

NOTAS SOBRE LAS ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN DEL REEMBOLSO DE ACCIONES RESCATABLES*

Pedro Yanes Yanes
Profesor Titular de Derecho Mercantil

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 pueden ser redimidas (*a*) con cargo a recursos disponibles, (*b*) a los procedentes de una contemporánea emisión de acciones realizada con la finalidad de financiar el rescate, (*c*) o con cargo a capital. Con la redención las acciones han de amortizarse y el capital («nominal») disminuir en la cuantía correspondiente.

PALABRAS CLAVE: sociedades cotizadas, acciones (o capital) redimibles, condiciones de rescate, financiación del rescate, reserva por acciones rescatadas, esquema *Ponzi*.

ABSTRACT

Spanish company law authorises (arts. 92 *bis* and 92 *ter* L.S.A.) both public companies to issue redeemable shares (*i.e.* those specifically redeemable under the terms of their issue). Redeemable shares may be reedemable (*a*) out of distributable profits, (*b*) or the proceeds of a fresh issue of shares made for the purposes of redemption, (*c*) or out of capital. On redemption the shares must be cancelled and the capital («nominal») diminished by that amount.

KEY WORDS: public companies, reedemable shares (or stock), terms of redemption, funding of the redemption, capital redemption reserve, *Ponzi* scheme.

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], ha venido a modificar e introducir 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 abre 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» (E. de M.).

Entre las modificaciones que experimenta la LSA hay una especialmente llamativa que introduce por vez primera en nuestro Derecho de sociedades anónimas 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, del que a los efectos de estas «Notas» interesan los distintos supuestos de financiación del reembolso de las acciones rescatables. Cuestión a la que, con una sistemática poco depurada, se refiere el artículo 92 *bis* LSA, que ofrece tres posibilidades de financiación (o «alternativas del rescate»): la amortización con cargo a medios libres [*sub* 2], la amortización con cargo a una nueva ampliación de capital [*sub* 3] y la amortización con cargo a capital [*sub* 4].

2. FINANCIACIÓN CON CARGO A BENEFICIOS O A RESERVAS LIBRES

El primero de los supuestos de rescate contemplados en el apartado 1º del artículo 92 *ter* LSA es aquel que se financia «con cargo a beneficios o a reservas libres». En relación con él cabría plantear al menos dos cuestiones de indiscutible interés para la mejor comprensión del procedimiento de amortización: de un lado, la determinación de qué recursos caben en los «beneficios» y sobre todo en las aquí llamadas «reservas libres» [*sub* 2.1]; de otro, la necesidad de que dicha amortización vaya acompañada —como quiere el apartado 2º del artículo 92 *ter* LSA— de la constitución por la sociedad amortizante de una «reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas» [*sub* 2.2].

2.1. BENEFICIOS O RESERVAS LIBRES

Como es sabido, una cuestión muy similar a la primeramente señalada se plantea en la interpretación del artículo 151.2 LSA, que al referirse a las fuentes que

* Estas «notas» 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 aquel estudio como contribución al número con el que los *Anales de Derecho* rinden homenaje al profesor ANTONIO PÉREZ VOITURIEZ.

pueden suministrar el contravalor en las ampliaciones de capital autoriza la modalidad de capitalización por «transformación de reservas o beneficios». La identificación de los «beneficios», capitalizables en aquellos casos y utilizables a efectos de financiar la amortización en el que ahora nos ocupa, no plantea problemas interpretativos específicos en cuanto que su contenido y extensión se hallan claramente individualizados en el Pasivo del Balance de la sociedad [artículo 175 LSA: A) FONDOS PROPIOS, V. RESULTADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES y VI. RESULTADO DEL EJERCICIO (BENEFICIO O PÉRDIDA)]¹. Buena prueba de ello es que lo que verdaderamente parece mover al legislador es la determinación normativa de las «reservas» capitalizables, motivo por el cual las especifica en el artículo 157.1 LSA: «Cuando el aumento de capital se haga con cargo a reservas, podrán utilizarse para tal fin las reservas disponibles, las primas de emisión y la reserva legal en la parte que exceda del diez por ciento del capital ya aumentado».

Las semejanzas entre la norma transcrita y la que nos proponemos interpretar son, como no es difícil apreciar, sólo parciales, si bien en las coincidencias hay presentes elementos interpretativos aprovechables para nuestro temario.

A) A fin de delimitar la noción legal de «reservas libres» (artículo 92 *ter* LSA) cabría preguntarse, primero de todo, si su significado es o no coincidente, y en qué medida, con la noción legal de «reservas disponibles» (artículo 157.1 LSA). A este respecto, podemos decir que el carácter «libre» de aquéllas no parece encontrarse en el fundamento obligatorio o potestativo de su establecimiento en el Balance. Es cierto que, por su origen, el artículo 218 LSA permite distinguir la reserva legal, las reservas estatutarias y las otras reservas, y que dentro de este último grupo caben las facultativas (también llamadas «libres»). Pero la adjetivación no se asigna, a nuestro modo de ver, en atención al origen formal (ley, estatutos, acuerdo social) de las en este contexto llamadas «reservas libres», sino antes al contrario a la ausencia de restricciones para que tales recursos propios puedan destinarse al reembolso de las acciones rescatables. Son, en efecto, aquellas que en otro precepto reciben el calificativo de «libre disposición» (artículo 213.2.1 LSA).

B) Planteada la cuestión en estos términos, se hace preciso determinar de inmediato en qué reservas no se dan restricciones que imposibiliten su disposición a efectos del reembolso a los titulares de acciones rescatables, y son aptas por tanto para encajar en la categoría de «reservas libres» a que alude la norma. El proceso de determinación debe tomar como referencia, en principio, la distinta tipología que resulta del desglose del epígrafe IV. RESERVAS, del apartado A) FONDOS PROPIOS, del

¹ Se trata, en efecto, de cuentas y partidas que en el Plan General de Contabilidad (RD 1643/90, de 20 de diciembre) pertenecen al subgrupo 12. RESULTADOS PENDIENTES DE APLICACIÓN, integrado, a su vez, por 120. REMANENTE, 121. RESULTADOS NEGATIVOS DE EJERCICIOS ANTERIORES, 122. APORTACIONES DE SOCIOS PARA COMPENSACIÓN DE PÉRDIDAS, y 129. PÉRDIDAS Y GANANCIAS.





Pasivo del Balance (*ex* artículo 178 LSA), fijando primeramente la atención en la «reserva legal». No es ocioso recordar que su constitución y dotación efectiva es obligatoria, y que su finalidad normativa típica es la de ofrecer cobertura eventual al saldo deudor que pueda arrojar la cuenta de pérdidas y ganancias². La función de garantía que, en interés de socios y terceros, despliega sobre la integridad del capital social explica convenientemente que los recursos que la integran tengan la consideración de indisponibles. Así lo confirma el artículo 214 LSA cuando ordena que «una cifra igual al diez por ciento del beneficio del ejercicio se destinará a la reserva legal hasta que ésta alcance, al menos, el veinte por ciento del capital social» (apartado 1º), y cuando dentro de ese límite máximo destina exclusivamente sus fondos «a la compensación de pérdidas en el caso de que no existan otras reservas disponibles suficientes para este fin» (apartado 2º). El destino querido por el legislador para los fondos de esta reserva es, claramente, la cobertura de las pérdidas cuando éstas no puedan enjugarse con recursos encuadrados en otras reservas disponibles, si bien al quedar a salvo lo dispuesto en el artículo 157 LSA (artículo 214.2 *if.* LSA) la parte excedente del 10% del capital social (resultante del aumento proyectado) será disponible sólo a efectos de una capitalización nominal. En otros términos, mientras que como regla general se establece la disponibilidad de la reserva legal únicamente para cubrir pérdidas, excepcionalmente se autoriza la limitada capitalización de los recursos que la dotan. Cabría pensar, pues, que esta limitada disponibilidad de la reserva legal podría aplicarse también a la financiación de la amortización de acciones rescatables, aunque no nos parece que el fundamento de esta idea sea completamente seguro: (a) de un lado, porque la discriminación cuantitativa de la dotación de la reserva legal se opera por aplicación de un criterio que en nuestro supuesto se descontextualizaría completamente (¿sobre qué base de cálculo distinta de la cifra de capital aumentado se aplicaría el porcentaje disponible —*rectius*, capitalizable?); y (b) de otro, porque la permisividad del artículo 157.1 LSA se funda en un traspaso contable de fondos de la reserva legal a la cuenta de capital que los somete a un régimen más riguroso y a una intangibilidad más intensa, en dirección claramente opuesta a las operaciones que pretendieran desafectar (ilegítimamente) esos mismos fondos de la reserva legal para transferirlos, en concepto de reembolso, a los titulares de las acciones rescatables objeto de amortización. Con todo, los que sí parece que podrían utilizarse serían aquellos fondos que eventualmente excedieran de la dotación máxima exigible tomando como base de cálculo la nueva cifra de capital reducida por virtud de la amortización de las rescatables³.

² Cfr. ILLESCAS ORTIZ, R.: «Auditoría, aprobación, depósito y publicidad de las cuentas anuales (Artículos 203 a 222 de la LSA)», en URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA (dir.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles VIII-2º* (Madrid 1993), pp. 217-219.

³ Cfr. en parecido sentido FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Sobre la llamada reducción de capital con cargo a beneficios o reservas en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada», en *RDM* 218 (1995), p. 1427.

Pongamos por caso que la sociedad tiene emitidas acciones rescatables representativas del 20% del capital social suscrito, y presenta un Balance que esquemáticamente puede expresarse así:

ACTIVO (en miles de euros)		PASIVO (en miles de euros)	
...	...	Capital social	800.000
...	...	Reserva legal	160.000
...	...	Beneficios	128.000
...	...	Acreedores	20.000
<hr/>		<hr/>	
Suma	1.108.000	Suma	1.108.000

Si la operación de amortización afectara a todas las acciones rescatables su financiación podría realizarse con cargo a beneficios y a la parte excedentaria y no obligatoria de la reserva legal:

ACTIVO (en miles de euros)		PASIVO (en miles de euros)	
...	...	Capital social	640.000
...	...	Reserva legal	128.000
...	...	Reserva art. 92 <i>ter</i> LSA	160.000
...	...	Beneficios	0
...	...	Acreedores	20.000
<hr/>		<hr/>	
Suma	948.000	Suma	948.000

C) Aparte de la «reserva legal», sometida como hemos visto a un riguroso régimen de afectación e indisponibilidad general, el Pasivo del Balance de las sociedades anónimas conoce otro tipo de reservas cuya libre disposición y aplicación a las necesidades financieras derivadas de las operaciones de amortización de acciones rescatables dependerá en cada caso del régimen con el que hayan sido creadas por la ley o los estatutos, o de las condiciones en que su constitución hubiere sido acordada por la junta general. En este sentido, el criterio más seguro que a tal propósito puede emplearse es el negativo o de exclusión, que con carácter general conduce a estimar que en las «reservas libres» del artículo 92 *ter* LSA podrán encajar todas aquellas que no hubieren sido dotadas legal o convencionalmente para satisfacer una finalidad específica que se revele incompatible con la financiación del reembolso de acciones rescatables⁴.

⁴ Cfr. sobre esta idea, por ejemplo, ILLESCAS ORTIZ, R.: «Auditoría, aprobación, depósito y publicidad...», p. 229.





D) Excluida la «reserva legal» del catálogo de fuentes que pueden suministrar la financiación precisa para amortizar acciones rescatables, así como aquellas otras no disponibles por finalidad incompatible con dicha financiación, conviene fijar ahora la atención en las «primas de emisión», a las que también incluye el artículo 157.1 LSA entre los medios propios susceptibles de capitalizarse por el procedimiento de ampliación allí contemplado. El legislador no ha incluido nominalmente la cuenta representada por las primas de emisión dentro del apartado general que destina a las reservas el Pasivo del Balance [artículo 175 LSA: A) FONDOS PROPIOS, IV. RESERVAS], ni tampoco aparece en el desglose del artículo 178 LSA. Mas lo que en principio pudiera aparecer como un serio inconveniente para la subsunción de las primas de emisión en la noción legal (amplia) de «reservas libres» no pasa de traducir una imprecisión terminológica que no debería tener mayor trascendencia conceptual. Porque, en efecto, las primas de emisión integran, jurídica y contablemente, una parte de las reservas de la sociedad anónima, si bien no deben confundirse con las llamadas «reservas de beneficios», pues —sin mezclarse con la cuenta de capital del Pasivo del Balance [artículo 175 LSA: A) FONDOS PROPIOS, I. CAPITAL SUSCRITO]— son «reservas de capital»⁵. De esta forma, desaparecida la relativa vinculación de las primas de emisión a la dotación a título extraordinario de la reserva legal que imponía el antiguo artículo 106 LSA de 1951⁶, parece que ahora no hay base legal explícita que permita negarles su carácter disponible, y no sólo a los efectos de su capitalización (cuyo carácter dudoso ha sido ya disipado), sino también a fin de atender el compromiso de reembolso adquirido por la compañía con los titulares de acciones rescatables. Es cierto que el propio legislador, al establecer las partidas capitalizables *ex* artículo 157.1 LSA habla de «reservas disponibles» y de «primas de emisión» como si se tratara de entidades distintas, dando de esta manera la impresión de que ambas se contraponen justamente en relación con el carácter disponible / indisponible de los recursos que respectivamente las integran. Podría pensarse, en este sentido, que las primas de emisión resultan excepcionalmente disponibles a efectos de su capitalización, debiendo en cambio reputarse indisponibles respecto a otras posibles aplicaciones (*v.g.* reparto entre socios, reembolso de acciones...). Sin embargo, parece que (a) de un lado, la decisión del legislador de separar «reservas disponibles» y «primas de emisión» en el artículo 157.1 LSA es coherente con la misma separación (meramente nominal, entendemos) que se hace entre ambas en el Pasivo del Balance [artículo 175 LSA: A) FONDOS PROPIOS, IV. RESERVAS y II. PRIMAS DE EMISIÓN, respectivamente]; y (b) de otro, que la única excepción al régimen general de indisponibilidad la establece el artículo 157.1 LSA respecto a la

⁵ Cfr. sobre esa distinción, su sentido y consecuencias, MARTÍNEZ NADAL, A.: *El aumento de capital con cargo a reservas reservas y beneficios en la sociedad anónima* (Madrid 1996), p. 322.

⁶ Cfr. sobre ello, específicamente, ALONSO SOTO, R.: «La reserva por primas de emisión de acciones», en *Estudios de Derecho mercantil en homenaje al profesor Antonio Polo* (Madrid 1981), pp. 19-45.

«reserva legal», parte de cuyos fondos pueden (también) capitalizarse y no sólo destinarse a la cobertura del saldo deudor que eventualmente arroje la cuenta de pérdidas y ganancias de la sociedad (artículo 214.2 *i.f.* LSA)⁷. Esta interpretación tiene además a su favor la exigencia de que la amortización de acciones rescatables vaya acompañada, en estos casos, de la constitución de una reserva por acciones amortizadas [*sub* 2.2].

2.2. LA «RESERVA» POR AMORTIZACIÓN DE ACCIONES RESCATABLES

La segunda cuestión a la que debemos referirnos tiene que ver con la necesidad de que la amortización de las acciones rescatables vaya acompañada de la constitución por la sociedad amortizante de una «reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas»⁸. En una primera aproximación al tema —y salvo lo que luego se dirá para la financiación de la prima de rescate— todo parece indicar que el legislador ha dejado al arbitrio de los gestores la dotación patrimonial efectiva de un auténtico «fondo de reserva» que, en aras de no forzar en el futuro otras alternativas más onerosas y arriesgadas de financiación del rescate, debería provisionarse *medio tempore* entre la emisión de rescatables y su redención. No siendo en principio así, y aun cuando desde planteamientos de corte más prudencial hubiera constituido una previsión elemental, no es dudoso que nos encontremos ante una nueva (cuenta de) reserva, desconocida hasta ahora por las disposiciones que —no siempre de forma sistemática unitaria— las regulan en nuestro Derecho de sociedades anónimas. El legislador quizás pensó que el carácter novedoso de las rescatables alcanzaba a la correspondiente reserva (cuya constitución sí exige la Directiva 77/91/CEE), sin reparar en la conexión de significado que esa concreta previsión contable guarda con la del artículo 167.3º LSA.

En efecto, el artículo 167.3º LSA también exige la constitución de una reserva —una «reserva de capital»⁹— en aquellos casos en que la reducción de capi-

⁷ Esta conclusión puede a nuestro juicio extrapolarse a la «reserva por primas de conversión de obligaciones», integrada por el exceso o sobreprecio satisfecho por el obligacionista convertible respecto al valor nominal de las acciones que suscribe por esta vía, y también a la «reserva por primas de fusión» en sentido estricto (o «reserva por descapitalización»), que se produce cuando al entregarse a los socios acciones con nominales inferiores al que reflejaban las que poseían con anterioridad, se produce una transformación de capital en reservas. Sobre estas singulares reservas y su asimilación a las primas de emisión de acciones a efectos de su aplicación y disponibilidad, v. también MARTÍNEZ NADAL, A.: *El aumento de capital con cargo a reservas...*, pp. 363-374 e *ibi* referencias bibliográficas.

⁸ Sobre las alternativas de calificación de esta reserva como «cuenta de reserva» o «fondo de reserva», y la conveniencia de constituir un verdadero *sinking fund* para «no dejar [el] rescate al albur de los acontecimientos [futuros e inciertos]», v. críticamente SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad Anónima «Modelo 1998». Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente* (Madrid 1999), pp. 57-62.

⁹ *Apud* SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Aumento y reducción del capital», en ALONSO UREBA, CHICO ORTIZ y LUCAS FERNÁNDEZ (coord.), *La reforma del Derecho español de sociedades de capital. Reforma y*





tal «se realice con cargo a beneficios o a reservas libres». Bien miradas las cosas nos encontramos ante el mismo supuesto de hecho acogido por el artículo 92 *ter* LSA: *i.e.*, la amortización de acciones que se financia «con cargo a beneficios o a reservas libres»¹⁰. Obsérvese cómo la diferencia estriba en las correspondientes formulaciones normativas, realizadas desde perspectivas diversas. Así, mientras el artículo 92 *ter* LSA alude al supuesto de hecho para determinar la fuente que procura la financiación del reembolso de las acciones rescatables, el artículo 167.3º LSA lo hace para resolver un problema de régimen (tutelar) en las reducciones de capital efectivas por reembolso y amortización de acciones. Pero aunque las perspectivas utilizadas para su contemplación sean en verdad distintas, el supuesto de hecho es no obstante el mismo: amortización de acciones (*ex* artículo 147 LSA, *ex* artículo 170 LSA..., pero también *ex* artículo 92 *ter* LSA), reducción de capital proporcionada a los nominales de los valores anulados, constitución de una reserva legal especial por «el importe del valor nominal de las acciones amortizadas o de la disminución del valor nominal de las acciones», y no funcionamiento del derecho de oposición que en relación con tales operaciones de reducción reconoce, con carácter general, a los acreedores sociales el artículo 166 LSA.

Desde un punto de vista funcional, la reserva cuya dotación impone el artículo 167.3º LSA es según todos los indicios la misma a que alude el artículo 92 *ter* LSA¹¹. La reducción de capital por amortización de acciones (artículo 163.2 LSA) con cargo a beneficios o a reservas libres (artículo 164.3 LSA), no obstante mantener intocada la cobertura patrimonial efectiva de la cifra de capital nominal, minora el valor del patrimonio social en perjuicio —siquiera sea indirecto— de los acreedores de la compañía. El capital nominal se reduce necesariamente y, de no ser por la necesidad de constituir una reserva relativamente indisponible por el mismo valor nominal de la reducción de aquél, podrían volver a reflejarse en el balance los mismos recursos liberados para atender las necesidades de la amortización de las accio-

adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades (Madrid 1987), p. 369; en el mismo sentido, LÓPEZ SÁNCHEZ, M.A.: «Reducción del capital y protección de los acreedores sociales», en ALONSO UREBA y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas* III-2 (Madrid 1994), p. 827. Según la partida 118 del Plan General de Contabilidad (RD 1643/1990, de 20 de diciembre), «Reserva por capital amortizado», denominación contra la que no habría nada que objetar si no fuera por el riesgo de asociación terminológica con el *amortissement du capital*.

¹⁰ Las similitudes también han sido vistas con la reserva por acciones propias del artículo 79.3 LSA [v. por ejemplo VEIGA COPO, A.B. y MARTÍN MOLINA, P.B.: «La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: las rescatables», en *Estudios Financieros* 37 (1999), p. 178], si bien la función que ésta tiene atribuida —desactivar o neutralizar el valor de aquel «activo ficticio» que constituyen las acciones propias en cartera— la desempeñará con eficacia transitoria, mientras se mantengan las acciones propias en cartera. Por ello cabe entender que la del artículo 79.3 LSA habrá de dotarse desde el momento del rescate y hasta la efectiva amortización de las acciones ya rescatadas, a partir de cuyo momento causará baja y dará paso, sin solución de continuidad, a la del artículo 92 *ter* LSA.

¹¹ Resulta ilustrativa, a este respecto, la RDGRN 16 febrero 1993 [AJ 1410].

nes pero como medios libremente disponibles. Por ello, y a fin de evitar el denominado «efecto escalera»¹², el artículo 167.3º LSA no sólo ordena la constitución de una reserva que se dote en la misma medida en que el capital se reduce, sino que, además, restringe su libre disponibilidad (a efectos del artículo 213.2 LSA) estableciendo que sus recursos solo podrán utilizarse siempre que se cumplan «los mismos requisitos que los exigidos para la reducción del capital social». Lo que expresa es, a nuestro juicio, un vínculo de indistribuibilidad en defensa de la integridad del capital social¹³.

Bien miradas las cosas, es precisamente este fundamento de la norma examinada en el que no reparó nuestro legislador cuando decidió incorporar la nueva disciplina de las acciones rescatables. Como tampoco reparó en las expresas exigencias de la norma comunitaria cuya transposición quiso operar. Porque, en efecto, el artículo 92 *ter* LSA ha pretendido transponer la parecida exigencia del artículo 39.e) de la Directiva 77/91/CEE, pese a que la técnica legislativa empleada ha sido una vez más defectuosa. El legislador doméstico, empeñado en simplificar las proposiciones normativas como medio de lograr una mayor flexibilidad regulatoria, ha silenciado algunas notas esenciales de caracterización y régimen de esta reserva, lo que resulta fácil de apreciar si la norma de transposición se confronta con la comunitaria:

Artículo 39. Cuando la legislación de un Estado miembro autorice a las sociedades a emitir acciones rescatables, exigirá para su recompra al menos el cumplimiento de las condiciones siguientes:

[...]

e) deberá de dotarse una reserva por un montante igual al valor nominal o, en su defecto, al valor contable de todas las acciones rescatadas. Esta reserva no podrá distribuirse a los accionistas, excepto en caso de reducción del capital suscrito, y sólo podrá utilizarse para aumentar dicho capital con cargo a reservas.

El defecto que padece la norma de transposición es grave porque amputa injustificadamente aquello que para el legislador comunitario es, con bastante seguridad, lo más importante: el régimen de aplicación de los fondos con que se ha dotado la citada reserva. El silencio que sobre este régimen guarda la proposición normativa hubiera podido dar al traste con aquella finalidad a la que parece servir la

¹² FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Sobre la llamada reducción de capital con cargo a beneficios...», pp. 1.424-1.430.

¹³ Esta parece ser la *ratio* común a las diversas reservas indisponibles contempladas por la Directiva 77/91/CEE: la reserva indisponible resultante de la reducción de capital con la finalidad de dotar tal reserva (artículo 33.1); la reserva indisponible que debe dotarse a efectos de no funcionamiento del derecho de oposición de los acreedores sociales en caso de reducción de capital por retirada forzosa de acciones [artículo 36.1.d)]; la reserva por amortización forzosa de acciones propias en autocartera (artículo 37.2); y la también indisponible *capital redemption reserve*. Sobre el origen disperso de estas reservas, y su incorporación a la Directiva, v. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: *Las reservas atípicas: las reservas de capital y de técnica contable en las sociedades mercantiles* (Madrid 1999), pp. 222-223.

referida reserva, pero la identidad sustancial que mantiene con la reserva del artículo 167.3º LSA permitiría, en un primer momento, subsanar este defecto de técnica. Así, la reserva por amortización de acciones rescatables podría aplicarse a cualquier finalidad siempre que se cumplieran los requisitos exigidos para la reducción de capital. Sin embargo, ni el expediente interpretativo que conduce a tal conclusión es correcto ni la conclusión misma parece del todo satisfactoria.

A) La utilización del expediente interpretativo no es, primero de todo, correcta. Sin necesidad de negar que la finalidad que se trata de alcanzar con la dotación de esta reserva es sustancialmente la misma en el artículo 167.3º LSA que en el artículo 92 *ter* LSA, el expediente analógico que puede utilizarse para cubrir la laguna del segundo conseguiría trasladar una solución positiva que ya es censurable en la misma norma de procedencia. También aquí es posible advertir la deficiencia técnica del artículo 167.3º LSA, que supuestamente transpone aquella norma comunitaria según la cual dicha reserva no puede «ser distribuida entre los accionistas» y sí «ser utilizada para compensar pérdidas sufridas o para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas, en la medida en que los Estados miembros permitan tal operación» (artículo 37.2 de la Directiva 77/91/CEE). En una comprensión *sui generis* de esta directriz, el artículo 167.3º LSA declara la disponibilidad de los fondos que dicha reserva expresa siempre que se cumpla «con los mismos requisitos que los exigidos para la reducción de capital». La exigencia con que se cierra la norma ha sido criticada por la doctrina más autorizada sobre la base de que, de un lado, impide que la reserva pueda aplicarse a la cobertura de futuras pérdidas, y, de otro, veda su traspaso a la cuenta de capital¹⁴. La crítica doctrinal, cuyo fundamento no es dudoso, nos permite además profundizar en la suficiencia de la norma de transposición, que a nuestro entender no repara en las dos distintas disposiciones finales de la comunitaria: una, que prohíbe la distribución de la reserva entre los accionistas, salvo que dicha distribución preserve los derechos de los acreedores sociales a través del derecho de oposición propio de las reducciones efectivas de capital; otra, que permite dos concretas aplicaciones de los fondos de la reserva (la compensación de pérdidas o la capitalización), sin que para ello deba observarse el procedimiento de reducción de capital ni el llamamiento a los acreedores para su eventual oposición a la ejecución del acuerdo. De esta manera entendemos que de aplicarse sin más la analogía estaríamos trasladando al régimen de las rescatables una solución que ni siquiera armoniza con las exigencias del artículo 37.2 de la Directiva 77/91/CEE, que el artículo 167.3º LSA debió transponer correctamente al ordenamiento español.

¹⁴ PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. (con la colaboración de AURIOLES MARTÍN, A.), «La reducción del capital (artículos 163 a 170 LSA)», en URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA (dir.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles VII-3º* (Madrid 1995), pp. 143-144.

B) Pero, en segundo término, tampoco la conclusión así obtenida satisface convenientemente aquellos fines que el legislador comunitario perseguía al imponer la dotación obligatoria de esta reserva, ni los que el nuestro se permitió expresar como específicos de las acciones rescatables en el acto mismo de su consagración legislativa. Los fines que trata de alcanzar la norma comunitaria son fáciles de descubrir si se presta atención al régimen de disponibilidad limitada al que se somete esta particular reserva: «no podrá distribuirse a los accionistas, excepto en caso de reducción de capital suscrito, y sólo podrá utilizarse para aumentar dicho capital con cargo a reservas». De manera que, aunque nuestro legislador haya incurrido en esta inadvertencia a la hora de su transposición, una interpretación del artículo 92 *ter* LSA conforme a la Directiva exige en todo caso reconocer, (a) de un lado, que rige una prohibición de reparto de los fondos de la reserva entre los socios, lo que impedirá que tenga la consideración de reserva de libre disposición a los efectos del artículo 213.2.II LSA; y (b) de otro, que las únicas excepciones a aquel régimen prohibitivo vienen dadas por la reducción de capital —que podrá ser «nominal» a efectos de preservación de la cobertura de capital (artículo 168 LSA), o «efectiva», con devolución de aportaciones o condonación de dividendos pasivos (artículo 163.1.I LSA) y correlativo llamamiento a la oposición de los acreedores sociales (artículo 166 LSA)—, y por la capitalización de los fondos que la dotan (artículo 157.1 LSA). Ello puede explicar el funcionamiento de la reserva como cuenta o cifra formal de retención de valores patrimoniales efectivos tras el rescate (y no antes): la prohibición de reparto asimila la reserva en cuestión a la «reserva legal» y la hace participar de la función que ésta desempeña en orden a la preservación de la integridad del capital social; la excepción de disponibilidad bajo el régimen de la reducción de capital podrá unas veces preservar la cobertura de capital (reducción «nominal»), y otras activar mecanismos de tutela rigurosos a cambio de atender el interés social de aquellas compañías con capital exuberante (reducción «efectiva»); y la (aparente) excepción que posibilita la disposición de la reserva para aumentar el capital contribuirá a preservar aún más, si cabe, los recursos propios estrictamente alojados en la cuenta de capital¹⁵.

3. FINANCIACIÓN CON CARGO A UNA NUEVA AMPLIACIÓN DE CAPITAL

El segundo supuesto es el de reembolso de acciones rescatables «con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la junta general con la finali-

¹⁵ Pero, sobre esto último, lo que no acabe de entenderse es «cómo, o de qué manera, una cifra puramente nocial, y que es “algo” que no obra en poder de la sociedad, permit[ir] emitir acciones liberadas» [SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad Anónima «Modelo 1998»...*, pp. 59-61, nota 41, en diálogo con DAVIES, P.L.: *Gower's Principles of Modern Company Law* (6ª ed. con la colaboración de PRENTICE, D.D., London 1997), p. 252, nota 32].

dad de financiar la operación de amortización». Así, cuando la sociedad emisora no disponga de medios libres suficientes para satisfacer las exigencias del reembolso de rescatables habrá de acudir nuevamente al mercado, o dirigirse a sus propios socios, en busca de «dinero fresco» que refinance aquel *tier* de capital cuya cobertura patrimonial ha de aplicarse a la satisfacción de los derechos de crédito de los socios cuyas acciones se redimen. Y, aunque parezca extraño, para materializar la ya aludida susstracción al riesgo de empresa —que resultando inviable la primera alternativa de financiación del rescate no será menor en los casos que ahora importan—, ha de intentarse una realimentación del capital con ayuda de nuevos inversores que (no se sabe muy bien porqué raro atractivo) se convierten a cambio en socios y partícipes de la misma comunidad de riesgos que logran abandonar sus antecesores, felizmente reembolsados con cargo a las nuevas aportaciones.

Extrañezas aparte, esta segunda alternativa de rescate —que quizás resulte plenamente coherente con el significado económico más ortodoxo de las cláusulas de rescate¹⁶— suscita algunas cuestiones en ningún caso menores. Entre ellas nos referiremos seguidamente a los trazos generales de caracterización del supuesto [sub 3.1], a la articulación y coordinación práctica de las operaciones de amortización de las rescatables y de emisión de las acciones nuevas [sub 3.2], y a la incidencia que sobre los socios y los terceros podrían tener estas financiaciones al *revolving* [sub 3.3].

3.1. CARACTERIZACIÓN DEL SUPUESTO

Comenzando por la primera, la caracterización de este segundo supuesto de financiación del rescate podría en principio ensayarse miméticamente según lo que acontece en la práctica societaria anglosajona, entendiendo que las acciones de nueva emisión pasan a ocupar el lugar que dejan las rescatables amortizadas con cargo al contravalor de aquéllas¹⁷. Si se tratara de una operación tan simple como la comentada bastaría con aplicar el régimen propio de la sustitución de títulos del artículo 59 LSA para alcanzar con relativa fluidez la salida y entrada de accionistas sobre los mismos puestos de socio, que según esta manera de razonar permanecen intocados.

¹⁶ Así, GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: «Las acciones rescatables», en *La Ley* núm. 4847 (26 julio 1999), p. 6.

¹⁷ Cfr. con carácter meramente informativo PAZ-ARES, C.: «Negocios sobre las propias acciones», en ALONSO UREBA, CHICO ORTIZ y LUCAS FERNÁNDEZ (coord.), *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. 528; y ahora, con más rotundidad de la que requiere a nuestro juicio la interpretación de los nuevos textos legales españoles, GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Las acciones rescatables», en *La Ley*, núm. 4802 (24 mayo 1999), p. 4: «Desde luego, las nuevas acciones con cuya emisión se financia el rescate vienen a sustituir a las que se amortizarán como consecuencia de éste, razón que explica que la adquisición de las acciones rescatables por la emisora no tenga consecuencia alguna sobre la cifra del capital social, permaneciendo ésta inalterada» (cursiva nuestra); insiste en p. 8.



Pero, bien mirada, no parece que ésta sea la mejor salida al problema de interpretación / integración de la norma. No negamos que este expediente puede contribuir a resolver el problema puramente explicativo del fenómeno en términos de gran sencillez, pero ello no impide reconocer que si lo consigue es a costa no sólo de extrapolar lo que no es más que una manera de expresar gráficamente el fenómeno por algún tratadista¹⁸, sino también de una excesiva simplificación que termina por distorsionar el conocimiento recto de la figura en nuestro ordenamiento. La simplificación es, en primer término, de orden cuantitativo porque exige que el montante de la amortización sea idéntico al de la nueva emisión, algo que nos atrevemos a pronosticar que ocurrirá, siendo incluso optimistas, en algunas ocasiones. Y lo es también de orden cualitativo, pues cuando se habla de que unos títulos (los de nueva emisión) sustituyen a otros (los rescatados y amortizados) se está asumiendo sin más un cambio en los puestos de socio que esos mismos títulos representan, para lo cual haría falta presuponer la estricta fungibilidad de los mismos y la identidad del estatuto jurídico de los rescatados y amortizados, por un lado, y de los de nueva emisión, por otro.

No se nos oculta que la caracterización de este supuesto de financiación según el mecanismo de sustitución de unos títulos por otros trata de desvelar un enigma que no es tal. Así, puede llegar a entenderse que como los nuevos textos que entre nosotros han venido a regular las acciones rescatables «no ordenan ni han previsto una reducción de la cifra del capital como consecuencia del rescate de este tipo de valores»¹⁹, ni en este supuesto y en el anterior —y sí sólo y expresamente en el tercero de los propuestos [*sub* 4]—, las operaciones de amortización de rescatables no tienen por qué ligarse a una formal modificación estatutaria que reduzca (y al propio tiempo aumente) el capital, reestructurando en su caso el propio capital social y los puestos de socio. Pero por lo que ya hemos dicho, y por lo que a continuación añadiremos, un planteamiento de este tipo terminaría por crear más problemas prácticos que los que aparentemente, y sólo aparentemente, permitiría acaso resolver.

3.2. ARTICULACIÓN Y COORDINACIÓN DE OPERACIONES

Unos títulos no sustituyen a otros, pero tampoco pueden crearse los nuevos sin que se hayan anulado los antiguos²⁰. He aquí, sencillamente expresado, el problema de articulación y coordinación práctica que plantea este supuesto de finan-

¹⁸ Nos referimos a PENNINGTON, R. quien no habla de que unas acciones sustituyan a otras, sino del reemplazo de partes abstractas de la cifra de capital: «*the capital issued or paid up on those shares will replace the redeemed capital*» [*Company law* (London 1985), p. 209].

¹⁹ GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Las acciones rescatables», p. 4.

²⁰ Como certeramente se ha dicho, nuestro Derecho «carece de la flexibilidad del Derecho inglés que permite que unas acciones *anteriores* (las que se emiten) entren al puesto de unas acciones que se anularán en el *futuro*» [PAZ-ARES, C.: «Negocios sobre las propias acciones», p. 532].

ciación del reembolso, cuya resolución debe en todo caso impedir aquella «paradójica situación en la que el número de acciones sea tal que sumados los nominales el resultado será superior a la cifra del capital social, el cual sin embargo permanecerá invariable»²¹. La situación así descrita resulta a todas luces insostenible en un sistema como el nuestro, en el que ni siquiera podría admitirse con carácter transitorio. Técnicamente no es cierto que «necesariamente ha de darse un momento en que junto con las acciones ordinarias y las rescatables que se van a amortizar [...] existirán otras que se han emitido a fin de sustituir aquellas que van a ser objeto de rescate»²². Y no lo es porque, como ya hemos visto, en la hipótesis más simple de que las rescatables emitidas formaran junto con el resto de acciones una misma «serie» (artículo 49.2 LSA), el valor nominal asignado a todas y cada una de ellas, repetido tantas veces como lo permita el número de valores emitidos, terminaría reflejando matemáticamente aquella cifra global; y porque aceptando por hipótesis que la operación de amortización afecte a todas las acciones rescatables —supuestamente emitidas con el mismo valor nominal que el resto y aprovechando al completo el tope máximo autorizado por el apartado 1º del artículo 92 *bis* LSA—, la suma de los valores nominales de todas las rescatables reflejará aquel fragmento del capital nominal afectado por la amortización de los valores.

Si las cosas acontecieran como se ha permitido describir algún sector de la doctrina terminarían contrariándose los más elementales principios que entre nosotros presiden la disciplina del capital social. Pero también se propiciarían financiaci-ones societarias revolventes sobre esquemas piramidales, que lejos de fortalecer los recursos propios y la solvencia de las sociedades cotizadas debilitarían su estructura financiera al agravarse el riesgo de empresa para los (nuevos y sucesivos) socios, desplazándose también hacia los terceros²³. Nuevamente los silencios de nuestros

²¹ GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Las acciones rescatables», nota 40.

²² GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Las acciones rescatables», *ibidem*.

²³ Cfr. sobre estos peligros, SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sentido general de la reforma y su conexión con la Ley de Sociedades Anónimas*, borrador en ciclostil (sujeto a cambios) de la Ponencia presentada en el Simposio «La reforma del mercado de valores español» (Facultad de Derecho de la Universidad de Zaragoza, 5 de febrero de 1999), p. 32, y también en «Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario», en *RDBB* 71 (1998), pp. 851-852. La advertencia de este autor no es nueva, habiéndose emitido ya con ocasión de la reforma societaria de 1989: «[...] todas estas prácticas» —escribía entonces— «consistentes en devolver su aportación a unas acciones merced al uso de dinero fresco obtenido mediante la emisión de otras hace más de un siglo que se consideran sospechosas» [«Aumento y reducción del capital», en ALONSO UREBA, CHICO ORTIZ y LUCAS FERNÁNDEZ (coord.), *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. 371]. Tras la promulgación de la LRMV también la recoge C. ALONSO LEDESMA, para quien la operación «[...] podría convertirse en una espiral sin fin si, como parece normal ante una situación de apuro, se otorgaran privilegios más elevados para colocar la emisión y así de forma indefinida hasta que la sociedad llegara a una situación económica irremediable» [«La reforma de la sociedad cotizada», en *RdS* 12 (1999), p. 30].

artículos 92 *bis* y 92 *ter* LSA no ayudan en la búsqueda de soluciones pacíficas, pero aun así entendemos que el remedio técnicamente menos incorrecto pasa en estos casos por exigir que la puesta en práctica de esta modalidad de financiación del reembolso se enmarque en una operación compleja de reducción y aumento cuyo acuerdo y ejecución se verifiquen simultáneamente, sin solución de continuidad que ampare situaciones de transitoriedad tan opuestas al modelo de regulación de nuestra sociedad anónima. Al igual que ocurre con la «operación acordeón» que disciplina el artículo 169 LSA, lo que nos permitimos postular en estos casos es que las acciones rescatables se amorticen y extingan y las de nueva emisión nazcan a un tiempo, como consecuencia de la simultánea calificación registral e inscripción de dos acuerdos recíprocamente condicionados²⁴.

Desde un punto de vista estructural, esta peculiar «operación acordeón» —ciertamente atípica²⁵, pero de observancia inexcusable si se quieren evitar los efectos nocivos del desdoblamiento en fases separadas— presenta un innegable paralelismo con aquella otra que disciplina el artículo 169 LSA²⁶. Pero como el régimen de la operación legalmente tipificada encuentra su genuina justificación en unos fines que coinciden sólo parcialmente con aquellos que deberían atenderse en nuestro supuesto, conviene que el paralelismo, y el eventual aprovechamiento de las soluciones positivas, se lleve a cabo con una especial prudencia interpretativa. A tal fin conviene que a continuación tratemos separadamente las distintas vertientes del mismo problema.

²⁴ En el supuesto del artículo 169 LSA la eficacia del acuerdo de reducción queda expresamente condicionada a la ejecución del aumento [la propuesta de reforma del texto del Anteproyecto de Ley en este sentido puede verse en SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «Aumento y reducción de capital», pp. 377-378, o en ROJO, A.: «La transformación de sociedades anónimas», en QUINTANA (dir.), *El nuevo Derecho de las sociedades de capital* (Madrid 1989), p. 22]. Además, en el aspecto de la inscripción registral el artículo 169.3 LSA impide el acceso del acuerdo de reducción al Registro Mercantil si no se solicita simultáneamente la inscripción del acuerdo de transformación o del acuerdo de aumento y su ejecución, lo que constituye una clara manifestación de la inescindibilidad a efectos registrales (constitutivos) del acuerdo y la ejecución de cualquier modificación del capital consagrada por el artículo 165.2 RRM: v. GARCÍA LUENGO, R. y SOTO VÁZQUEZ, R.: *El nuevo régimen jurídico de la sociedad anónima (Comentarios y jurisprudencia)*, Granada 1991, p. 721. Por lo demás, sobre los problemas registrales que hubiera provocado el mantenimiento inalterado del texto proyectado, v. ROJO, A. y BELTRÁN, E.: «El capital social mínimo (Consideraciones de política y de técnica legislativas)», en *RDM* 187-188 (1988), p. 161.

²⁵ Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sentido general de la reforma...*, p. 31.

²⁶ Aunque las aportaciones no han sido pocas, v. sobre el precepto, entre otros, PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. (con la colaboración de AURIOLES MARTÍN, A.), «La reducción del capital...», pp. 179-195; BELTRÁN, E.: «En torno a los requisitos de la 'operación acordeón'», en *RDM* 199-200 (1991), pp. 75-89; SEQUEIRA MARTÍN, A.: «La reducción y el aumento simultáneos según el artículo 169 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas», en ALONSO UREBA y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas III-2* (Madrid 1994), pp. 1.009-1.050; y últimamente, ESPÍN GUTIÉRREZ, C.: *La operación de reducción y aumento de capital simultáneos en la sociedad anónima* (Madrid 1997).



A) En primer lugar, no es dudoso que el artículo 169 LSA sólo presta atención a la «operación acordeón» cuando la previa reducción de capital lleve la cifra de capital a un montante inferior al mínimo legal establecido por el artículo 4º LSA²⁷. Es la operación de reducción —sea cual sea su modalidad, su finalidad, su carácter voluntario u obligatorio— la que por afectar al rasgo tipológico de la sociedad anónima que es el «capital mínimo» debe simultanearse, en la fase decisoria y en la ejecutiva, con una operación de aumento que devuelva la cifra de capital al nivel, cuando menos, del mínimo legal²⁸ —o con una transformación societaria que conduzca a la compañía hacia los dominios de un tipo social en el que no juegue (cuantitativa o cualitativamente) aquella exigencia tipológica del artículo 4º LSA. Planteadas así las cosas, tampoco parece dudoso que, en nuestro caso, una solución de continuidad entre las fases de una operación compleja que debiera rectamente configurarse y ejecutarse de forma unitaria plantearía —incluso en aquellas hipótesis en que la transitoriedad de ella derivada fuera fugaz— un problema tipológico relacionado con la representación accionarial del capital social (artículos 1º y 47.1 LSA). Ciertamente que el problema lo generaría no tanto la reducción como el aumento, que al comportar la emisión de nuevas acciones desligada de una simultánea reducción provocaría un divorcio entre el montante global de las acciones emitidas (y puestas en circulación) y la cifra estatutaria y contable del capital suscrito. En un caso —artículo 169 LSA— el problema tipológico viene dado por una reducción del capital por debajo del mínimo legal (artículo 4º LSA), mientras que en el otro —artículo 92 *ter* LSA— se genera por emitir más acciones de las que caben en el capital nominal sin amortizar contemporáneamente aquellas que liberen suficientes partes alícuotas y puestos de socio que puedan expresar las nuevas (artículos 1º y 47.1 LSA). Pero tanto en uno como en el otro, reducción/aumento, o aumento/reducción (*a la rovescía*), deben simultanearse por idénticos motivos, integrando así una operación unitaria generadora de efectos coetáneos y sin solución de continuidad (arg. *ex* artículo 169.2 LSA). Con más razón si cabe en el caso que ahora nos ocupa, toda vez que el aumento con cargo al que se pretende financiar el reembolso se cualifica como aumento finalista; esto es, «[acordado] por la Junta General con la finalidad de financiar la operación de amortización».

²⁷ PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. (con la colaboración de AURIOLAS MARTÍN, A.), «La reducción del capital...», p. 183.

²⁸ La norma procede del artículo 34 de la Directiva 77/91/CEE: «El capital suscrito no podrá ser reducido a un importe inferior al capital mínimo fijado de conformidad con el artículo 6. No obstante, los Estados miembros podrán autorizar tal reducción si tienen previsto igualmente que la decisión de proceder a una reducción sólo surtirá efectos si se ha procedido a un aumento del capital suscrito destinado a poner a éste a un nivel al menos igual al mínimo establecido.» Sobre su significación y alcance, v. entre otros GARCÍA VILLAVARDE, R.: «Capital mínimo», en ALONSO UREBA y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas I* (Madrid 1991), p. 127; ROJO, A. y BELTRÁN, E.: «El capital social mínimo...», pp. 158-160.

B) En segundo lugar, debe ponderarse la aplicación a nuestro supuesto de la inexcluidad del derecho de suscripción preferente. Porque es éste, ciertamente, uno de los elementos más característicos del régimen sustantivo al que el legislador ha sometido la «operación acordeón», estableciendo a tal efecto que «en todo caso habrá de respetarse el derecho de suscripción preferente de los accionistas» (artículo 169.1.º LSA)²⁹. Nos sigue pareciendo que la *ratio* de esta exigencia se comprende correctamente pensando que, no obstante funcionar normalmente la citada prerrogativa como instrumento adecuado para el mantenimiento del *statu quo* societario de los antiguos accionistas, en la «operación acordeón» (especialmente en la modalidad de reducción de capital a cero) la preferencia se articula como remedio último contra la pérdida (irremediable) de la condición de socio. Así, mientras que en los casos generales (artículo 158 LSA) la función más corriente del derecho podría reemplazarse recurriendo a mecanismos vicarios que hicieran innecesaria la suscripción de las nuevas acciones para evitar el aguiamiento de la participación del socio (facilitándose de esta forma su excludibilidad sin merma patrimonial de su posición), en los específicos de reducción/aumento simultáneos (artículo 169 LSA) no parece que haya técnicas protectoras sustitutivas, ni interés social que pueda legítimamente prevalecer sobre el particular del socio, ni posibilidad de supresión de la prerrogativa³⁰. Siendo esta la *ratio* de la inexcluidad del derecho de suscripción preferente en los supuestos del artículo 169 LSA, su vigencia no parece que pueda alcanzar a los supuestos que ahora se consideran en cuanto en ellos la operación acordeón sirve a una salida de socios de carácter no expropiatorio. Por tanto, los titulares de acciones rescatables podrán ejercitar su derecho de suscripción preferente sobre las nuevas acciones que se emitan en el aumento finalista, salvo que la sociedad acuerde excluirlo válidamente (artículo 159 LSA)³¹. Una ex-

²⁹ Sobre el significado y alcance de este límite al poder de la mayoría, v. MENÉNDEZ, A.: «Saneamiento de la empresa y derecho de suscripción preferente», en *Estudios de Derecho mercantil. Homenaje al profesor Justino F. Duque* 1 (Valladolid 1998), pp. 499-510; SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: «La acción y los derechos del accionista (Artículos 47 a 50 de la LSA)», en URÍA, MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA (dir.), *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles* IV-1º (Madrid 1994), p. 196; PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. (con la colaboración de AURIOLÉS MARTÍN, A.), «La reducción del capital...», pp. 189-190; QUIJANO GONZÁLEZ, J.: «Operación acordeón y derecho de suscripción preferente», en *RdS* 7 (1996), pp. 217-231; SEQUEIRA MARTÍN, A.: «La reducción y el aumento simultáneos...», pp. 1.040-1.042. También nos permitimos remitir a nuestro trabajo «Breves consideraciones sobre la inexcluidad del derecho de suscripción...», pp. 1.077-1.093. Ahora, con coincidencias sustanciales y sólo pequeñas reservas, VÁZQUEZ ALBERT, D.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente* (Madrid 2000), pp. 306-310.

³⁰ Cfr. sobre el argumento, matizado para los supuestos de reducción por encima de cero, P. YANES YANES, «Breves consideraciones...», pp. 1.088-1.093; en contra, VÁZQUEZ ALBERT, D.: *La exclusión...», p. 310.*

³¹ Sobre el artículo 159 LSA, v. entre otros ALFARO, J.: *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica* (Madrid 1995); ALONSO LEDESMA, C.: *La exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas* (Madrid 1995); VELASCO SAN PEDRO, L.A.: «El

clusión que, sin embargo, no parece que pueda anticiparse en el acuerdo de emisión de las rescatables³².

C) Resta por último determinar si en nuestro supuesto de financiación juega en términos generales, o si por el contrario se halla excluido, el derecho de oposición de los acreedores sociales a la reducción del capital. Como es sabido, el legislador confiere este derecho de oposición, con carácter general (artículo 166 LSA), en los casos de reducción que puedan efectivamente menoscabar la posición acreedora de los terceros, cuya garantía se vería debilitada³³. A tal fin, la técnica delimitadora utilizada para el reconocimiento de este singular derecho es de carácter negativo, y en su virtud el derecho funcionará siempre que no concurren los supuestos de exclusión legalmente tasados (artículo 167 LSA)³⁴. Ello conduciría a pensar, en una primera aproximación al tema, que al no encontrarse expresamente contemplado el supuesto de «operación acordeón» —y no sólo el típico, sino también los atípicos estructuralmente asimilados— en el catálogo de exclusiones, habría que someter la amortización de las acciones rescatables al llamamiento a la oposición de los acreedores sociales. Así incluso lo han defendido algunos autores, respecto a la reducción del artículo 169 LSA, entendiéndolo que de otro modo se alcanzarían resultados absurdos: piensan, en concreto, que «se estaría alentando un comportamiento societario contrario a los legítimos intereses de los acreedores sociales, en manifiesto fraude de ley», permitiendo que la sociedad pudiera «evitar la oposición de sus acreedores en todas las ocasiones en que se pretendiera una reducción efectiva del capital»³⁵. Sin embargo, y pese a los recelos que la polivalencia funcional de la «operación acordeón» despierta en algunos estudiosos, lo cierto es que cuando la reducción se sus-

derecho de suscripción preferente», en ALONSO UREBA y otros (coord.), *Derecho de sociedades anónimas III-1* (Madrid 1994), pp. 517-601. Críticamente sobre las modificaciones de 1998, SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad Anónima «Modelo 1998»...*, pp. 145-162.

³² Valen como fundamento de esta idea las consideraciones hechas por nosotros en otro lugar, y que damos ahora por reproducidas: YANES YANES, P.: «Exclusión del derecho de suscripción y tutela del accionista», en *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez II* (Madrid 1996), pp. 2.675-2.677.

³³ Así, entre otros, PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. (con la colaboración de AURIOLES MARTÍN, A.), «La reducción del capital...», p. 95; ESCRIBANO GÁMIR, R.: *La protección de los acreedores sociales frente a la reducción del capital social y a las modificaciones estructurales de las sociedades anónimas* (Madrid 1998), pp. 297-300.

³⁴ Cfr. LÓPEZ SÁNCHEZ, M.A.: «Reducción del capital...», pp. 820-821.

³⁵ LÓPEZ SÁNCHEZ, M.A.: «Reducción del capital...», pp. 838-839: «Bastaría para ello con combinar dicha reducción efectiva con un aumento simultáneo que dejara la cifra de capital por encima del mínimo legal, aunque por debajo, en el montante que interesara, de la que tuviera con anterioridad a la reducción. La sociedad habría conseguido de ese modo devolver a sus accionistas parte de las aportaciones realizadas en su día o condonarles total o parcialmente los dividendos pasivos pendientes, sin ninguna posible resistencia por parte de sus acreedores. Este resultado ha de considerarse inaceptable.» En la misma línea, ESCRIBANO GÁMIR, R.: *La protección de los acreedores sociales...*, pp. 301-302 (nota 463).

tancia en el reembolso de aportaciones (como precisamente ocurre en las operaciones de amortización de acciones rescatables), y se simultanea con un aumento que repone la cobertura de capital afectada por la reducción, las únicas que a nuestro entender se debilitan son las razones que habrían de justificar el reconocimiento del derecho de oposición a los acreedores sociales. Hubiera sido mejor contar con un precepto similar al del artículo 732 del Código suizo de las Obligaciones, que expresamente excluye la aplicación de las normas dictadas para la reducción cuando ésta venga acompañada de un acuerdo simultáneo que «reemplace el montante de la reducción por nuevo capital íntegramente desembolsado»³⁶. Pero a falta de una disposición equivalente a la helvética el silencio de nuestro ordenamiento tampoco debe interpretarse como negación de la exclusión del derecho de oposición, entre otras razones porque la cobertura de capital afectada por el reembolso de las acciones rescatables se restaura con el nuevo fragmento de capital proveniente de la ampliación³⁷, y también porque la indisoluble ligazón y condicionamiento recíproco de la reducción y el aumento impide hablar de que la cobertura de capital quede (siquiera sea por un instante) afectada en detrimento de los acreedores de la sociedad. Esta que postulamos es también, por lo demás, la tesis que parece acoger nuestra más reciente jurisprudencia cautelar³⁸.

3.3. FINANCIACIÓN PIRAMIDAL POTENCIAL Y LÍMITES AL ENDEUDAMIENTO

En otro orden de consideraciones, no debemos silenciar que quienes son tenidos como los más reputados especialistas en *corporate finance* se muestran convencidos de que «el anuncio de una nueva emisión de capital propio no es tomado demasiado bien por los inversores, [preocupados] porque esa decisión pueda tener repercusiones en beneficios más bajos o en riesgos más altos»³⁹. Si encima la amplia-

³⁶ *Apud* PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. (con la colaboración de AURIOLES MARTÍN, A.), «La reducción del capital...», p. 182.

³⁷ Cfr. SEQUEIRA MARTÍN, A.: «La reducción y el aumento simultáneos...», p. 1.038; asimismo, y con más énfasis, PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A. (con la colaboración de AURIOLES MARTÍN, A.), «La reducción del capital...», p. 186, para quien «no deja de ser un contrasentido, ya que si la operación, en su conjunto, va a concluir con un incremento del patrimonio total de la entidad, siempre beneficioso para los acreedores, carece de explicación que se articule un sistema permisivo de la oposición de los beneficiarios». También lo entiende así GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A. pero en atención a que «el aumento del capital [...] dejaría —como resultado final de la operación— inalterada la cifra del capital social» [«Las acciones rescatables», p. 6].

³⁸ Así, RDGRN 16 enero 1995 [R] 365], con comentario favorable de ESTEBAN RAMOS, L.M.: «El derecho de oposición de los acreedores ante una operación acordeón», en *RdS* 8 (1997), pp. 309-324.

³⁹ BREALEY, R. y MYERS, S.: *Principles of corporate finance*, p. 261, [Hay traducción al castellano, de la 5ª edición americana: *Fundamentos de financiación empresarial*, a cargo de REDONDO LÓPEZ, J.A. y otros, Madrid 1998, por la que se cita.]



ción de capital se acomete con la finalidad confesada de financiar el reembolso a los accionistas (privilegiados) que abandonan la compañía, los recelos encontrarían una nueva razón en que fundarse. No debe pasar por alto, pues, el aspecto probablemente más sombrío e intranquilizador del nuevo régimen de las acciones rescatables, que —ante la alternativa de financiación del rescate ahora considerada— ha obligado a la doctrina a recordar los peligros inherentes a las financiaciones piramidales «tipo *Ponzi*», que parecen renovar un protagonismo que algunos desgraciados episodios de nuestra historia financiera se habían encargado de descalificar⁴⁰.

Según una de las fuentes norteamericanas más elementales y fiables, el *Ponzi-scheme* prototípico se sustancia en una fórmula financiera («fraudulenta», como expresamente es calificada) consistente en que el dinero («dinero fresco», como se acostumbra denominar) aportado por los inversores posteriores genera («artificialmente», se subraya) altos dividendos para los inversores anteriores («cuyo ejemplo atrae mayores inversiones», como a título informativo se precisa); o bien, conforme a otra enunciación que la propia fuente ofrece al jurista interesado, una fórmula financiera con arreglo a la cual el dinero (también «fresco») que suministran los nuevos inversores resulta aplicado («directamente», según se afirma) a reembolsar o a pagar intereses a los antiguos inversores, sin más actividad que la continua necesidad de nuevos fondos⁴¹. Nada diferente, pues, a lo que viene proclamando la doctrina mercantilista española al definir el sistema financiero piramidal como aquel que «sirve para captar dinero, asegurando el pago del interés y la devolución del principal, mediante el capital que se consigue con una nueva emisión, que, a su vez, se redime con una tercera y así sucesivamente»⁴².

Pues bien. Cae dentro de lo permitido por el artículo 92 *ter* LSA el que la ampliación finalista se lleve a efecto con emisión de nuevas acciones de cualquier clase, incluidas las rescatables⁴³. Parece seguro que si el reembolso de estas acciones se financia con cargo a las aportaciones provenientes de la suscripción de otras nuevas la sociedad se adentrará en la espesura del esquema piramidal. Ante una hipótesis de trabajo tan

⁴⁰ Cfr. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad Anónima «Modelo 1998»...*, pp. 3-8.

⁴¹ Nuestra fuente es modesta pero segura: GARNER, B.A. (ed.), *Black's Law Dictionary* (St. Paul, Minn. 1999), en cuya voz «*Ponzi scheme*» (a la p. 1180 de esta 17ª edición) no olvida recordar la paternidad del esquema financiero: «*This scheme takes its name from Charles [Carlo] Ponzi, who in the late 1920s was convicted for fraudulent schemes he conducted in Boston.*» Su solo recuerdo, y la noticia que proporciona la misma fuente ahora bajo la voz «*pyramid scheme*» (en p. 1.251: «*Pyramid schemes are illegal in most states*»), justifica de sobra las prevenciones del texto y los recelos manifestados por nuestra doctrina dominante.

⁴² SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sociedad Anónima «Modelo 1998»...*, p. 3.

⁴³ Contra, GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Las acciones rescatables», nota 92, quien tras reconocer que «[l]a ausencia de prohibición en la nueva normativa llevaría a pensar en la licitud de esta posibilidad», afirma sin embargo que «a nadie se le oculta el riesgo de tal proceder, en especial si la sociedad decidiera una especie de 'huida hacia delante' y financiara el rescate —de forma indefinida— contrayendo una nueva obligación de redimir —y así indefinidamente— los nuevos valores emitidos».



optimista como irreal podría llegar a pensarse que un esquema de financiación empresarial basado en la aplicación del dinero fresco procurado por nuevos inversores a la satisfacción de los derechos de crédito de los antiguos pudiera contribuir a no agravar una situación económico-financiera comprometida que acaso con el tiempo y una gestión eficiente la sociedad emisora lograría superar, siempre gracias al nuevo y sucesivo crédito. Ello ocurriría si los nuevos recursos que suministra el aumento sirvieran ajustadamente para rembolsar a los antiguos accionistas el montante de la inversión; y siempre que dicho montante fuera, además, igual a la suma de los valores nominales de sus títulos, porque sólo de esta manera —tomando ahora el perfil más sencillo de la hipótesis— los nuevos recursos que allegan equivaldrían exactamente (a la par) a los que egresan con ocasión del reembolso. Ahora bien, fuera de estos casos, si la realimentación de la cobertura patrimonial del *tier* rescatable del capital debe atender al mismo tiempo al pago de primas de rescate, el tipo de emisión de las nuevas acciones no podrá ser a la par sino con prima; con una prima de emisión que no se utilizaría para robustecer el patrimonio social y amortiguar la dilución de los derechos latentes de los socios actuales sobre las reservas⁴⁴, sino para satisfacer la otra prima de rescate, a la que también tendrían derecho los nuevos titulares de rescatables cuando en el futuro sus acciones fueran redimidas; y así sucesivamente. De esta manera podrían alcanzarse niveles desmesurados de apalancamiento financiero que desbordarían los límites impuestos por el ordenamiento a los volúmenes de endeudamiento de las sociedades.

Sin dejar de reconocer los riesgos financieros inherentes a la puesta en práctica de esta alternativa de rescate, hay no obstante algunos correctivos que quizás puedan atemperar el recurso indiscriminado a ella previniendo en no escasa medida las consecuencias perniciosas que en otro caso se derivarían de la financiación piramidal.

A) En primer lugar, no parece dudoso que las alternativas de rescate previstas en el artículo 92 *ter* LSA se relacionan jerárquicamente. No admite dudas, desde luego, el carácter residual de la tercera alternativa de rescate⁴⁵, ni que la misma idea de subsidiariedad late en la enumeración de las dos primeras. De esta manera, el recurso a una nueva emisión finalista debería descartarse cuando los recursos disponibles existentes fueran en ese momento suficientes para financiar completamente el rescate, o utilizarse sólo en la medida en que la insuficiencia de aquellos recursos requiera un *plus* de financiación para completar los reembolsos. Este argumento no sólo parece armonizar con el apartado 3º del artículo 92 *ter* LSA, sino que está además presente, como *best practice* (imperativa), en alguna otra norma de la LSA⁴⁶.

⁴⁴ Utilizamos aquí los términos «derechos latentes de los socios actuales sobre las reservas» como giro coloquial (que evoca a cierta doctrina francesa) que ayuda a expresar con relativa facilidad una realidad jurídica más compleja. Se hace salvedad de ello en recuerdo de otra observación del profesor Justino Duque.

⁴⁵ Cfr. por ejemplo GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: «Las acciones rescatables», nota 41.

⁴⁶ Nos referimos al artículo 154.1, que impide nuevas ampliaciones de capital con cargo a aportaciones dinerarias si quedan pendientes dividendos pasivos por satisfacer respecto a acciones de

B) En segundo término, ha de reconocerse que el propio legislador parece haber querido evitar, con carácter general, un resultado tan sombrío al dictar la norma del artículo 282.1 LSA, que como es sabido limita al montante máximo del capital desembolsado —más las reservas que figuren en el último balance y las cuentas de regularización y actualización de balances aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda— el importe total de las emisiones «de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda»⁴⁷. Parece que, al menos por ahora, el endeudamiento por emisión de acciones rescatables cabe en el sentido literal posible del precepto, y quizás también en la *ratio* que lo inspira⁴⁸.

No se nos oculta que el límite es hoy considerado de dudosa justificación económica (!), pues según se apunta no sólo parte de una concepción rudimentaria de las necesidades de tutela de los acreedores sociales sino que, además, compromete la libre configuración por cada sociedad de la estructura financiera más adecuada

anteriores emisiones, como medio de evitar prácticas especulativas ligadas a las ampliaciones de capital. Aunque los comentarios de este precepto son varios, la explicación histórica y la *ratio* actual encuentran suficiente explicación en SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *El derecho de suscripción preferente del accionista* (Madrid 1973, reimp. 1990) pp. 23-25.

⁴⁷ Aparte de la excepción contenida en el artículo 284.2 LSA para las emisiones especialmente garantizadas, la limitación no opera en los casos previstos por la Disposición Adicional 4ª de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, ya la Disposición Adicional 1ª de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

⁴⁸ Se trata de norma que, todo hay que decirlo, hubiera desaparecido en el ámbito de las sociedades cotizadas de haber prosperado la «Propuesta de introducción de un Título x en la Ley del Mercado de Valores sobre 'Especialidades en materia de emisión de valores por entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial'». El artículo 116.2 de la Propuesta permitía a estas sociedades la emisión de obligaciones «sin sujeción al límite de emisión previsto en el artículo 282 [LSA]». En contra de un postulado de esta naturaleza, sin éxito por el momento, se ha informado autorizadamente lo siguiente: «Uno de los vocales no ve justificado que se suprima con carácter general para las sociedades cotizadas ese límite que 'trata de mantener el equilibrio entre capital social (y reservas) y el importe de la financiación por obligaciones (o títulos semejantes) a fin de evitar situaciones de crisis económica de la empresa social' en segundo término —sigue diciendo— 'la emisión de obligaciones es un medio de financiación que afecta decisivamente a la estructura financiera de la sociedad, y en mayor medida cuando el importe de las emisiones de obligaciones puede superar el importe de los recursos propios'. Otro indica que 'no parece que las necesidades operativas del mercado de valores exijan la no aplicación de la normativa establecida en el artículo 282 [LSA]'. Y hay quien califica la propuesta de peligrosa, ya que «era el límite tradicionalmente considerado prudente y no sólo dirigido a la protección de los accionistas, sino también de la propia sociedad, y esto es tanto más grave cuanto no se establezca otro límite más alto, sino que se suprime por las buenas el límite pudiendo, por esta vía, llegar a situaciones francamente peligrosas. De ahí que se trate de una propuesta que, como otras de las sugeridas en la propuesta, van directamente contra uno de los fines esenciales de la Ley del Mercado de Valores, cual es la protección del inversor» [*Informe sobre introducción de un Título x en la Ley del Mercado de Valores sobre «Especialidades en materia de emisión de valores por entidades con valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial», emitido a solicitud de la Excm. Sra. Ministra de Justicia por la Sección de Derecho Mercantil de la Comisión General de Codificación* (Madrid, 23 de junio de 1998), pp. 40-41].

a sus intereses⁴⁹. Pero, aunque no sea éste el lugar para el tratamiento a fondo de un problema de tal calado, la norma censurada parece que alberga el propósito de «alcanzar un equilibrio financiero entre el capital propio, aportado por los socios, y el capital aportado por los terceros a título de obligacionistas»⁵⁰, evitando la descapitalización y el desplazamiento del riesgo de empresa a los acreedores. Por no decir que, según una doctrina tan cualificada, la función de la norma sería la de evitar aquella mala práctica consistente en recurrir a un nuevo endeudamiento para saldar empréstitos vivos anteriormente emitidos⁵¹.

C) Por último, y descubriendo en los silencios de nuestras normas de transposición omisiones del régimen imperativo del artículo 39.g) de la Directiva 77/91/CEE, ha de señalarse que las eventuales primas de rescate únicamente podrán satisfacerse con cargo (a) bien a «sumas distribuibles» en los términos en que resultan delimitadas por el artículo 15.1 de la propia Directiva, o (b) bien sobre un auténtico «fondo de reserva», que no se confunde con la cuenta de reserva prevista en el artículo 92 *ter* LSA, y que habrá de provisionarse anticipadamente al rescate y en cantidad adecuada para cubrir aquella parte del precio de rescate que exceda del valor nominal de las acciones rescatables. El dato podría así debilitar alguna posición doctrinal extrema mantenida en nuestro tema y tantas veces citada a lo largo de estas notas.

4. FINANCIACIÓN CON CARGO A CAPITAL

El tercer y último supuesto de financiación del reembolso de las acciones rescatables viene contemplado en el apartado 3º del artículo 92 *ter* LSA. No precisa especial demostración el hecho de que careciendo la compañía de medios libres con los que financiar la amortización, y no pudiendo ampliar su capital para generar el preciso contravalor del rescate, la única cuenta del Pasivo del Balance que puede comprometerse para llevar a cabo el plan de amortización es la de capital [artículo 175 LSA: A) FONDOS PROPIOS, I. CAPITAL SUSCRITO]. Puestos a simplificar las disposiciones reguladoras de las acciones rescatables tampoco le era necesario a nuestro legislador recordar que la amortización de acciones rescatables con cargo a capital,

⁴⁹ Cfr. recientemente URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: en URÍA, R. y MENÉNDEZ, A.: *Curso de Derecho mercantil* 1 (Madrid 1999), p. 987. Sobre este y otros argumentos puede verse también, críticamente, FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Nota crítica sobre la existencia de límites cuantitativos a la emisión de obligaciones (artículo 282 LSA)», en *RJCat* (1991), pp. 523-537, para quien en esta materia «se ha producido una sustitución del paradigma científico que legitimaba la adopción de medidas contra el riesgo de insolvencia» (p. 536).

⁵⁰ DUQUE, J., voz «Obligaciones (de sociedades)», en *NEJ Seix* XVII (Barcelona 1982), p. 827.

⁵¹ Así, VIVANTE, C., en su *Trattato*, según FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Nota crítica...», p. 526 (nota 5).



al comportar una restitución patrimonial suficiente para atender la medida del reembolso, sólo podría llevarse a cabo «con los requisitos establecidos para la reducción de capital mediante devolución de aportaciones». La referencia a ello es superflua porque está ya contenida en el régimen general de la reducción efectiva, aunque quizás eso sea lo menos censurable. Lo de más importancia es, sin duda, su matiz engañoso, pues al remitirse sólo en este supuesto a la disciplina de la reducción de capital el silencio que sobre ella se guarda en los precedentemente examinados podría dar a entender que la amortización de acciones rescatables puede comportar o no reducción de capital dependiendo de los supuestos de financiación en que nos situemos⁵². Mas se trata sólo de un equívoco de importancia menor, y no sólo porque en el proceso legislativo de la LRMV fracasó una enmienda que justamente se encaminaba a derogar la aplicación de los artículos 163 a 170 LSA al supuesto de amortización primeramente examinado⁵³, sino también porque la disposición que ahora se analiza no reserva la reducción de capital con pretensión de exclusividad al supuesto en ella contemplado, sino que meramente recuerda que en tales supuestos debe haber también reducción de capital, si bien rodeada de aquellos requisitos específicamente predisuestos para la tutela de los acreedores sociales. Reducción de capital habrá necesariamente en todos y cada uno de los supuestos, mas en unos (por ser aquélla «nominal») no funcionará el derecho de oposición de los acreedores sociales, mientras que en otros (por ser «efectiva») sí lo hará.



⁵² Para un argumento similar, en relación con una de las normas proyectadas en la reforma societaria de 1989, v. PAZ-ARES, C.: «Negocios sobre las propias acciones», p. 530.

⁵³ La enmienda núm. 99, de Convergencia y Unión, pretendió sin éxito introducir en el Senado una disposición en la que, entre otras cosas, se leía lo siguiente: «No serán aplicables las normas contenidas en los artículos 163 a 170 de la Ley de Sociedades Anónimas a la reducción de capital que resulte de la amortización de las acciones, siempre que el rescate se realice con cargo a reservas o a beneficios libres y se constituya la reserva a que se refiere el artículo 167.3º de dicha Ley. Esta reserva, de la que sólo podrá disponerse con los requisitos exigidos para la reducción del capital social, podrá utilizarse para la realización de un aumento de capital».