social de «Grupo Navidul S.A.» («Navidul»)⁵⁴. La emisión se llevó a cabo en ejecución de un «Protocolo de Integración» (el «Protocolo»), suscrito entre «Campofrío» y los accionistas de «Navidul» (las sociedades «Inmo-3 S.A.» y «HST Holding B.V.»), en cuya virtud las partes acordaron la integración de los negocios y actividades de ambas sociedades, conviniendo que ésta se llevara a cabo, (i) mediante la transmisión a «Campofrío», por título de compraventa, de las acciones representativas del 49,58% del capital social de «Navidul», y (ii) mediante la aportación a «Campofrío», en concepto de aportación no dineraria y como contravalor del aumento de capital del que provienen las rescatables, de las acciones de «Navidul» representativas del restante 50,42% del capital social de esta última.

La emisión de las nuevas acciones bajo el estatuto de rescatables se efectuó conforme a los términos y condiciones establecidos en el «Protocolo», con arreglo al cual se establecieron tanto las características de las acciones como el derecho de rescate de éstas. Interesa destacar, a los solos efectos del tema a que se refieren estas páginas, que el derecho de rescate se vinculó a la evolución de la cotización de las acciones (ordinarias) de «Campofrío»⁵⁵, previéndose su ejercicio en el supuesto de que la cotización de dichas acciones por referencia al 31 de diciembre de 2001 fuera inferior a un «precio base» fijado en 15,05 € por acción⁵⁶. En resumidas cuentas, el derecho de rescate atribuye básicamente a los titulares de las acciones rescatables —nuevos socios de «Campofrío»— la posibilidad de percibir en metálico la diferencia que resulte, en su caso, entre la cotización de las acciones de «Campofrío» y el «precio base», pero con la importante cautela derivada del compromiso de los nuevos accionistas, aportantes de acciones de «Navidul», de inmovilizar y no disponer en modo alguno de las nuevas acciones rescatables de «Campofrío» en tanto éstas mantengan el derecho de rescate, al que se añade el de no ejercitar el referido derecho de rescate más que por uno de los dos procedimientos alternativos previstos en las condiciones de emisión. El derecho de rescate, por su parte, sólo corresponde a los tenedores de las acciones, que podrán ejercitarlo mediante notificación a la sociedad en el «plazo de rescate», siempre que el «precio de referencia» en la «fecha de referencia» sea inferior al «precio base», que se establece en la cantidad que resulte de aminorar del importe de 15,05 € por acción los dividendos percibidos hasta la «fecha de referencia». En el supuesto de que el «precio de referencia» resulte

⁵⁴ Todos los datos sobre el caso se toman del Folleto Informativo Completo registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en octubre de 2002, accesible en <http://www.cnmv.es/>.

⁵⁵ A tal efecto se utiliza un «precio de referencia», que coincide con la media ponderada de cotización correspondiente a las treinta sesiones bursátiles anteriores al 31 de diciembre de 2001, o al 30 de junio de 2002 en los supuestos de interrupción de mercado previstos en las condiciones de emisión (apartado ii.5.1 del Folleto).

⁵⁶ El «precio base» a efectos del derecho de rescate se establece en 15,05 € por acción (15,48 € en caso de interrupción de mercado), menos los dividendos percibidos hasta la fecha de rescate (apartado ii.5.1 del Folleto).



ser igual o superior al «precio base», el derecho de rescate se extinguirá de pleno derecho y las acciones objeto de la emisión se transformarán en acciones ordinarias, con los mismos derechos y obligaciones que las restantes acciones en circulación, dándose nueva redacción al artículo correspondiente de los estatutos sociales. Otro tanto sería de aplicación respecto a las acciones que no ejercitaran tal derecho dentro del «plazo de rescate»⁵⁷.

Según la información suministrada en el Folleto, el rescate de las acciones tendría lugar únicamente a opción de los tenedores y (alternativamente) por alguno de estos procedimientos: (i) contra entrega de una cantidad en metálico por acción por importe igual al «precio de referencia»⁵⁸; o (ii) contra: (a) una nueva emisión de acciones ordinarias de un euro de valor nominal cada una, cuyo precio de emisión sea igual al «precio de referencia», que serán entregadas por la sociedad a los tenedores de las acciones rescatadas a razón de una nueva acción emitida por cada acción rescatada; más (b) una cantidad en metálico equivalente a la diferencia entre el «precio base» menos el «precio de referencia» correspondiente a cada acción rescatada, sin que en ningún caso dicha cantidad sea superior a 4,50 € por acción (cuando la «fecha de referencia» sea el 31 de diciembre de 2001) o a 4,48 € por acción (cuando la «fecha de referencia» sea el 30 de junio de 2002)⁵⁹.

Con estos datos no es difícil concluir que la utilidad de las acciones rescatables se halla ya acreditada entre nosotros en operaciones de integración empresarial. La articulación de la compleja operación a que se ha hecho referencia pudo haberse realizado con emisión de acciones ordinarias y un pacto de recompra yuxtapuesto. Sin embargo, parece que la rescatabilidad quiso insertarse en el estatuto jurídico el bien, para que así pudiera operar respecto a terceros adquirentes, no agotando de esa manera su virtualidad en las relaciones «*inter partes*» meramente. Y, habiéndose optado por esta articulación, es claro que el mecanismo de rescate, a opción exclusiva de los tenedores, pretendía funcionar como garantía de los nuevos socios de «Campofrío» frente a una posible caída de la cotización bursátil de las acciones

⁵⁷ El Folleto previó, además, que la transformación en acciones ordinarias de acuerdo con lo anterior se haría constar en escritura pública que será objeto de inscripción en el Registro Mercantil y de depósito en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, procediéndose asimismo efectuar la correspondiente publicación de modificación de las características de los valores, a efectos de conformidad con lo previsto en el artículo 61 LSA y en el artículo 9º del Real Decreto 116/92.

⁵⁸ Tal y como se indica en el apartado II.11.4 del Folleto, los accionistas aportantes de las acciones de «Navidul», en cuanto que titulares de las acciones rescatables y a fin de dar cumplimiento a los pactos recogidos en el «Protocolo», han asumido frente a «Campofrío» el compromiso de no ejercitar el derecho de rescate sino por el procedimiento previsto en este apartado (i), renunciando expresamente a la modalidad alternativa de rescate mediante entrega en metálico del «precio de referencia».

⁵⁹ Esta modalidad de rescate (ii) supone la atribución conjunta de (a) las nuevas acciones que se emitan por «Campofrío», previo el correspondiente acuerdo de la Junta General de Accionistas de la Sociedad, y de (b) la entrega en metálico de la cantidad que resulte de acuerdo con lo referido en la letra b) del presente apartado II.4.2 del Folleto.

ordinarias por debajo de un precio base asignado a la acción rescatable en el momento de su emisión, y que era el resultado de la valoración de las acciones de «Campofrío» tras la integración de negocios y actividades con «Navidul»⁶⁰.

3.5. ACCIONES RESCATABLES Y COBERTURA FINANCIERA DE LOS «PLANES DE OPCIONES» PARA EMPLEADOS DEL EMISOR

Por último, el mercado de las emisiones también ha conocido últimamente la utilización de las acciones rescatables como mecanismo dispensador de cobertura financiera de los «planes de opciones» a empleados del emisor.

A) *La emisión de «Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A.»*

El primero de estos casos es el de la «Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A.» («Agbar»). Conforme a los acuerdos adoptados el 25 de mayo de 2001 por su Junta General, se emitieron acciones rescatables a solicitud exclusiva del tenedor, de un euro de valor nominal cada una de ellas, totalmente suscritas y desembolsadas, representadas mediante anotaciones en cuenta y pertenecientes todas ellas a una misma clase B, en contraposición a las acciones ordinarias ya emitidas y en circulación, que pasaban así a constituir la clase A⁶¹. Las acciones fueron emitidas con la única finalidad declarada de servir de cobertura financiera al llamado «Plan de Opciones Mayo 2001» (el «Plan»), en el que se previó que los empleados de «Agbar» pudieran adquirir acciones ordinarias de ésta previo ejercicio de un derecho de opción de compra que, en diferentes proporciones, se les concedía gratuitamente. La operación resultó no obstante más compleja en cuanto fue necesario que «Agbar» suscribiera simultáneamente un acuerdo instrumental con «*Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona*» (la «*Caixa*»), por virtud del cual esta entidad de crédito inicialmente suscribiría y desembolsaría las nuevas acciones rescatables hasta que los beneficiarios del «Plan» ejercieran sus opciones, en cuyo momento se procedería a entregar acciones ordinarias a los beneficiarios que hubieran ejercitado sus opciones de compra, previa conversión en ordinarias de las rescatables recom-

⁶⁰ Puede resultar de interés dejar anotado que en los primeros días de enero de 2002 la prensa económica española se hacía eco de la mala evolución bursátil de «Campofrío» durante el ejercicio anterior (sus acciones cerraron 2001 con un descenso del 8,73%), lo que determinaba que la operación de integración corporativa mediante emisión de rescatables iba a resultar más cara de lo previsto (en torno a los 3 euros más por acción, lo que supone globalmente una diferencia de 19 millones de euros). Así, la operación inicial, valorada en unos 50.000 millones de pesetas, se encarecería un 7% [noticia en *5Dias.com*, fechada el 2 de enero de 2002].

⁶¹ Todos los datos sobre el caso se toman del Folleto Informativo Completo registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en julio de 2001, accesible en <http://www.cnmv.es/>.



pradas por «Agbar» al suscriptor. Se entiende sin dificultad, de esta manera, por qué la «Caixa» se obligó a mantener en su cartera las acciones rescatables objeto de la emisión hasta que las opciones fueran ejercitadas por sus titulares y, por consiguiente, a no transmitir las, ni darlas en usufructo, cederlas en préstamo o constituir sobre ellas ningún tipo de gravamen⁶².

Planteada la operación en estos términos, la «Caixa» concedió a «Agbar» una opción de compra sobre las acciones rescatables suscritas para posibilitar el cumplimiento por la emisora de los compromisos asumidos frente a los beneficiarios en el marco del «Plan». Dicha opción de compra podía ser ejercitada por «Agbar», en una o varias veces, a medida que los beneficiarios ejercitaran, en su caso, las opciones concedidas. A tal fin, la «Caixa», una vez recibida la oportuna comunicación de ejercicio de la opción de compra por «Agbar», se comprometía a solicitar a ésta —como alternativa al rescate expresamente contemplada en el acuerdo de emisión— la conversión de acciones rescatables en acciones ordinarias, para su posterior transmisión por «Agbar» a los beneficiarios correspondientes (o, en su caso, para su venta en el mercado en el supuesto de que el beneficiario optara por la liquidación por diferencias). Acto seguido, la sociedad emisora procedería a adoptar los acuerdos necesarios y a llevar a cabo las actuaciones precisas para convertir en acciones ordinarias las acciones rescatables respecto de las que se hubiese solicitado la conversión. Sin necesidad de más datos, en este caso la rescatabilidad funciona claramente como garantía del contrato de suscripción de acciones «Agbar» / la «Caixa», y está llamada a desaparecer cuando se ejecute definitivamente el «Plan», los empleados interesados ejerciten las opciones sobre acciones (ordinarias), «Agbar» recompre el remanente, ejercite la «Caixa» el derecho de rescate sobre aquéllas, o queden automáticamente convertidas en ordinarias las rescatables supervivientes en la fecha de finalización del «Plan».

B) *La emisión de «Indra Sistemas S.A.»*

El segundo caso es el de «Indra Sistemas S.A.» («Indra»), cuya Junta General acordó, el 12 de junio de 2000, aumentar el capital de la sociedad con emisión de acciones rescatables a opción exclusiva del tenedor, de 0,20 € de valor nominal cada una, agrupadas todas ellas en una misma clase (la clase B), diferenciándose a estos efectos de las ordinarias ya emitidas y en circulación, que pasan a conformar la clase A⁶³. La emisión fue acordada con exclusión del derecho de suscripción prefe-

⁶² Dada la finalidad con que se realiza la suscripción, la «Caixa», tal y como se recoge en el contrato de suscripción de acciones, se compromete a no ejercer los derechos políticos correspondientes a las acciones rescatables, absteniéndose de asistir a las Juntas Generales de Accionistas. Asimismo, la «Caixa» cederá los derechos económicos a «Agbar» dentro del flujo de contraprestaciones financieras que dicho contrato regula.

⁶³ Todos los datos sobre el caso se toman del Folleto Informativo Completo registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en marzo de 2001, accesible en <http://www.cnmv.es/>.

rente para posibilitar que fuera suscrita y desembolsada íntegramente por la sucursal española de la entidad financiera «BNP-Paribas» («BNP»), quien suscribió con el emisor un acuerdo instrumental a fin de proporcionar a «Indra» la cobertura financiera necesaria para afrontar las obligaciones asumidas frente a los empleados acogidos al «Plan de Opciones 2000» (en adelante, el «Plan»), en el que la oferta de acciones a los beneficiarios del emisor recae sobre acciones ordinarias de la compañía y no directamente sobre las nuevas rescatables.

También en este caso las relaciones «Indra» / «BNP», respecto al funcionamiento de la emisión de acciones rescatables como mecanismo de cobertura del «Plan», se formalizan en un contrato de suscripción que regula los derechos y obligaciones de las partes, y particularmente la titularidad por parte de «BNP» de las acciones rescatables durante la vigencia del «Plan»⁶⁴. También aquí las acciones rescatables de nueva emisión permanecen en poder de la entidad financiera suscriptora hasta que los empleados beneficiarios del «Plan» ejerzan, en su caso, las opciones. En ese momento, la entidad suscriptora renunciará al derecho de rescate de las acciones para que el emisor pueda convertirlas en acciones ordinarias y entregarlas posteriormente a los empleados que se acojan a la oferta de acciones ordinarias⁶⁵. A tal fin, «BNP» se obligó a mantener en su cartera las acciones rescatables objeto de la emisión hasta que las opciones vayan siendo ejercidas por parte de los empleados y, por consiguiente, asume el compromiso de no transmitir las acciones, darlas en usufructo, cederlas en préstamo, ni constituir ningún tipo de gravamen sobre ellas. Finalizada la vigencia del «Plan», las acciones respecto de las que no se hubiera ejercido el

⁶⁴ La finalidad instrumental con la que se suscribe el acuerdo es clara. Así, mientras «BNP» se compromete a no ejercer los derechos políticos correspondientes a las acciones rescatables, absteniéndose de asistir a las juntas generales de accionistas, cediéndole incluso los económicos a «Indra» dentro del flujo de contraprestaciones financieras contractualmente reguladas, «Indra» se obliga, por su parte, a depositar el importe íntegro satisfecho por «BNP» en la suscripción de la emisión en una cuenta abierta en dicha entidad, en garantía del pago del precio de rescate de las acciones para el supuesto en que el correspondiente derecho se ejerza.

⁶⁵ La materialización práctica de este mecanismo se sustancia en la renuncia de «BNP» al derecho de rescate de las acciones rescatables siguiendo instrucciones de «Indra», en función del número de opciones ejercidas por los empleados de la Compañía en cada una de las fechas de ejercicio contempladas en el «Plan». A tal fin, «Indra» comunicará a «BNP» el número de acciones rescatables respecto de las que deberá renunciar al derecho de rescate, procediéndose a continuación por la Compañía a adoptar los acuerdos necesarios y a llevar a cabo las actuaciones precisas para convertir en acciones ordinarias las acciones rescatables respecto de las que se hubiese renunciado al derecho de rescate. Asimismo, «Indra» procederá al otorgamiento de la correspondiente escritura pública de modificación del capital social, con la consiguiente modificación del artículo 5º de los estatutos sociales, inscripción en el Registro Mercantil y publicación en el BORME a los efectos del artículo 144.2 LSA, así como a la realización de cuantos trámites sean necesarios ante la Sociedad Rectora de Bolsas, el SCLV y la CNMV para la admisión a negociación de las acciones que pasen a convertirse en acciones ordinarias de la clase A. Una vez «BNP» sea ya titular de las acciones ordinarias convertidas, transmitirá por cuenta de «Indra» dichas acciones a los empleados beneficiarios del «Plan» que hubiesen ejercido sus opciones.



derecho de rescate pasarán a ser acciones ordinarias, con la consiguiente desaparición de la clase B. Como en el anterior, también en éste la rescatabilidad de los valores de nueva emisión funciona como garantía «*ad hoc*» de las relaciones emisor / suscriptor, e igualmente está llamada a desaparecer con el «Plan».

