

Luis Antonio Velasco San Pedro
Catedrático de Derecho Mercantil.
Universidad de Valladolid (España).

SUMARIO:

I. INTRODUCCION.

II. LOS PELIGROS DE LA AUTOCARTERA.

A. Peligros fundamentales.

1. En relación con la solvencia de la sociedad y (la publicidad de) los fondos propios aportados por los accionistas.

2. En relación con el mantenimiento de las relaciones de poder y control en la sociedad.

3. En relación con la posición de los accionistas.

4. Especialidades en relación con las sociedades bursátiles.

a) En cuanto a los peligros genéricos.

b) Peligros específicos. La manipulación de cotizaciones.

B. Las tendencias legislativas para prevenir peligros.

1. En relación específicamente con los peligros.

a) En cuanto a los fondos propios aportados por los accionistas.

b) En cuanto a la posición y facultades de los administradores.

c) En cuanto a la igualdad de los accionistas.

d) La situación de las sociedades cotizadas.

2. De control general de la operación y de eficacia de la disciplina jurídica.

a) El control de otros negocios sobre acciones propias y de operaciones de efectos equivalentes. Las participaciones recíprocas de capital.

b) La utilización de personas interpuestas y las operaciones realizadas por sociedades filiales.

c) El sistema de sanciones.

¹ Ponencia presentada en el VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, celebrado en Buenos Aires (Argentina) del 17 al 19 de septiembre de 1998.

Principales abreviaturas: ADC= Anuario de Derecho Civil; AG= Die Aktiengesellschaft; AktG= Aktiengesetz [Ley de (sociedades por) acciones alemana]; BB= Betriebs Berater; BOE= Boletín Oficial del Estado (España); CEE= Comunidad Económica Europea (actualmente CE= Comunidad Europea); CNMV= Comisión Nacional del Mercado de Valores (España); DB= Der Betrieb; LSA= Ley de sociedades anónimas (España); RDBB= Revista de Derecho Bancario y Bursátil; RDM= Revista de Derecho Mercantil; RdS= Revista de Derecho de Sociedades; RGD= Revista General de Derecho; Riv. Soc.= Rivista delle società; SEC= Securities Exchange Commission (EE.UU.); UE= Unión Europea; ZBHR= Zentralblatt für Handelsrecht; ZGR= Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht.

III. LAS POSIBLES VENTAJAS DE ESTAS OPERACIONES.

A. Con carácter general.

1. Como medio de simplificación o facilitación de operaciones societarias.
 - a) Como alternativa al aumento de capital.
 - b) Como alternativa a la reducción del capital.
 - c) Otras utilizaciones.
2. Como sistema de reducción del capital social.
3. Como medio de selección e integración de los accionistas y de prevención de conflictos intrasocietarios.
4. Como sistema para lograr ventajas o reducir pérdidas de carácter económico.

B. La delicada dialéctica peligro/ventaja.

1. La intervención en el mercado: ¿regularizando las cotizaciones o manipulando los cursos?
2. La lucha por el control de la sociedad: ¿defendiendo el interés social o el interés de los administradores?
3. Las entregas de acciones o de opciones sobre acciones a los administradores y altos directivos: ¿facilitando el interesamiento de los administradores y altos directivos o proporcionando asistencia financiera para adquirir acciones propias?
4. El pago de dividendos en acciones: ¿deshaciéndose de la autocartera o realimentándola?
5. La inversión en acciones propias: ¿realizando una inversión útil o manteniendo una pesada y peligrosa carga?

C. Las tendencias legislativas para permitir utilizaciones ventajosas.

1. Las técnicas utilizadas. Requisitos y causas para adquirir.
2. Las excepciones más comúnmente admitidas.

IV. A MODO DE CONCLUSION.

I. INTRODUCCION.

El Derecho de sociedades anónimas vive en permanente evolución. No es un hecho nuevo. Desde la codificación en el siglo XIX hasta nuestros días, el régimen legal de estas sociedades ha venido cambiando continuamente, alternando épocas de evolución, con momentos de ruptura o reforma más profunda. Naturalmente los ritmos y las fases, los contenidos del cambio legal, han sido distintos según el ordenamiento que consideremos. No obstante, en este movimiento de reforma -en estos movimientos de reforma, para ser más precisos- ha habido y hay coincidencias importantes, fácilmente explicables por la identidad de muchos de los problemas sociales, técnicos o económicos que pretenden resolverse y por la recíproca influencia entre ordenamientos, tan activa en este sector que, no sin razón, se ha venido hablando de la existencia de un *Derecho universal de la Sociedad Anónima*.

En la actualidad, si cabe, estas coincidencias son todavía más intensas. En ello influye, por un lado, la llamada *globalización de la economía* -proceso debido

fundamentalmente al avance tecnológico y a la progresiva liberalización de los intercambios, resultado de la Ronda Uruguay del GATT y la constitución de la OMC-, que fomenta no sólo la exportación-importación de bienes, servicios o capitales, sino también de instituciones o reglas jurídicas, entre las cuales las societarias son sin duda bien centrales. Por otro, los procesos de integración económica regional, como la UE y el MERCOSUR, cuyo objetivo de constituir mercados comunes o únicos, exige la armonización legislativa en los sectores del Derecho económico, uno de los cuales -de nuevo bien central- es el Derecho de sociedades. En el ámbito de la UE la armonización legislativa de este Derecho se inició hace tres décadas (la primera Directiva es de 1968) y, aunque en estos momentos está registrando un cierto detenimiento, ha conseguido resultados bastante relevantes ⁽²⁾.

En los últimos años varios son los problemas que preocupan y que están animando los procesos de reforma o actualización del Derecho de sociedades en la economía globalizada. Seguramente el asunto estrella, que centra en estos momentos la reflexión en Norteamérica y en la Europa comunitaria, es el conocido como *corporate governance* o gobierno corporativo de las sociedades, temática de perfiles algo difusos, pero que en todo caso está replanteando una vez más el delicado problema del ejercicio y, sobre todo, del control del poder de decisión en las grandes sociedades anónimas bursátiles, que es casi tanto como decir del poder económico privado dado el papel capital de estas sociedades en las economías de mercado, como instrumento de captación de ahorro y de organización de las grandes empresas ⁽³⁾.

Es curioso que otro tema, también objeto de especial atención, sea el de la *adquisición de acciones propias*, que es el que va a ser objeto de este trabajo. Aunque a primera vista pudiera considerarse una materia alejada de la temática del gobierno corporativo, conectada más bien al régimen del capital social, si bien se mira no deja de tener bastante relación con los problemas de distribución de poder y protección del accionariado inversionista, cuando se plantea en relación con las grandes sociedades bursátiles. Destaco la cuestión -aunque enseguida volveré sobre ella con mayor detalle-, porque el tema tampoco ha pasado desapercibido en alguno de los documentos del gobierno corporativo, como es el caso en España del Informe Olivencia, que, en sus recomendaciones de buen gobierno

² En relación con el estado de la cuestión en la UE, v. últimamente QUIJANO, «El Derecho de sociedades en la UE», en VELASCO SAN PEDRO (coord.), *MERCOSUR y la Unión Europea: dos modelos de integración económica*, Valladolid 1998, pgs. 105 y ss. Respecto al MERCOSUR, donde de momento no se ha producido este proceso, plantea los problemas de esta armonización el interesante trabajo de ARAYA, «El Derecho de sociedades en el Mercosur», en VELASCO SAN PEDRO (coord.), *MERCOSUR y la UE...* cit., pgs. 141 y ss..

³ Para una primera aproximación a este proceso, y los planteamientos de fondo que le animan, son de interés los trabajos de BIANCHI, «Corporate governance. Considerazioni introduttive», en Riv. Soc., 1996, pgs. 405 y ss.; CARVER, «Corporate Governance -Capitalism's Fellow Traveller», en MACMILLAN (ed.), *Perspectives on Company Law: 2*, London 1997, pgs. 69 y ss.; GARRIGUES, A./FERNANDEZ DE LA GANDARA, «El gobierno de las sociedades: un punto de vista jurídico», en AA.VV., «Los Consejos de Administración españoles en una economía globalizada», *Boletín del Círculo de Empresarios*, n° 62, primer semestre de 1997, pgs. 241 y ss.; BISBAL, «El gobierno de las compañías mercantiles: teoría, materiales y práctica», en RDM 1997, pgs. 1673 y ss. y GUERRA, «El 'informe sobre la sociedad abierta' de la Asociación Disiano Preite: un nuevo paso en el debate sobre el gobierno societario», en RdS, n° 9, 1997, pgs. 531 y ss.. Sobre estos temas, v. asimismo más adelante en el apartado II, A, 4, a).

societario⁽⁴⁾, reclama de las sociedades mayor transparencia en relación con estas operaciones⁽⁵⁾, consciente sin duda de que su mala utilización puede incidir negativamente en las relaciones de poder dentro de la sociedad y en la eficacia del llamado *mercado de control societario*⁽⁶⁾, que requiere un funcionamiento competencial, no manipulado, de los mercados bursátiles.

La preocupación legislativa por las operaciones sobre acciones propias, la pone de relieve el movimiento de reformas de su régimen jurídico comprendido en numerosos ordenamientos en los últimos 20 años. En la Europa comunitaria -alguno de cuyos ordenamientos habían conocido reformas importantes afectando a estas operaciones en los años 60 y 70-, la disciplina de estos negocios fue objeto de minucioso tratamiento por la 2ª Directiva de la CEE 77/91 en materia de sociedades de 13-XII-1976⁽⁷⁾. Ello obligó, conforme a la técnica característica de esta fuente normativa de armonización legislativa, a la reforma generalizada de todos los ordenamientos de los Estados comunitarios⁽⁸⁾. En el caso de España, su ingreso en las Comunidades Europeas el 1-I-1986 obligó a incorporar el importante acervo comunitario existente a esa fecha y fue el motivo determinante de la profunda reforma del año 1989, que deparó, entre otros muchos aspectos, un nuevo y detallado régimen para estas operaciones⁽⁹⁾.

Las reformas en la materia en Europa, sin embargo, no se cerraron con este ciclo de armonización legislativa, ya que, no sólo la propia Directiva fue modificada posteriormente por la Directiva 92/101 de 23-XI-1992, precisamente en este punto⁽¹⁰⁾, sino que diversos Estados, atendiendo a razones de política jurídica interna, han introducido nuevas modificaciones o retoques a su normativa sobre

⁴ *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas* (mayo 1998), informe elaborado por la *Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*, nombrada por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 24-IV-1997, y Presidida por el Prof. Olivencia.

⁵ Este informe recomienda que los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas informen al mercado de forma inmediata y suficiente, no sólo «sobre los hechos relevantes capaces de influir de forma sensible en la formación de los precios de Bolsa, sino también sobre aquéllos que afecten a la estructura de propiedad de la sociedad (en especial, las variaciones de las participaciones significativas, los pactos de sindicación y demás formas de coalición que puedan establecerse); que entrañen una modificación sustancial de las reglas de gobierno (...); que versen sobre operaciones vinculadas de especial relieve (transacciones dentro del grupo y con personas vinculadas a los miembros del Consejo de Administración); o que se refieran a los fondos propios». En relación con este último aspecto, se recomienda la máxima transparencia en las operaciones de *autocartera*, proponiendo que se hagan públicos los proyectos a este respecto, «al objeto de que las órdenes que lleguen al mercado puedan ser correctamente interpretadas» (punto II, 10.2.).

⁶ En relación con el papel de este mercado, v. más adelante en el apartado II, A, 4, b).

⁷ En sus artículos 18 a 24. En relación con el contenido y alcance general de esta directiva, y con varios trabajos referidos específicamente a esta cuestión, v. la obra colectiva BUTTARO/PATRONI GRIFFI (a cura di), *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milano 1984.

⁸ El artículo 189, 3 del Tratado constitutivo de la CE señala que «la directiva obligará al Estado miembro destinatario en cuanto al resultado que deba conseguirse, dejando, sin embargo, a las autoridades nacionales la elección de la forma y de los medios». En relación con esta fuente del ordenamiento comunitario europeo, v. LOUIS, *El ordenamiento jurídico comunitario*, 2ª ed., Luxemburgo 1986, pg. 76 y ss. y DUQUE, «Directiva», en BIGLINO (coord.), *Diccionario de términos comunitarios*, Madrid 1997, pgs. 154 y ss..

⁹ Texto refundido de la *Ley de sociedades anónimas*, aprobado por Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre de 1989 (de ahora en adelante LSA), artículos 74 a 89. En relación con el nuevo régimen de los negocios sobre acciones propias, el tratamiento más completo y extenso es el de VAZQUEZ, *Régimen jurídico de la autocartera*, Madrid 1995.

¹⁰ El motivo de la reforma fue introducir un nuevo artículo, el 24 bis, por el que se asimila a la adquisición de acciones propias las de acciones de la sociedad dominante efectuada por una sociedad dependiente. V. VELASCO SAN PEDRO, «Modificación de la Segunda Directiva de la CEE en materia de sociedades», en RDBB (1985), pgs. 1138 y ss..

acciones propias, algunas muy recientes como las españolas⁽¹¹⁾, alemanas⁽¹²⁾ e italianas -esta última en materia de participaciones recíprocas, operación que, por su comunidad de efectos indeseables, es tan próxima a la adquisición de acciones propias⁽¹³⁾. Lo mismo ha sucedido en otros ordenamientos de Estados europeos no comunitarios, como es el caso de Suiza, con una importante reforma de su legislación societaria⁽¹⁴⁾, y en Sudamérica de la propia Argentina⁽¹⁵⁾.

Coetáneamente a ello, el interés doctrinal por estas operaciones, siempre permanente y en ocasiones bastante prolijo -sobre todo en algunos ordenamientos como el italiano y el alemán- se ha renovado con ocasión de la preparación o publicación de estas reformas⁽¹⁶⁾, o con el análisis crítico de la normativa⁽¹⁷⁾, o, incluso, con motivo de la valoración de alguna crisis económica reciente donde la operación, directa o indirectamente, ha estado implicada⁽¹⁸⁾.

En este contexto, nada más oportuno que volverse a plantear los problemas de política jurídica que inciden sobre la regulación de estas operaciones sobre acciones propias, a la luz de las últimas tendencias legislativas en la materia, y repensar en qué medida las reglas vigentes son las más adecuadas posibles.

¹¹ Introducidas por la nueva *Ley de sociedades de responsabilidad limitada* de 23-IV-1995, afecta a diversos artículos de la LSA, y versa fundamentalmente sobre las adquisiciones de acciones de la sociedad dominante y el régimen sancionador.

¹² Introducidas por la *Segunda Ley de promoción del mercado financiero* [*Gesetz über den Wertpapierhandel un zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften* (*Zweites Finanzmarktförderungsgesetz*)] y la *Ley sobre control y transparencia en el ámbito empresarial* [*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (*KonTraG*)], de 5 de marzo de 1998, que retocan diversos preceptos de la *Ley de* (sociedades por) *acciones* [*Aktiengesetz* (*AktG*)], para introducir nuevas cautelas a la operación, la primera en relación con las instituciones financieras y de crédito, la segunda con las sociedades por acciones en general. Sobre esta última reforma v. FÖRSCHLE, «Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich -KonTraG-: Umfrage unter Führungskräften börsennotierter Unternehmungen», en DB, Heft 18, 1-V-1998, pgs. 889 y ss. y LINGEMANN, «Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht: Das KonTraG tritt in Kraft», en BB, Heft 17, 23-IV-1998, pgs. 853 y ss..

¹³ Decreto legislativo de 24-II-1998, por el que se aprueba el *Texto único de las disposiciones en materia de intermediación financiera, en el sentido de los artículos 8 y 21 de la Ley de 6 de febrero de 1996*, artículos 120 y 121, aplicables a las sociedades cotizadas en Bolsa. Sobre esta reforma v. MARCHETTI, «Osservazioni sui profili societari della bozza di TU dei mercati finanziari», en Riv. Soc. (1998), pgs. 140 y ss. y VISENTINI, G., «Osservazioni sulla recente disciplina delle società azionarie e del mercato mobiliare (Spunti di riflessione sulla sensibilità democratica nella formulazione delle scelte politiche)», en Riv. Soc. (1998), pgs. 172 y ss.. Al margen de estas reformas, hay que reseñar lógicamente las que resultaban obligadas por la modificación de la 2ª Directiva de la CEE, como, por ejemplo, la italiana -Decreto Legislativo de 2 de mayo de 1994- y la española ya citada, que en parte tenía también este objetivo.

¹⁴ Por Ley aprobada en el Parlamento el 4 de octubre de 1991, que revisó el Código de las obligaciones. Para una primera aproximación a la reforma, v. PETITPIERRE SAUVIN, «La riforma del diritto societario in Svizzera», en Riv. Soc. (1992), pgs. 586 y ss., esp. pg. 594) y, de manera más específica en la materia que nos interesa, NOBEL, «Die Regelung des Erwerbs und des Umgangs mit eigener Aktien im Schweizer Aktienrecht», en AG (1996), n° 10, pgs. 443 y ss..

¹⁵ *Normas de la Comisión Nacional de Valores, Nuevo Texto de 1997*, aprobadas por la Resolución General 290/97 (Boletín Oficial de la República Argentina de 22-VI-1997), punto 2.1.4., artículo 11, relativo a la adquisición de acciones propias por las emisoras.

¹⁶ Particular interés tiene el debate que ha precedido a las reformas alemanas. V. las referencias resuntivas de FLORES, «La adquisición de acciones propias en la reforma alemana sobre control y transparencia empresarial ('Referentenentwurf zur Änderung des Aktiengesetzes [KonTraG]')», en RdS n° 9 (1997), pgs. 523 y ss..

¹⁷ Por ejemplo, en relación con la crítica del régimen establecido para la asistencia financiera a la adquisición de acciones propias, v. FERNANDEZ DEL POZO, «Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera», en RdS n° 3 (1994), pgs. 169 y ss., que propone la supresión de su actual prohibición en el Derecho comunitario europeo.

¹⁸ En España me remito a mi trabajo VELASCO SAN PEDRO, «Acciones propias e igualdad de los accionistas. Cuestiones de Derecho de sociedades y de Derecho del mercado de valores», en RdS n° 2 (1994), pgs. 9 y ss., en relación con la crisis del *Banco Español de Crédito* (*Banesto*), intervenido por el *Banco de España*

II. LOS PELIGROS DE LA AUTOCARTERA.

La adquisición de acciones propias -utilizo el término en sentido amplio para hacer referencia a cualesquiera negocios sobre las propias acciones⁽¹⁹⁾- y la misma tenencia de estas acciones por su sociedad emisora (la denominada «autocartera»), se han revelado históricamente como altamente peligrosas para los intereses de los accionistas, los acreedores sociales y la propia sociedad. Practicadas estas operaciones desde al menos los inicios del siglo XIX, son numerosos los casos de crisis empresariales en los que aparecen implicadas como su causa o efecto, fundamentalmente en relación con sociedades bursátiles de carácter bancario, y que llegan prácticamente a nuestros días. En un repaso rápido cabría citar, como casos especialmente significativos en el siglo XIX, en España la crisis del Banco de Isabel II en los años 40 de ese siglo, en gran parte consecuencia de su sistema de pignoraciones automáticas de acciones propias⁽²⁰⁾, y dos décadas después las quiebras de los Bancos de Valladolid y Sevilla, que asimismo recurrieron a los préstamos con garantía de acciones propias⁽²¹⁾ [con el agravante en estos dos últimos supuestos de que estas operaciones estaban prohibidas en España desde 1856⁽²²⁾]; y, en Francia, la conocida quiebra de la *Union Générale*, en el último tercio del siglo XIX, motivada en gran medida por su vana pretensión de mantener el curso de sus acciones en Bolsa mediante continuas adquisiciones, para hacer frente a un sindicato rival⁽²³⁾ y que es probable que inspirara la célebre obra de ZOLA, *L'Argent*, donde se novela un caso similar. En el siglo XX, las operaciones realizadas con esta misma finalidad, después del hundimiento de las bolsas como consecuencia de la crisis del 29, entre otros, de los bancos americanos⁽²⁴⁾, suizos⁽²⁵⁾, italianos⁽²⁶⁾ y alemanes -el *Dresdner Bank* alemán, llegó a poseer el 55 por 100 de su capital-⁽²⁷⁾, y que en no pocos casos agravaron sus

el 28 de diciembre de 1993. En Argentina ha sido objeto de preocupación doctrinal valorar la legitimidad de recurrir a la adquisición de acciones propias para sostener las cotizaciones, como hicieron algunas sociedades argentinas para paliar los efectos de la crisis mejicana de 1994. Por todos, v. GIOVENCO, «La compra de acciones por la sociedad emisora y las resoluciones 262 y 270 de la Comisión Nacional de Valores», en *La Ley* (ed. argentina), 4-VI-1996, pgs. 3 y ss..

¹⁹ Como se verá más adelante (apartado II, B, 2), en las normativas más actualizadas y desarrolladas se amplía considerablemente el campo de las operaciones reguladas, de manera que junto a la adquisición de acciones propias -que sigue siendo, no obstante, el centro de la disciplina-, se contemplan otros negocios sobre estas acciones, como la aceptación en prenda, y otras operaciones que pueden producir efectos equivalentes, como las adquisiciones de acciones de la sociedad dominante por sociedades dependientes, las participaciones recíprocas de capital y la asistencia financiera para adquirir acciones propias.

²⁰ V. TORRENTE, *Historia de la Bolsa de Madrid*, Madrid 1974, II, pg. 174; TORTELLA, *Los orígenes del capitalismo en España*, 3ª ed., Madrid 1995, pgs. 31 y ss. y VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones*, Valladolid 1985, pgs. 173 y 174.

La crisis de este banco se solucionó con su fusión con el Banco de San Fernando que, por cierto, había recurrido a la adquisición de acciones propias en la década anterior para mantener su débil cotización (v. TORTELLA, ob. cit., pg. 30).

²¹ V. TORTELLA, ob. cit., pg. 271.

²² V. VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pg. 174.

²³ V. VEAUX-FOURNERIE, *L'acquisition de ses propres actions ou parts sociales par la société emettrice*, s. f. (pero Paris 1953), pgs. 25, 26, 69, 129 y ss. y 272 y ss..

²⁴ BERLE/MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, trad. italiana, Torino 1966, pg. 166 y GALBRAITH, *El crac del 29*, trad. española, Barcelona 1976, pgs. 102-103, 197 y 207-208.

²⁵ V. FURRER, *Erwerb eigener Aktien*, Zürich 1934, pgs. 62 y ss..

²⁶ V. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano 1988, pg. 16.

²⁷ V. BRODMANN, «Erwerb eigener Aktien und Einzihehung von Aktien», en ZBIHR (1932), pg. 50; FURRER,

crisis económicas. En época más reciente, en los años 80 en Italia, la crisis del *Banco Ambrosiano*, originada según parece por la asistencia financiera que prestó el propio banco en los años 70 a un entramado de sociedades para facilitar su control y posteriormente agravada por la adquisición masiva de acciones para sostener las cotizaciones (28). A principios de los 90, en España, entre otros casos de menor relevancia, el del *Banco Español de Crédito*, en aquellos momentos uno de cinco grandes bancos españoles, intervenido por el *Banco de España* en 1993 por su gravísima situación económica y que, según parece, tenía directa o indirectamente una autocartera en torno al 35 por 100 de su capital social (29).

Esta peligrosidad constatada de las operaciones sobre acciones propias ha propiciado que, en prácticamente todos los ordenamientos, desde el siglo XIX, se hayan adoptado reglas restrictivas en su regulación que lleguen hasta nuestros días. Conviene analizar brevemente estos peligros, para luego examinar las tendencias legislativas que se manifiestan en el tratamiento legal de las operaciones sobre acciones propias.

A. Peligros fundamentales.

1. En relación con la solvencia de la sociedad y (la publicidad de) los fondos propios aportados por los accionistas.

De cuantos peligros puede comportar la autocartera, seguramente el que más ha venido preocupando es el de su posible incidencia negativa sobre el patrimonio de la sociedad. Los ejemplos históricos de crisis económicas en que la operación estuvo implicada, ponen de relieve cómo este peligro dista de ser hipotético, ya que con frecuencia las sociedades que han acumulado una importante autocartera han acabado por tener graves problemas de solvencia, que frecuentemente han conducido a una situación de quiebra o de insolvencia definitiva.

La razón de ello es que la sociedad para comprar o adquirir por cualquier otro título oneroso sus propias acciones, necesita emplear sus recursos patrimoniales, que más cuantiosos serán cuanto mayor sea el volumen de acciones que adquiera. Por otra parte, a diferencia de lo que sucede con otras adquisiciones, estos recursos no son sustituidos por valores patrimoniales económicamente equivalentes, sino por las propias acciones -la autocartera-, que a la postre sólo representan derechos (de socio) sobre ella misma. Se entiende, por tanto, que en caso de crisis de la sociedad estas acciones en poder de la sociedad pierdan su valor.

La doctrina tradicionalmente ha venido explicando esta consecuencia en conexión con la llamada «función de garantía del capital social». Fundamentalmente se ha resaltado cómo la adquisición de acciones propias equivaldría a una restitución de aportaciones a los accionistas transmitentes, que conduciría a una reducción encubierta del capital social sin respetar el procedimiento garantista esta-

ob. cit., pgs. 62 y ss. y CARBONETTI, ob. cit., pg. 15.

²⁸ V. CARBONETTI, *L'acquisto...* cit., pgs. 16 y 17.

²⁹ V. VELASCO SAN PEDRO, «Acciones propias...» cit., pgs. 9 y ss.. El informe del Banco de España justificativo de la intervención, en el que se establece este dato, puede consultarse en EKAIZER, *Banqueros de rapiña*, Barcelona 1994, pgs. 452 y 453.

blecido para tales operaciones de reducción en la generalidad de los ordenamientos, y que, por consiguiente, se estaría produciendo una reducción indebida de dicho capital. Por otro lado, la adquisición implicaría un vaciamiento del patrimonio vinculado al capital social, ya que el precio pagado por la sociedad es sustituido por las propias acciones, que en poder de la sociedad carecerían de valor patrimonial efectivo. Todo ello perjudicando principalmente a los acreedores sociales, en interés de los cuales vendría establecida la técnica del capital social como mecanismo jurídico tendente a asegurar la existencia de un patrimonio de responsabilidad⁽³⁰⁾.

La «explicación habitual» que resulta de estos razonamientos es en principio correcta, con tal de que se introduzcan algunas matizaciones que no siempre se resaltan debidamente. Para que se produzcan aquellas consecuencias perniciosas, en primer lugar, debe tratarse de compras u otras adquisiciones onerosas de acciones propias. En segundo término, debe haberse utilizado para ello el patrimonio vinculado -esto es, las adquisiciones deben haberse realizado con cargo al capital social- o, cuando menos, hacer figurar las acciones propias en el balance de la sociedad, como si se tratara de un elemento patrimonial efectivo⁽³¹⁾.

Con todo, como ya he advertido en otro lugar, estas explicaciones adolecen de cierta ingenuidad al sobrevalorar el papel que cumple el capital social en relación con la protección de los acreedores sociales, como supuesto mecanismo garantizador de sus créditos frente a la sociedad⁽³²⁾, y, por lo que aquí interesa, pueden producir la falsa impresión de que las operaciones sobre acciones propias estarían alterando el funcionamiento de este mecanismo en orden a que los acreedores cobren. Aunque doctrinalmente se insista en señalar la existencia de una función de garantía del capital, lo cierto es que en los Derechos contemporáneos, hablando con propiedad, esta institución no representa ninguna garantía efectiva de que los acreedores puedan cobrar, desde el momento en que en ninguna de las legislaciones societarias actuales se exige con carácter general a las sociedades anónimas un capital adecuado para el desarrollo de las actividades que constituyen su objeto⁽³³⁾. Ello propicia, como es sabido, el peligroso fenómeno, para los acreedores de la sociedad, de la infracapitalización societaria, en sus dos vertientes material y nominal⁽³⁴⁾, por más que en algunos ordenamientos se vayan introduciendo poco a poco mecanismos correctores a posteriori de alguna de estas situa-

³⁰ En relación con esta cuestión me remito a VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pgs. 36 y ss., con numerosas referencias bibliográficas.

³¹ V. adelante en el apartado II, B, I, a).

³² VELASCO SAN PEDRO, «Uniones de empresas y tutela del capital social», en *Jueces para la Democracia*, n° 6 (1989), pgs. 19 y ss..

³³ En el Derecho español únicamente existe un atisbo de esta exigencia cuando la sociedad anónima se constituye por el procedimiento de fundación sucesiva o suscripción pública, ya que en este caso, según el artículo 21 de la LSA, los promotores deben aportar «un informe técnico sobre la viabilidad de la sociedad proyectada». Este procedimiento de constitución de sociedades, sin embargo, es casi totalmente desconocido en la práctica [después de la reforma de 1989, a septiembre de 1996, sólo se había registrado ante la CNMV un caso de constitución por este procedimiento en toda España, según informa TAPIA, Alberto Javier en SANCHEZ CALERO, F. (dir), *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, I, Madrid 1997, pg. 583]. Por otro lado, en los demás casos de constitución por fundación simultánea, la Dirección General de los Registros y del Notariado, ha confirmado que el Registrador Mercantil a la hora de efectuar la calificación requerida para la inscripción de la sociedad, no puede entrar a valorar la suficiencia del capital para el desarrollo del objeto social (resolución de 22-VI-1993, BOE de 3-VII-1993).

³⁴ Sobre esta cuestión, en la doctrina española, v. PAZ ARES, «Sobre la infracapitalización de las sociedades»,

siones³⁵). Pero en cualquier caso, por lo que aquí importa, si la sociedad está infracapitalizada, como sucede con gran frecuencia, sobre todo en relación con pequeñas y medianas sociedades anónimas, la conducta que siga la sociedad sobre sus propias acciones poco sumará o restará a la supuesta garantía de los acreedores de llegar a cobrar efectivamente, que representa el capital insuficiente.

Con lo dicho no quiero negar que la operación puede incidir negativamente sobre el capital y, por ende, sobre los fondos propios de la sociedad, de los que es su parte fundamental -ya digo que considero aceptable la explicación habitual al respecto-, sino resaltar que aquí no se trata tanto de un problema de garantías de cobrar, según usualmente se ha dado a entender, como de posible publicidad engañosa. Me explico: en mi opinión, las cautelas que se establecen en las legislaciones sobre el capital, residen en asegurar una publicidad adecuada de los recursos propios de la sociedad aportados por los socios³⁶), en el pensamiento de que a través de este medio los terceros encontrarán la protección de sus intereses (este conocimiento, entre otras cosas, debiera permitirles decidir si contratan o no con la sociedad, exigir o no garantías suplementarias, etc.). Cuando las leyes exigen que las sociedades anónimas establezcan un capital social y que se publique en sus estatutos -generalmente elevados a instrumento público- y en el Registro público correspondiente, y establecen normas, más o menos efectivas según lo avanzada que esté la legislación, para asegurar la realidad y correcta valoración de las aportaciones sociales, y para el mantenimiento de su valor en el patrimonio social (prohibiendo, por ejemplo, el reparto de dividendos ficticios), así como en materia de publicación de sus cuentas anuales, en realidad no están haciendo otra cosa que imponer una *publicidad obligatoria* de su situación financiera y patrimonial, en particular de los fondos propios que los accionistas, a su libre criterio, ponen o se obligan a poner en la sociedad, y establecer los requisitos debidos para que esa publicidad sea *veraz*. En este contexto, la adquisición de acciones propias puede alterar estas reglas, distorsionando la calidad o composición de los valores que sirven de correspondencia a estos medios propios aportados por los socios y publicados por la sociedad a través de su cifra de capital social. En definitiva, conducir a una publicidad engañosa de su solvencia, especialmente en lo atinente a los recursos propios aportados como capital.

en ADC (1983), pgs. 1587 y ss. y su posterior trabajo (donde rectifica parte de sus planteamientos iniciales) «La infracapitalización. Una aproximación contractual», en RdS, Número extraordinario sobre *La reforma del Derecho de sociedades de responsabilidad limitada* (1994), pgs. 253 y ss.; MASSAGUER, «El capital nominal de la sociedad anónima», en RGD (1990), pgs. 5547 y ss. y DE LA CAMARA, *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*, Madrid 1996, pgs. 172 y ss.

³⁵ En el Derecho español, por ejemplo, después de la reforma de 1989, la LSA establece la obligación de los administradores de promover la disolución de la sociedad en caso de pérdidas cualificadas, que dejen reducido el patrimonio social a una cantidad inferior a la mitad del capital social, con la sanción en caso de incumplimiento de su responsabilidad solidaria por las deudas sociales (art. 262 en relación con el 260, 1, 4º), y que está sirviendo en la práctica para resolver muchos de los problemas que plantea la infracapitalización [v. ESTEBAN VELASCO, «Algunas reflexiones sobre la responsabilidad de los administradores frente a los socios y terceros: acción individual y acción por no promoción o remoción de la disolución», en RdS n° 5 (1995), pgs. 47 y ss.].

³⁶ Esta cuestión fue ya oportunamente destacada por GARCIA VILLAVERDE [«Algunos temas en torno al régimen del capital social en el proyecto de estatuto para una sociedad anónima europea», en GIRON (dirección de), *Estudios y textos de Derecho de sociedades de la Comunidad Económica Europea*, Madrid 1978, pg. 131], al señalar que la garantía que da la cifra de capital «debe buscarse sustancialmente en la publicación de la misma para su conocimiento por terceras personas y en las disposiciones legales que tienden a asegurar el desembolso efectivo y la estabilidad de aquél».

Desde el punto de vista económico-financiero, ello tendrá como consecuencia una pérdida de sustancia en dichos recursos propios, o si se prefiere, un agudamiento en el capital social, que en los supuestos más graves, como es lógico, desembocará en la insolvencia de la sociedad, como ya se ha señalado anteriormente. Pero esto no será la causa de la perturbación que produce la operación, sino su mero efecto, agravado en este caso por el engaño de terceros consecuencia de la publicidad engañosa que se ha producido.

Así las cosas, y aun compartiendo en lo general los planteamientos doctrinales habituales sobre la incidencia negativa de las operaciones sobre acciones propias en el capital social, me parece oportuno hacer estas observaciones porque iluminan aspectos de la cuestión que, como se verá enseguida, son esenciales para acertar en la elección de las medidas más adecuadas para conjurar el peligro del que aquí estoy tratando.

2. En relación con el mantenimiento de las relaciones de poder y control en la sociedad.

Otro de los peligros que se vinculan a la autocartera, hace relación a la estructura de poder de la sociedad⁽³⁷⁾. Generalmente la cuestión se ha contemplado desde la óptica del derecho de voto, señalándose el abuso que podría suponer la circunstancia de que los administradores se sirvieran de los votos correspondientes a las acciones propias, utilizándolos en su beneficio personal o en el del grupo de accionistas afin, incrementando así indebidamente su poder en la sociedad, en la misma medida que se reducirían las posibilidades de la Junta general de accionistas de controlar su gestión. En particular se insiste en que la operación puede de esta manera ahondar en la ruptura del binomio propiedad-poder, facilitando la independización práctica y la ausencia de controles de los administradores respecto a la gran masa accionaria⁽³⁸⁾. En la mencionada novela de ZOLA, el protagonista M. Saccard soñaba con una supuesta situación idílica en que su sociedad, después de haber adquirido todas sus acciones, no tendría ya a nadie que pudiese inquietar su posición⁽³⁹⁾. Es el ejemplo extremo y enloquecido de lo que se ha llamado el «autocontrol».

Con todo, las perturbaciones que se pueden producir en este ámbito, no sólo se refieren al voto; contra cuyo uso indebido además es más fácil luchar (basta con prohibir su uso mientras las acciones estén en poder de la sociedad), sino más en general a la alteración de las proporciones necesarias para ejercitar los derechos de socio y controlar la sociedad⁽⁴⁰⁾. A este respecto, baste con recordar que la operación supone siempre la retirada de la circulación, como acciones actuantes, de una parte de las emitidas por la sociedad, con lo que, aun cuando no se vote con

³⁷ Sobre estas cuestiones, v. VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pgs. 47 y ss.; CARBONETTI, *L'acquisto...* cit., pgs. 17 y 19 y VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 93 y ss..

³⁸ ZÖLLNER, *Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden*, München-Berlin 1963, pg. 132; BLANCO CAMPAÑA, «La adquisición por la sociedad de sus propias acciones», en RDBB (1982), pg. 224 y VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 101 y ss..

³⁹ *L'argent*, Fasquelle Editeurs, Paris (1954), pgs. 352-353.

⁴⁰ Insiste en estos aspectos SCOTTI CAMUZZI, «Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti», en *La società per azioni come impresa e altri studi in tema di regole giuridiche dell'attività economica*, Milano 1979, pg. 142.

ellas, se reducirá siempre el porcentaje necesario para poder controlar la sociedad (por ejemplo, si se adquiriera el 50 por 100 del capital, para controlar de derecho la sociedad ya no sería preciso disponer del 50 por 100 del capital más una acción, sino que bastaría con el 25 por 100 más una acción).

La experiencia, por otra parte, enseña de nuevo en qué medida se ha utilizado en algunas ocasiones la operación para reforzar el poder de los administradores, sea impidiendo una adquisición alternativa o procurando el rescate de las acciones de grupos hostiles a la administración de la sociedad -las llamadas «minorías molestas»-; sea drenando el número de acciones en circulación, facilitando el control por parte del grupo de mando de la sociedad, al reducir los porcentajes precisos para ello; sea, en fin, colocando o -como se dice en la jerga financiera- «aparcando» las acciones, en operaciones planificadas de compra y posterior venta de acciones propias, en manos de grupos o personas afines, dispuestas a seguir las instrucciones de los administradores o a otorgarles su representación.

En cualquier caso, de nuevo hay que huir en este punto de explicaciones ingenuas, que sobrevaloren el papel de la operación en la perturbación de las relaciones de poder y control en las sociedades anónimas, al menos en las de mayores dimensiones. En las grandes sociedades bursátiles, de capital disperso -sobre ello insistiré más adelante- estas relaciones, como es bien sabido, distan de responder al modelo legal de sociedad anónima, ya que la gran masa de accionistas, lejos de nombrar y controlar a los administradores de la sociedad a través de la Junta general, es más bien dirigida por los propios administradores, que se valen para ello de muy diversas circunstancias y mecanismos (dispersión del accionariado, falta de incentivos y preparación de los accionistas, absentismo de los accionistas, poderes de representación en las Juntas, nombramiento de administradores por el llamado sistema de cooptación, etc) entre los que la autocartera, aun sin desdeñar su importancia, no es sino un factor más⁽⁴¹⁾. En definitiva, con ello quiero decir que no basta con controlar las operaciones sobre acciones propias para evitar estas perturbaciones (si realmente las consideramos así), como no bastaba tampoco con este control para asegurar la solvencia de la sociedad frente a los acreedores sociales.

3. En relación con la posición de los accionistas.

Los peligros de las operaciones sobre acciones propias a los que se ha hecho referencia hasta ahora, lo son tanto para la propia sociedad -para el interés social-, como para sus accionistas y acreedores sociales. No obstante, cabe destacar en cada uno de ellos como principales perjudicados a un grupo de interesados. En el primero de ellos, seguramente los principales perjudicados eran los acreedores de la sociedad, al incidir negativamente la operación sobre la solvencia (publicada) de la sociedad. En el último, este lugar lo ocupan los accionistas, en cuanto la operación alteraba las reglas orgánicas establecidas para la adopción de decisiones y el control de los administradores por parte de la Junta general de accionistas.

Hay un peligro, no obstante, que se sitúa de manera directa sobre los accionis-

⁴¹ V. más adelante en el apartado II, A, 4.

tas, y que merece una atención específica, por más que con frecuencia, como sucede con los demás peligros, suela presentarse en compañía de varios de ellos. Me refiero a las posibilidades que ofrecen las operaciones sobre acciones propias para discriminar entre los accionistas y, en definitiva, vulnerar el principio de igualdad de tratamiento de los accionistas que generalmente viene informando las regulaciones legales del tipo sociedad anónima en el conjunto del Derecho comparado⁽⁴²⁾. La experiencia práctica de utilización de la operación, de nuevo pone de relieve cómo a veces se ha empleado para beneficiar a accionistas próximos al grupo de mando de la sociedad o que le planteaban problemas en cuanto al control de la sociedad -la ya mencionada «minoría molesta»-, obligando a la sociedad a pagarles por sus acciones un precio altamente favorable y al que, en todo caso, se priva de acceder al resto de los accionistas⁽⁴³⁾. En otros casos, cuando la sociedad estaba en una mala situación económica de precrisis o crisis encubierta -«cuando la nave se hunde»-, se ha utilizado para permitir la salida a tiempo de la sociedad de accionistas próximos a la administración, librándoles de una futura pérdida segura, en la misma medida en que se incrementaba el riesgo de los demás accionistas y se resentía aún más la precaria situación económica de la sociedad. Al margen de estas experiencias, no es difícil imaginar otras posibles utilizaciones discriminatorias, como pudieran ser, por ejemplo, la adquisición de acciones no desembolsadas por completo, como sistema de condonación de dividendos pasivos a accionistas favorables; la aplicación desigual de cláusulas de rescate de acciones, cuando las acciones rescatables estén legalmente admitidas o su utilización para permitir reembolsos desiguales de acciones en operaciones de reducción o amortización del capital social.

En el caso de las grandes sociedades bursátiles, la cuestión de nuevo se peculiariza al conectarse con el funcionamiento concurrencial de los mercados bursátiles, y el manejo de información privilegiada, en los términos que se examinan seguidamente.

4. Especialidades en relación con las sociedades bursátiles.

Los peligros mencionados hasta el momento en principio son predicables de toda clase de sociedades anónimas, con independencia de cual sea su tamaño económico, características y número de sus accionistas, etc.. No obstante, como ya se ha advertido, estos peligros se peculiarizan en las grandes sociedades que cotizan en Bolsa. Por otro lado, en relación con estas sociedades, aparecen nuevos peligros de la operación, que no existen o carecen de relevancia en otras sociedades anónimas. Conviene, por tanto, detenerse en el examen de tales peculiaridades y peligros específicos.

a) En cuanto a los peligros genéricos.

aa) En cuanto a los peligros ya mencionados, y en relación con la *incidencia de*

⁴² Sobre estas cuestiones me remito a VELASCO SAN PEDRO, «Acciones propias...» cit., *passim*, trabajo que se refiere monográficamente al principio de paridad de tratamiento de los accionistas y a la incidencia de la adquisición de acciones propias en el mismo.

la operación en la solvencia publicada de la sociedad, debe resaltarse la mayor gravedad que presenta la cuestión en las sociedades bursátiles. En primer lugar, por la especial relevancia que tiene en este ámbito la publicidad de su situación económico-financiera, en cuanto mecanismo de información al público en general, vinculado a su cotización en el mercado. De ahí que el falseamiento de los recursos propios de la sociedad, a que puede conducir una práctica indebida de la operación, pueda afectar a un mayor grupo de interesados, entre los que cabe resaltar tanto a los acreedores sociales, como a los propios accionistas que han adquirido y mantienen en su poder acciones de la sociedad, fiados, entre otros aspectos, de la imagen de solvencia «publicada» de la sociedad.

En segundo lugar, por la circunstancia de que normalmente las sociedades cotizadas suelen estar sobre el papel correctamente capitalizadas (es más, para la admisión a cotización los mercados bursátiles exigen generalmente unos capitales mínimos), con lo que una incidencia negativa de la autocartera en los recursos propios de la sociedad, perjudicará de manera más efectiva las posibilidades de cobrar de sus acreedores sociales.

Finalmente, también incrementa esta gravedad la circunstancia de que las sociedades bursátiles tienen un volumen mucho mayor de capitalización, que encarece de manera muy significativa las adquisiciones de acciones propias de cierta relevancia (por ejemplo, para disuadir a minorías molestas). En este sentido, la experiencia histórica enseña de nuevo como las sociedades de este tipo, cuando se han lanzado a la adquisición sistemática de sus propias acciones, han necesitado emplear importantes recursos económicos para ello, con lo que finalmente la situación de insolvencia producida ha tenido una mayor repercusión económica.

bb) En cuanto al *mantenimiento de las relaciones de poder y control en la sociedad*, cabe notar, como ya se ha adelantado y es bien sabido, los problemas específicos que sobre estas relaciones se plantean en las sociedades bursátiles, particularmente cuando tienen su capital disperso entre una gran masa de accionistas y carecen de un grupo de mando basado en un paquete de control significativo. En estas últimas sociedades -particularmente numerosas en el ámbito angloamericano-, se produce una disociación entre la propiedad, que representan los accionistas, y el poder que ejercen los administradores ejecutivos, como ya señalaron en los años 30 autores hoy clásicos como BERLE y MEANS⁽⁴⁴⁾. Estos administradores ejecutivos adoptan todas las decisiones con una autonomía en la práctica total, ya que la Junta general de accionistas, órgano de representación de la propiedad que en teoría debería controlar su actuación, no ejerce esta función,

⁴³ Esto es precisamente lo que sucedió en España a comienzos de los 90, en relación con las acciones del Banco Central que poseía la sociedad Cartera Central. Después de una dinámica de enfrentamientos entre Cartera Central y el grupo dirigente del Banco Central, en relación con el control de esta entidad, ambas partes resolvieron su contencioso, mediante la adquisición por el propio banco del 12 por 100 de su capital que estaba en poder de Cartera Central. Como consecuencia de esta operación, Cartera Central obtuvo una plusvalía de 7070 millones de pts., en relación con el valor de las acciones según Balance (v. la información que publicó en su pg. 57 el diario «El País» de 8-V-1990).

⁴⁴ Ob. cit., esp. pgs. 89 y ss.. En la doctrina española, entre otros trabajos que se refieren a la cuestión, v. MENENDEZ, *Ensayo sobre la evolución actual de la Sociedad Anónima*, Madrid, 1974 esp. pgs. 37 y ss. y GIRON, «Las reformas varias, pendientes y andantes de la sociedad anónima en España», en *La Ley* (ed. española), n° 2145 (1989), pgs. 1 y ss..

debido a diversos factores, entre los que destacan la referida dispersión de los pequeños accionistas inversores, que plantea importantes problemas de decisión colectiva, y su escaso interés en participar activamente en la adopción de decisiones, por falta de preparación y de incentivos para ello, ya que los llamados costes de agencia -informarse e intervenir activamente- en este caso superan con creces los beneficios que se obtendrían con su intervención⁽⁴⁵⁾.

El ya mencionado proceso del gobierno corporativo de las sociedades, persigue precisamente iluminar soluciones para este problema, que, lógicamente, pasan por restablecer mecanismos de control a la actuación de los administradores ejecutivos, como medio de asegurar la corrección de su actuación y en, definitiva, su dedicación al interés de la sociedad. En la mayoría de las propuestas elaboradas hasta el momento (Informes Cadbury -para el Reino Unido-, Vienot -en Francia-, Olivencia -en España-, etc.), estos controles se quieren introducir revitalizando el papel del Consejo de Administración (*board of directors*) como instancia de supervisión efectiva de los ejecutivos, para lo cual se propone que estos consejos adopten voluntariamente códigos de buena conducta, que serán sometidos a la evaluación de los mercados, como medio para que tomen conciencia de tal función y se adopten por ellos las medidas precisas para su ejercicio pleno. Entre estas medidas, muy numerosas y diversas, destacan, por un lado, la revitalización de la función verificadora de los auditores, estableciendo en los consejos un Comité de Auditoría, y, por otro, la incorporación a los consejos de consejeros externos o independientes⁽⁴⁶⁾.

Asimismo, y partiendo de la gran importancia de los inversores institucionales en algunos mercados y de su creciente activismo, se pretende también estimular a estos peculiares accionistas para que ejerciten efectivamente sus derechos de socio, en la creencia de que pueden desempeñar en la práctica un papel vicario de defensa de los intereses del accionariado en general y, en definitiva, reactivar en alguna medida las hasta ahora ineficientes Juntas generales de accionistas, como mecanismos de control de los administradores⁽⁴⁷⁾.

En este contexto, como ya se ha adelantado, es evidente que un mala práctica en materia de acciones propias, puede ahondar en la ausencia de controles efectivos de los administradores, y en su caso contrarrestar las medidas sugeridas por los documentos del gobierno corporativo. Particularmente grave es la utilización de mecanismos indirectos de colocación de la autocartera, más frecuentes en estas sociedades por razón de dimensión, como pueden ser las participaciones recíprocas conve-nidas, con pacto de intercambio de administradores, la colocación de autocartera en poder de filiales controladas por los administradores o el ya referido «aparcamiento» de acciones propias en personas de confianza. Circunstancias todas ellas, que determinan de nuevo una mayor gravedad de estas actuaciones en las sociedades bursátiles, a las que si cabe hay que pedir mayor transparencia y cuidado que al resto de las sociedades [así se sugiere, como ya se ha adelantado, en el Informe Olivencia].

⁴⁵ Sobre estas cuestiones, v. últimamente TRIAS, *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, Madrid 1998, pgs. 48 y ss. y ARRUÑADA, *Teoría contractual de la empresa*, Madrid 1998, pgs. 402 y ss.

⁴⁶ Sobre estas cuestiones, v. la bibliografía cit. en la nota 3.

⁴⁷ V. TRIAS, ob. cit., esp. pgs. 117 y ss.

cc) En cuanto a los *accionistas*, y el peligro de que las operaciones sobre acciones propias vulneren el principio de paridad de tratamiento de los mismos, debe tenerse en cuenta que en estas sociedades, y en relación con los pequeños accionistas ahorradores o inversionistas, tiene mayor relevancia que su condición de socios -aunque indudablemente lo sean-, la de inversores en el mercado de capitales. Atendida esta última condición desde el Derecho del mercado de capitales o Derecho del mercado de valores, conviene resaltar que, en los ordenamientos más avanzados y en aras a su debida protección, se pretende garantizar el *market egalitarianism* o igualdad de oportunidades de todos los inversores en el mercado (48). A este respecto cabe destacar fundamentalmente las normas que tratan de situar en igualdad de condiciones a todos los inversores en el mercado y que, por una parte, pretenden que todos tengan el mismo nivel de información, al prohibir el *insider trading* o tráfico de iniciados (49), y, por otra, que cuenten con toda la información relevante, al establecer determinadas obligaciones de información a cargo de las entidades emisoras, en particular en lo relativo a la inmediata comunicación al mercado y/o a la autoridad o agencia supervisora de las informaciones significativas. Asimismo la regulación de la «take-over bid» u «oferta pública de adquisición» (OPA), como mecanismo para adquirir el control instantáneo de una sociedad, está informado por estos planteamientos de permitir acceder a todos los accionistas-inversores que lo deseen a tales operaciones y en las mismas condiciones (50).

Así las cosas, y de manera semejante a como sucedía con el principio de igualdad de tratamiento de los accionistas, las operaciones sobre acciones propias en el caso de sociedades cotizadas pueden llegar a vulnerar también el referido *market egalitarianism*. Sintetizando, los principales problemas que pueden suscitarse aquí son básicamente de tres órdenes

1) En primer lugar, la realización de operaciones de adquisición y/o enajenación de acciones propias fuera del mercado bursátil con personas predeterminadas. Estas operaciones, al margen de que objetivamente concedan o no ventajas a los partícipes (normalmente, como enseña la experiencia, las conceden), cabe considerar que vulneran la igualdad de oportunidades de los accionistas-inversores, ya que les priva de acceder a ellas y sus condiciones.

2) En segundo lugar, la realización de operaciones de adquisición o enajenación de acciones propias, aunque se hagan en el mercado bursátil, cuando alguna de las partes cuente con información privilegiada, entendiéndose por tal una que venga referida específicamente a la propia sociedad y que de ser conocida por el público en general afectaría significativamente a la cotización de las acciones. La experiencia suministra de nuevo ejemplos de estas conductas. Así, el ya señalado caso, de utilización de la operación como medio de salvación de accionistas afi-

⁴⁸ V. CARBONETTI, *L'acquisto...* cit., pg. 51 y VELASCO SAN PEDRO, «Acciones propias...» cit., pg. 30.

⁴⁹ Para una primera aproximación a esta cuestión, v., en la doctrina española, ZURITA, *La Oferta Pública de Adquisición (O.P.A.)*, Madrid 1980, pgs. 435 y ss. y en «El régimen español sobre 'insider trading' y la propuesta de Directiva comunitaria», en *Estudios en homenaje a J. Giró*, Iena, Madrid 1991, pgs. 1251 y ss. y MARTINEZ FLOREZ, «El 'status quaestionis' sobre el 'insider trading' en el Derecho federal de los Estados Unidos», en RDM (1991), pgs. 797 y ss..

⁵⁰ V. ZURITA, *La Oferta...* cit., esp. pgs. 62 y ss.. En relación con el régimen jurídico español vigente en la materia, v. la obra colectiva SANCHEZ CALERO, F. (dir.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, 2 vol., Madrid 1993.

nes en una situación de crisis encubierta de la sociedad, no conocida por el mercado en general. En todos estos casos de utilización de información privilegiada, se estaría vulnerando seguramente la prohibición del *insider trading*, de nuevo en perjuicio de la igualdad de oportunidades de todos los inversores en el mercado.

Como sea, conviene precisar que normalmente cuando hay hechos significativos no conocidos todavía por el público, que incidirían en la cotización de las acciones, la propia sociedad tendrá ella misma la condición de *insider*. Es más, como he dicho en otra parte, probablemente será «el 'insider' por antonomasia pues difícilmente podrá encontrarse a alguien distinto a la propia sociedad (a sus administradores), que conozca con mayor detalle todos los aspectos que pueden incidir sobre la cotización de sus acciones»⁽⁵¹⁾. Con ello no quiero decir que una sociedad cotizada nunca deba adquirir o enajenar sus propias acciones, sino que, como cualquier *insider*, cuando haya circunstancias por ella conocidas (por sus administradores) que, de ser divulgadas, incidirían decisivamente sobre sus cotizaciones, debería cuidarse de operar sobre sus propios valores, e insistir una vez más en la peligrosidad de estas operaciones, en este caso como mecanismo de utilización de información privilegiada⁽⁵²⁾.

3) Con todo, el peligro más importante que puede producirse en este ámbito, es el de la utilización de la operación con la finalidad de manipular las cotizaciones. Por su especificidad en las sociedades cotizadas prefiero examinarlo por separado y con mayor detalle. Así se hace seguidamente.

b) Peligros específicos. La manipulación de cotizaciones.

Como es bien sabido, las bolsas son una pieza clave de los actuales sistemas económicos, en cuanto son instrumentos de cierre del ciclo de autofinanciación de las grandes empresas y de canalización del ahorro privado hacia la inversión empresarial. Por otro lado, y por lo que se refiere al menos a las economías más avanzadas y abiertas, como es en particular la de los EE. UU., ejercen además un saludable papel en el control de la actuación de los gestores de las grandes empresas ya que, siendo mercados en los que se puede vender y comprar acciones en cualquier momento y en cualquier proporción, posibilitan la separación de los accionistas no satisfechos con la marcha de la sociedad, con el consiguiente resentimiento de las cotizaciones, e incluso la sustitución del grupo de mando a través del mecanismo de las OPAs hostiles. Aparece aquí la Bolsa como *market for corporate control* o mercado de control societario, al que ya se ha hecho antes referencia, y que de alguna manera palió la inactividad de los órganos sociales en las grandes sociedades bursátiles de capital disperso, para controlar debidamente la actuación de los administradores ejecutivos⁽⁵³⁾.

⁵¹ VELÁSICO SAN PEDRO, «Acciones propias...» cit., pgs. 46-47.

⁵² Mantienen asimismo la aplicabilidad del régimen del «*insider trading*» a la propia sociedad en la adquisición de sus acciones, CARBONETTI, *L'acquisto...* cit., pg. 57 y en «Acquisto di azioni proprie e 'insider trading'», en Riv. Soc. (1989), pgs. 1009 y ss., y VAZQUEZ, ob. cit., pg. 113. En cambio, manifiesta una orientación contraria a esta aplicabilidad, BURCKHARDT, *Der Erwerb eigener Aktien und Stammanteile*, Basel-Frankfurt a. M. 1983, pg. 40.

⁵³ En relación con este mercado y su papel, en referencia a la experiencia norteamericana, v. ARRÚÑADA, ob. cit., pgs. 413 y ss., quien sin embargo duda de que quepa hablar del mismo en los países de la UE, fundamentalmente por el pequeño porcentaje de sociedades bursátiles con capital propiamente disperso (pgs. 417 y ss.).

No es dudoso que para que la Bolsa pueda ejercer con eficiencia estas funciones capitales y, en definitiva, salvaguardar los intereses de los inversores, sus precios deben formarse de manera objetiva. El establecimiento en los ordenamientos más avanzados, después de la crisis de 1929, de agencias de supervisión del mercado, como la SEC norteamericana, tiene precisamente como uno de sus *Leitmotive* garantizar la objetividad de las cotizaciones.

En este contexto, *por principio* debe considerarse que es conducta incompatible con el correcto funcionamiento de las bolsas, cualquier operativa urdida con el propósito de establecer una determinada evolución de las cotizaciones de los valores, diferente de la que naturalmente produciría por sí mismo el mercado. Si detrás de esta operativa está la propia sociedad emisora del valor, la conducta será todavía más inadmisibles, ya que al daño de la manipulación, se unirán ahora los demás peligros de las operaciones sobre acciones propias. En particular cabe destacar, en primer lugar, el ya señalado resentimiento en la solvencia de la sociedad, que afectará doblemente a los inversores que puedan llegar a adquirir sus acciones confiados en su falsa pujanza bursátil. En segundo término, la incidencia negativa de la operación sobre la eficiencia del mercado de control societario, que incrementará los inconvenientes que de por sí puede tener la autocartera, según se ha visto, sobre las relaciones de poder y control en la sociedad. Y, finalmente, la implicación frecuente en estas operaciones especulativas de información privilegiada (por ejemplo, puede tratarse de sostener las cotizaciones como medio de ocultar una crisis de la sociedad).

Por otro lado, una actuación masiva decidida a sostener artificialmente las cotizaciones de una sociedad, no parece que pueda prolongarse indefinidamente. Llegará un momento en que la sociedad se enfrente a un problema que ya no podrá resolver. De una parte, no podrá seguir adquiriendo más acciones y sosteniendo sus cotizaciones conforme vayan agotándose sus recursos financieros. De otra no podrá vender las acciones que ha ido adquiriendo, como medio de recuperar estos recursos, porque de esta forma aumentaría la oferta de títulos y la cotización se hundiría definitivamente. Difícil círculo vicioso que puede terminar en la quiebra.

La historia enseña de nuevo cómo la manipulación de cotizaciones, ha sido un campo habitual de utilización abusiva de las operaciones sobre acciones propias, especialmente por parte de los bancos, lo que es fácilmente explicable dadas las disponibilidades de tesorería de estas entidades y la importancia que tiene el curso de sus acciones para su crédito y, en definitiva, su *imagen de solvencia*. En muchos de los ejemplos que se han señalado hasta el momento, ésta era la finalidad fundamental que animaba las adquisiciones, y las consecuencias fueron no pocas veces desastrosas para la sociedad, sus accionistas y los acreedores sociales⁵⁴).

Conviene advertir, no obstante, que en esta materia cabe introducir algunas matizaciones. En este sentido, no faltan opiniones favorables a permitir alguna actuación de la propia sociedad sobre la cotización de sus acciones, dependiendo de los motivos y el alcance de la intervención. En relación con estos motivos,

⁵⁴ Recientemente en España se han instruido varios expedientes por la Comisión Nacional de Valores, por la presunta manipulación de cotizaciones mediante compras en Bolsa de acciones propias. V. informaciones publicadas en el Diario «El País» de 9-II-1998, pg. 64 y 31-III-98, en relación con las sociedades *Cubiertas* y *Koipe*.

parece claro que no debe darse la misma valoración, por ejemplo, a una actuación que pretenda incrementar las cotizaciones de las acciones para favorecer, pongamos por caso, a un grupo de accionistas con vistas a una enajenación futura de sus acciones⁵⁵); que a una actuación encaminada a corregir una cotización inapropiada propiciada por la actuación de un sindicato especulativo contrario a los intereses sociales. Por otro lado, estos planteamientos no han dejado de tener reflejo en algunas legislaciones, que permiten adquisiciones de acciones propias para evitar daños graves a la sociedad o, más específicamente, como la francesa, que autoriza estas adquisiciones para regularizar cotizaciones, dentro de ciertos límites y con determinadas cautelas.

Estas matizaciones nos acercan a una dialéctica peligro-ventaja, presente en diversas utilizations polémicas de las operaciones sobre acciones propias, que, por razones de sistemática, prefiero examinar conjuntamente en otro lugar de este trabajo⁵⁶). Adelanto, no obstante, y en relación con este punto concreto, mi visión bastante restrictiva en relación con esas posibilidades de actuación de la sociedad en el mercado de sus propias acciones, que sólo veo justificadas en supuestos muy excepcionales de ausencia o de funcionamiento anormal de dicho mercado, y de ninguna manera como instrumento continuado de cuidado de las cotizaciones de la sociedad.

B. Las tendencias legislativas para prevenir peligros.

1. En relación específicamente con los peligros.

La regulación jurídica de las operaciones sobre acciones propias en el conjunto del Derecho comparado, parece encaminada tanto hoy como ayer, a prevenir sus importantes peligros. Sin embargo, desde las primeras regulaciones legales en el siglo XIX, de prohibición absoluta o cuasi absoluta de tales operaciones, paulatinamente se ha ido pasando en la generalidad de los ordenamientos a regulaciones más permisivas que, sin perder un carácter ciertamente restrictivo, autorizan en ciertos casos y con determinadas cautelas, negocios sobre las propias acciones. Un buen ejemplo de estas orientaciones, en cuanto resumen y sintetizaban de alguna manera el estado de la cuestión en el Derecho europeo a mediados de los años 70, lo constituye la referida 2ª Directiva de la CEE en materia de sociedades, donde si bien se prohíbe de forma absoluta la suscripción de acciones propias y la asistencia financiera para su adquisición, se autoriza en cambio a los Estados miembros para que en sus legislaciones permitan, con determinados requisitos o cautelas, la realización de adquisiciones derivativas de acciones propias y de otros negocios sobre acciones propias. En la práctica, la tendencia generalizada de las legislaciones actuales es reconocer estas u otras posibilidades de actuación.

Son fundamentalmente dos las consideraciones de política jurídica que han conducido a esta flexibilización del régimen jurídico de las operaciones sobre

⁵⁵ Este fue presuntamente el objetivo de *Koipe* en su intervención (v. la nota anterior). *Koipe* cotizaba el 26 de febrero de 1997 a 7.000 pts. y el 22 de mayo a 10.000 pts. El 29 de mayo el socio mayoritario puso a la venta el 25 por 100 del capital.

⁵⁶ V. más adelante en el apartado III, B, 1.

acciones propias. Por un lado, la constatación de que siendo importante prevenir los peligros de estas operaciones, ello se puede lograr en muchos casos con técnicas menos drásticas que las puras y duras prohibiciones. Por otra, la consideración de que las operaciones sobre acciones propias, en determinados casos, pueden reportar ventajas para el interés de la sociedad. En muchos casos, ambas tendencias son compatibles por cuanto hay determinadas operaciones sobre acciones propias, que siendo inocuas -es decir, que no producen los peligros reseñados-, ofrecen ventajas para el interés de la sociedad. En otros, ciertamente los menos, la operación no deja de plantear inconvenientes, pero dichos inconvenientes son difícilmente evitables sin producir un mal mayor o, como poco, son menores en sí mismos considerados que los beneficios que reportaría la operación. Es decir, que el legislador permite la operación después de sopesar ventajas e inconvenientes.

Dejemos para más adelante el examen de esta última orientación de política jurídica, cuando se plantee específicamente el tema de las ventajas de la operación y de las técnicas legislativas seguidas para el reconocimiento de excepciones, para centrarnos en este momento en la primera orientación de prevención de peligros, examinando las técnicas que se han venido utilizando a este fin, en el Derecho comparado más caracterizado. En este examen seguiré el mismo orden en el que se expusieron los peligros, planteando, cuando proceda, la crítica de tales técnicas o sus insuficiencias para conseguir los objetivos de política jurídica propuestos.

a) En cuanto a los fondos propios aportados por los accionistas.

Como ya se ha indicado, uno de los puntos que más ha venido preocupando en relación con las operaciones sobre acciones propias, es su posible incidencia negativa sobre el los fondos propios de la sociedad aportados por los accionistas o cifra de capital social. En este ámbito se han generalizado una serie de soluciones en el Derecho comparado, tendentes a desactivar este peligro, que al día de hoy pueden considerarse bastante consolidadas, por más que alguna de ellas tenga un fundamento dudoso o, cuando menos, cuestionable. Estas soluciones podríamos clasificarlas en tres grupos: prohibiciones de adquirir, requisitos para adquirir y requisitos de la tenencia.

aa) En cuanto a las *prohibiciones de adquirir*, deben destacarse fundamentalmente tres. Primera, la prohibición de que las operaciones se realicen con cargo al capital social; segunda, la prohibición de suscribir acciones propias, y, tercera, la prohibición de adquirir acciones no desembolsadas por completo.

El fundamento de la prohibición de realizar adquisiciones de acciones propias con cargo al capital social, es claro y no ofrece dudas: se trata de impedir que la sociedad utilice su patrimonio vinculado para realizar la operación, sin haber seguido previamente el procedimiento de reducción de su capital social⁽⁵⁷⁾.

⁵⁷ Esta prohibición puede considerarse generalizada en el conjunto del Derecho comparado aunque suele manifestarse de forma indirecta, permitiéndose adquirir acciones propias únicamente con el patrimonio no vinculado o en ejecución de un acuerdo de reducción del capital social. V., por ejemplo, los artículos 19, 1, c) y 20, 1, a) de la 2ª Directiva CEE y el artículo 220 de la Ley de sociedades comerciales de Argentina. Se manifiesta expresamente tal prohibición, no obstante, en la «General Corporation Law» de Delaware, section 160 (a), 1.

La prohibición de suscribir acciones propias, por su parte, se ha generalizado en el Derecho europeo a raíz de la 2ª Directiva de la CEE. En esta Directiva, recogiéndose en parte planteamientos procedentes del Derecho alemán⁽⁵⁸⁾, se distinguía entre suscripción o adquisición originaria de acciones propias, con motivo de la constitución de la sociedad o del aumento de su capital, y la adquisición derivativa de acciones propias previamente emitidas. Mientras la primera se prohíbe de manera absoluta (art. 18), la segunda se autoriza en ciertos casos (arts. 19 y 20). El mayor rigor de tratamiento de la suscripción de acciones, doctrinalmente se ha querido justificar argumentando una supuesta mayor peligrosidad de tales adquisiciones originarias, en cuanto afectarían a la cobertura inicial del capital social, y la necesidad de proteger una hipotética *función productiva del capital social*⁽⁵⁹⁾. Esta argumentación, sin embargo, es bastante endeble. En primer lugar, porque la cobertura del capital sólo quedaría afectada, como en las adquisiciones derivativas en general, cuando la operación se realice con cargo al capital. En segundo término, porque la mencionada «función productiva del capital social», no se descubre en la regulación del capital social común al conjunto de los ordenamientos del Derecho comparado de las sociedades anónimas, ya que tales ordenamientos, como se apuntó anteriormente, lejos de exigir que la sociedad disponga de medios materiales adecuados para realizar su objeto, se limitan a asegurar una correcta publicidad de los recursos propios aportados por los socios. Así las cosas, como ya he señalado en diversas ocasiones al referirme a esta distinción, es bastante discutible diferenciar el régimen jurídico de estos dos tipos de adquisiciones, pues los peligros de ambas operaciones resultan en términos generales equivalentes y también lo son, en su caso, las ventajas que eventualmente pudieran resultar de su realización (un ejemplo especialmente oportuno es el de la utilización de la operación para facilitar el reparto de acciones a los trabajadores de la sociedad, que acaso sea incluso más fácilmente realizable en sede de aumento del capital social)⁽⁶⁰⁾.

Por lo que respecta a la prohibición de adquirir acciones no desembolsadas por completo⁽⁶¹⁾, se pretende evitar, por lo que interesa ahora, que la adquisición de acciones propias, conduzca a una condonación de los dividendos pasivos pendientes debida a la confusión de derechos (la sociedad, en relación con esas acciones, reuniría simultáneamente la condición de acreedora y deudora de dichos dividendos pasivos), que afectaría negativamente al capital de la sociedad. Desde este punto de vista, la prohibición ha sido juzgada como excesiva por algún autor,

⁵⁸ La prohibición de la suscripción de acciones propias se venía deduciendo interpretativamente por la doctrina alemana de los principios generales establecidos en la AktG para la suscripción. V. ADLER/DÜRING/SCHMÄLTZ, *Rechnungslegung und Prüfung der Aktiengesellschaft*, 4ª ed., Stuttgart 1968, I, § I, 160, Anm. 96 y BARZ en *Aktiengesetz. Grosskommentar*, 3ª ed., Berlin 1967, I, pg. 539.

⁵⁹ PAZ ARES, «Negocios sobre las propias acciones», en AA. VV., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid 1987, pg. 570

⁶⁰ Una crítica semejante fue ya esbozada en su momento, al analizar la entonces propuesta de 2ª Directiva, por GARCÍA VILLAYERDE, ob. cit., pg. 157, nota 181.

Menos convencen todavía otras explicaciones alternativas, como las que fundamentan la prohibición en la necesidad de que todo aumento contable del capital suponga un incremento de «riqueza» en la sociedad (así, por ejemplo, CARBONETTI, *L'acquisto...* cit., pg. 38 y VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 278 y ss.), y que se caen por su propio peso desde el momento en que se admiten los aumentos con cargo a reservas, que no aportan riqueza alguna a la sociedad.

⁶¹ Esta prohibición también está bastante generalizada, v. por ejemplo el artículo 19, 1, d) de la 2ª Directiva CEE y el artículo 220, 2 de la Ley de sociedades comerciales argentina.

ya que para evitar una consecuencia negativa para el capital, bastaría simplemente con exigir que la sociedad dispusiera de beneficios o reservas libres suficientes para cubrir esos dividendos pasivos, y que se hiciera el correspondiente traspaso al capital⁽⁶²⁾. Con todo, en este caso hay otras razones diferentes, como la posible lesión del principio de igualdad, que justifican en términos generales el mantenimiento de tal prohibición.

bb) Los *requisitos a la adquisición* relacionados con los aspectos que estamos examinando son de variado signo. En algunos casos, se trata de *límites* que tratan de reducir los inconvenientes de las operaciones sobre la solvencia de la sociedad, manteniendo dentro de ciertas proporciones, por decirlo de alguna manera, su coste patrimonial. En este punto, cabe referirse fundamentalmente a los limitaciones que establecen numerosos ordenamientos a la autocartera de la sociedad (el límite más general es el del 10 por 100 del capital social)⁽⁶³⁾. Aunque estas limitaciones cumplen, y quizás preferentemente, como veremos enseguida, otros objetivos de política jurídica, no cabe desdeñar su papel en este punto, al prohibir que la sociedad siga distraendo sus recursos patrimoniales en estas operaciones una vez llegados a estos límites.

En otros supuestos estos requisitos desembocan en *autorizaciones de adquirir*: se permite la operación siempre que se cumplan tales requisitos. Estas autorizaciones son como el reverso de la moneda respecto de las prohibiciones antes examinadas. Hay legislaciones en las que alguna de tales autorizaciones no se formula expresamente, pero se deduce de dichas prohibiciones⁽⁶⁴⁾. En otras, en cambio, se pone el acento en las autorizaciones, de cuyo tenor se deducirían las prohibiciones (generalmente en esta materia se sigue la técnica del *numerus clausus*, con lo que lo no autorizado expresamente por el legislador, está prohibido)⁽⁶⁵⁾.

En cualquier caso, en coherencia con el alcance de las mencionadas prohibiciones y su fundamento, las citadas autorizaciones se refieren a operaciones que por sus características, o bien no tienen ninguna incidencia sobre el patrimonio vinculado al capital o bien, aunque la tengan, se atienen a las reglas generales establecidas para disponer de él, en el marco de la reducción de capital.

En la primera situación están, por un lado, las adquisiciones a título gratuito y, por otro, las adquisiciones con cargo a beneficios o reservas disponibles. En ambos casos no queda afectado el patrimonio vinculado al capital. En el primero porque la sociedad no efectúa desembolso alguno por las acciones y, por consiguiente, la operación en principio carecería de incidencia sobre el patrimonio vinculado⁽⁶⁶⁾, siempre naturalmente que se trate de acciones desembolsadas por

⁶² CARBONETTI, *L'acquisto...* cit., pg. 75.

⁶³ V. el Artículo 19, 1, b) de la 2ª Directiva CEE, que establece como límite máximo el 10 por 100 del capital suscrito, computando las acciones adquiridas con anterioridad y que la sociedad tuviera en su cartera. En el Derecho español, este límite se reduce al 5 por 100 del capital en relación con las sociedades que cotizan en Bolsa (disposición adicional 1ª, 2, de la LSA).

⁶⁴ Así, por ejemplo, se ha venido entendiendo doctrinalmente en el Derecho suizo en relación con la licitud de las adquisiciones gratuitas, no mencionadas en el artículo 659 del Código de las obligaciones en su revisión de 1936 (v. DE STEIGER, *Le droit des sociétés anonymes en Suisse*, trad. francesa, Lausanne 1973, pg. 166).

⁶⁵ Así en el artículo 19 de la 2ª Directiva CEE.

⁶⁶ Lo cual no quiere decir que esta adquisición no represente ningún coste para la sociedad, ya que habitualmente estas adquisiciones estarán sujetas al pago de impuestos por donaciones o sucesiones. Hace una observación semejante BARZ en *Grosskomm. AktG*, cit., I, pg. 552. Con todo esta razón no tiene probablemente entidad suficiente para rechazar la admisibilidad del supuesto.

completo⁽⁶⁷⁾). En el segundo porque se utiliza para ello el patrimonio no vinculado, que sirve de correspondencia a los beneficios o a las reservas distribuibles entre los socios

La autorización de las adquisiciones a título gratuito, está muy generalizada en el conjunto del Derecho comparado, desde hace ya muchos años⁽⁶⁸⁾. La de las adquisiciones con cargo a beneficios o reservas libres, sin necesidad de que la adquisición obedezca a una causa o motivo determinado, ha encontrado en cambio más resistencias, seguramente por entenderse que estas operaciones podían seguir siendo peligrosas en otros planos distintos del patrimonial. Paulatinamente, sin embargo, la admisión de estas adquisiciones ha ido abriéndose camino en el Derecho comparado⁽⁶⁹⁾, aunque ciertamente a costa de ir exigiendo otros requisitos suplementarios, tendentes a desactivar o minimizar sus otros peligros, como han sido, particularmente, la autorización de la Junta y que no excedan del límite del 10 por 100 del capital⁽⁷⁰⁾. Los últimos ordenamiento que, por el momento, se han incorporado a esta tendencia son los Derechos suizo y alemán, que en su últimas reformas permiten ya adquisiciones descausalizadas, con cargo a beneficios o reservas repartibles⁽⁷¹⁾. Sigue habiendo, no obstante, ordenamientos más rigurosos que únicamente permiten estas adquisiciones en determinados casos⁽⁷²⁾.

En la segunda situación estarían las adquisiciones realizadas con la finalidad de reducir el capital, siempre que se siga el procedimiento establecido legalmente para esta variación del capital social. Aunque aquí la operación afecta al patrimonio vinculado, se palián sus inconvenientes, al seguirse las reglas garantistas de los procedimientos generales establecidos para reducir el capital social (acuerdo de la Junta, publicidad, derecho de oposición de los acreedores o técnica equivalente, etc.). De ahí que su autorización sea también prácticamente generalizada en el Derecho comparado⁽⁷³⁾.

cc) Los ordenamientos más avanzados no se limitan a formular prohibiciones o, en su caso autorizaciones, sino que asimismo establecen determinados *requisi-*

⁶⁷ A este respecto suele exigirse expresamente esta circunstancia para la autorización de la operación. V., por ejemplo, el artículo 20, 1, c) de la 2ª Directiva CEE.

⁶⁸ No se recoge, sin embargo, en el ya referido artículo 220 de la Ley de sociedades comerciales de Argentina.

⁶⁹ El primer texto legal que autorizó estas operaciones fue el artículo 144 del Código de comercio italiano de 1882.

⁷⁰ Así en los artículos 75, 3º de la LSA española; 2357, 1 del Código civil italiano y 317, 4 del Código de sociedades comerciales portugués. Más liberales se muestran, no exigiendo requisitos suplementarios, el artículo 30, 1, b) de la Ley de sociedades por acciones brasileña y la section 160 (a), 1 de la «General Corporation Law» de Delaware.

⁷¹ En el Derecho suizo el actual artículo 659 del Código de las obligaciones, después de su reforma en 1991, permite adquirir acciones propias si la sociedad «dispone libremente de una parte de sus fondos propios equivalente al montante del gasto necesario y si el valor nominal del conjunto de estas acciones no sobrepasa del diez por ciento del capital-acciones». En Alemania, la KonTraG de 1998, ha reformado el artículo 71, 1 de la AktG permitiéndose ahora una adquisición descausalizada con determinados requisitos (autorización de la Junta, límite del 10 por 100 del capital, aplicación del principio de igualdad, con cargo a beneficios o reservas repartibles, etc.), aunque excluyéndose como finalidad de la adquisición comerciar con las acciones propias («*Als Zweck ist der Handel in eigener Aktien ausgeschlossen*») (nuevo § 71, I, 8º).

⁷² Este es el caso del Derecho argentino, cuyo artículo 220, 2 de la Ley de sociedades comerciales, sólo permite estas adquisiciones para evitar un daño grave a la sociedad.

⁷³ Por ejemplo, artículo 20, 1, a) de la 2ª Directiva CEE, al que siguen las legislaciones de los estados de la UE incorporando con generalidad la excepción, y artículo 220, 1 de la Ley de sociedades comerciales de Argentina.

tos en relación con la tenencia de acciones propias, cuya finalidad asimismo es desactivar posibles efectos negativos de estas operaciones sobre los fondos propios aportados por los accionistas y su solvencia.

Fundamentalmente deben destacarse aquí las medidas encaminadas a evitar que las acciones adquiridas figuren en el balance, como si se tratara de un elemento patrimonial más de la sociedad. Con ello se quiere evitar una imagen distorsionada, como ya se adelantó en su momento, de la solvencia y composición de los fondos propios aportados por los accionistas y, más en concreto, que la operación pueda acabar afectando negativamente al patrimonio vinculado, aunque inicialmente se haya realizado a título gratuito o con el patrimonio libre de la sociedad (con cargo a beneficios o reservas). A estos efectos, conviene advertir que dicha situación se producirá siempre que las acciones propias, debido a ulteriores repartos de beneficios o reservas, o por registrar pérdidas la sociedad, acaben sirviendo de cobertura a la cifra del capital social (74).

¿Cuáles son esas medidas? En primer término, la imposición de la amortización forzosa de las acciones adquiridas, con la consiguiente reducción del capital social. Esta medida, vinculada inicialmente a las adquisiciones con la finalidad de reducir el capital social, en algunos ordenamientos tiene o ha tenido, para ser más precisos, un alcance más general, imponiéndose a todas las adquisiciones de acciones propias o a alguna categoría de las mismas (75). Obligando a anular las acciones, es evidente que se impide que la sociedad contabilice las mismas como un activo más y que puedan acabar sirviendo de cobertura al capital social. Con todo, es una medida que, fuera de algunos supuestos, en que ciertamente está justificada (esto sucede, en particular, con las adquisiciones para reducir el capital, donde viene exigida por la propia lógica de la operación), resulta excesiva ya que se puede conseguir la misma finalidad, como se verá enseguida, con medios menos radicales que, al permitir la conservación de las acciones en poder de la sociedad, a su vez permiten algunas utilidades ventajosas de la autocarartera, vedadas en los casos de anulación forzosa.

Más proporcionada se presenta, a este respecto, la segunda medida, establecida por alguna legislación, que prohíbe que las acciones propias se contabilicen en el balance de la sociedad, debiéndose consignar únicamente en la memoria del ejercicio (76), o su alternativa, sugerida por algunos planteamientos doctrinales a falta de previsión legislativa, de que si figuran en el balance, lo sean únicamente *pro memoria* (77). En ambos casos, se sigue impidiendo la consideración de dichas acciones como un elemento patrimonial efectivo y, más en concreto, que puedan servir de cobertura al capital social, distorsionando la publicidad de los fondos propios aportados por los socios, pero sin necesidad de anularlas.

Otra medida alternativa, y probablemente más generalizada en estos momen-

⁷⁴ Esta consecuencia era ya advertida por DE GREGORIO, «L'acquisto delle azioni di una società per conto della stessa società», en *Studi di diritto commerciale in o. C. Vivante*, Roma 1931, II, pg. 395.

⁷⁵ Así sucedía, por ejemplo, en el ya derogado artículo 47, 2 de la LSA española de 1951, que imponía la amortización si las acciones se adquirían por compra o permuta.

⁷⁶ Este había sido tradicionalmente el planteamiento de la legislación suiza, seguido en el Código de las obligaciones de 1884 (artículo 628, III) y en su revisión de 1936 (artículo 659, IV), y que ha sido abandonado después de la reforma de 1991, en favor del sistema de constitución de una reserva especial que se explica en el texto a continuación (nuevo artículo 659a, 2). El artículo 22, 1, b) de la 2ª Directiva CEE, permite a las legislaciones de los Estados miembros adoptar este sistema.

⁷⁷ Entre otros autores mantenía este planteamiento GIRON, *Derecho de sociedades anónimas*, Valladolid 1952, pg. 244, bajo la LSA española de 1951.

tos, es la de hacer figurar las acciones propias en el activo del balance, pero dentro de una rúbrica especial, obligando correlativamente a establecer en el pasivo una reserva especial de carácter indisponible, correspondiente a su importe, y que deberá mantenerse mientras las acciones permanezcan en poder de la sociedad (78). Con estas reglas se desactiva en buena parte el referido inconveniente de que se pueda considerar erróneamente a las acciones propias como un activo patrimonial más, ya que se destacan específicamente en el balance, con rúbricas especiales de activo y pasivo. Asimismo, la posibilidad de que estas acciones puedan servir de cobertura al capital, ya que inicialmente sólo pueden respaldar a la reserva especial que debe establecerse en el pasivo. Con todo, el grado de protección que otorga en este último aspecto es inferior al de la medida que se examinó anteriormente, pues al contrabalancearse las acciones propias con una reserva, parece que, como todas las reservas, incluida la legal, podrá emplearse para absorber pérdidas, por lo que en una situación de este tipo, las acciones propias podrían acabar respaldando a la cifra del capital social, contradiciendo el objetivo de política jurídica que se persigue (79).

Por último, también deben considerarse vinculados a estos objetivos de política jurídica, aunque como se verá más adelante cumplan también otras finalidades, las exigencias de publicidad que se imponen en algunos ordenamientos a estas operaciones, sea en el marco de las cuentas anuales de la sociedad, o en el de los documentos complementarios que deben acompañarlas. En este sentido, por ejemplo, cabe referirse a la exigencia, establecida en el artículo 22, 2, de la 2ª Directiva de la CEE en materia de sociedades, de que se dé cuenta en el informe de gestión, que deben acompañar los administradores en la presentación de las cuentas anuales, de determinados aspectos, que se consideran sustanciales, de estas operaciones (motivos de las adquisiciones y enajenaciones durante el ejercicio, número y valor nominal de las acciones adquiridas y enajenadas, etc.). De esta manera, al menos en teoría, se reducirán los efectos perniciosos que, como se ha señalado reiteradamente, puede producir la realización de estas operaciones sobre la publicidad de los fondos propios aportados por los accionistas.

b) En cuanto a la posición y facultades de los administradores.

Por lo que se refiere a los inconvenientes y peligros de la autocartera, respecto a las relaciones de poder y control dentro de la sociedad, las medidas que se adoptan por las legislaciones inciden fundamentalmente sobre las facultades de los administradores, como por otra parte resulta lógico ya que se trata ahora de prevenir específicamente sus abusos.

En primer término, cabe destacar la tendencia legislativa a que, cuando menos, la Junta general de accionistas supervise la realización de las operaciones de ad-

⁷⁸ El ya citado artículo 22, 1, b) de la 2ª Directiva CEE, impone este sistema si se contabilizan las acciones en el activo del balance, y es en estos momentos el sistema más generalizado seguido, entre otras, por las legislaciones española -artículo 79, 3º de la LSA-, alemana -§§ 71, II y 150 a de la AktG-, portuguesa -artículo 324, 1º del Código de sociedades comerciales-, italiana -artículo 2357 ter, 3-, francesa -artículo 217-3, III de la Ley de sociedades comerciales- y suiza -artículo 659a, 2 del Código de las obligaciones-.

⁷⁹ Esta circunstancia era ya observada por IANNUZZI, «Osservazioni sul progetto di seconda direttiva in tema di armonizzazione del diritto societario», en Riv. Soc. (1971), pgs. 651-652, al criticar la solución seguida en este punto por la 2ª Directiva CEE (en aquel momento proyecto).

III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa (Buenos Aires, 1998).
 quisición. En algún ordenamiento incluso, por disposición legal expresa o interpretación doctrinal, se llegó a atribuir la facultad de decidir estas operaciones a la misma Junta general de accionistas⁽⁸⁰⁾. Sin embargo, la tendencia más extendida en estos momentos es la de requerir únicamente la previa autorización de la Junta para que los administradores puedan efectuar tales operaciones. Esta es la posición que se recoge en el artículo 19, 1, a) de la 2ª Directiva, donde se limita temporalmente la autorización a un periodo máximo de 18 meses y, además, se modaliza de manera detallada las circunstancias que debe contener la autorización (plazo, contraprestación a pagar, etc.), reduciéndose el arbitrio de los administradores en esta materia, y, por consiguiente, sus posibilidades para realizar maniobras abusivas. La reciente reforma de algún Derecho europeo en este punto, como el alemán, donde se llegó a plantear que la autorización de la Junta precisase además el propósito (*Zweck*), así como amplios detalles (*weitere Einzelheiten*) de las operaciones a realizar, aunque finalmente no prosperase, revela hasta qué punto se sigue considerando importante seguir limitando todavía más la capacidad de decisión de los administradores al respecto⁽⁸¹⁾.

En segundo lugar, el establecimiento, ya mencionado, de límites al número de acciones propias que puede mantener la sociedad en su poder (generalmente establecido en el 10 por 100 del capital) y cuya finalidad fundamental parece ser la de situar la autocartera dentro de unos niveles que no sean significativos en cuanto a los porcentajes precisos para controlar la sociedad⁽⁸²⁾. En esta misma línea de reducir las perturbaciones que puede producir la autocartera sobre el control de la sociedad, está la disposición de algún ordenamiento, como el español, que obliga a tomar en consideración a las acciones propias a la hora de calcular las cuotas necesarias para la constitución y adopción de acuerdos por la Junta⁽⁸³⁾, y cuya justificación es la de impedir que se adopten acuerdos por un porcentaje de acciones inferior a los que la Ley requiere con carácter general⁽⁸⁴⁾.

Otra medida cuyas implicaciones de política jurídica se sitúan fundamentalmente en el punto que estamos examinando, y que está ampliamente consolidada en el conjunto del Derecho comparado, es la de suspensión de los derechos correspondientes a las acciones propias mientras estén en poder de la sociedad. En algunos ordenamientos esta suspensión se circunscribe expresamente al derecho de voto, que es el que lógicamente incide de manera directa sobre el control de la sociedad⁽⁸⁵⁾. En otros, en cambio, tiene un alcance general, en referencia a todos los derechos de socio, incluidos los económicos⁽⁸⁶⁾. Me parece preferible esta

⁸⁰ V., en relación con el ya derogado artículo 47 de la LSA española de 1951, VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pgs. 258 y ss..

⁸¹ La reforma que pretendía introducir estas precisiones en la nueva redacción del ya mencionado § 71, I, 8 de la AktG (v. FLORES, «La adquisición...» cit., pg. 526), finalmente no llegó a prosperar en el texto aprobado por el Bundestag.

Por otro lado, en algún Derecho se exige también esta autorización de la Junta para proceder a la enajenación (por ejemplo, en el artículo 2357 ter, 1 del Código civil italiano).

⁸² Así también CARBONETTI, *L'acquisto...* cit., pg. 40.

⁸³ Artículo 79, 2ª de la LSA.

⁸⁴ PAZ ARES, «Negocios...» cit., pgs. 562 y ss..

⁸⁵ El artículo 22, 1, a) de la 2ª Directiva CEE sólo exige que se suspenda este derecho, y así se hacía, por ejemplo, por el Derecho italiano, anterior a la reforma de 1986 (viejo art. 2357, 2 del Código civil), y se hace ahora en el artículo 659a, 1 del Código de las obligaciones suizo y en la section 160 (c) de la «General Corporation Law» de Delaware.

⁸⁶ Así se ha venido estableciendo en el Derecho español desde la LSA de 1951 -cuyo artículo 47, 3 disponía

última solución, porque la improductividad de las acciones propias desalentará la existencia de autocarteras elevadas y/o permanentes en la sociedad, y, por consiguiente, reducirá las perturbaciones que inevitablemente siempre produce la tenencia de acciones propias sobre las relaciones de poder y control en la sociedad.

Asimismo se sitúa en este plano la ya señalada obligación, que se impone en la 2ª Directiva de la CEE, de que los administradores den cuenta justificada de las actuaciones de la sociedad en materia de acciones propias, en su informe de gestión anual. Esta medida no sólo significa publicidad, sino que de alguna manera está exigiendo a los administradores que justifiquen su actuación en esta materia, con la consiguiente transcendencia que ello puede tener para su autolimitación, así como para valorar sus eventuales responsabilidades.

Por último, constituye también una tendencia legislativa bastante extendida entre los ordenamientos más avanzados, la de establecer sanciones penales o administrativas, a cargo de los administradores que infrinjan las reglas en materia de autocartera. Aunque evidentemente estas medidas, a las que me referiré con más detalle ulteriormente, tienen finalidades de política jurídica más amplias, de control general de estas operaciones, no cabe duda que incidirán sobre todo en este punto, al servir de prevención general a los abusos de los administradores en materia de acciones propias⁽⁸⁷⁾.

c) En cuanto a la igualdad de los accionistas.

Evitar que las operaciones sobre acciones propias lesionen el principio de igualdad de tratamiento de los accionistas, es otra de las tendencias legislativas presente en algunos ordenamientos del Derecho comparado, si bien aquí, como se verá en seguida, estas medidas adolecen de ciertas imprecisiones o insuficiencias, que debieran de ser remedjadas. Hasta la fecha las medidas legales en este punto han sido fundamentalmente de dos tipos.

En primer lugar, hay algunos ordenamientos que han establecido legalmente como cláusula general, que limita la actuación de los órganos de la sociedad, la igualdad de tratamiento de los accionistas. De alguna manera ésta era la vía sugerida por la 2ª Directiva de la CEE que, tras regular las materias atinentes al régimen del capital social, entre ellas las relativas a las acciones propias, señalaba en su artículo 42 que «para la aplicación de la presente Directiva, las legislaciones de los Estados miembros garantizarán un trato igual de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas». Con fundamento en esta cláusula general o, en los ordenamientos donde no se formula expresamente, en la existencia de un principio general con este mismo contenido, deducido interpretativamente, se ha venido entendiendo que la sociedad, a la hora de adquirir o enajenar sus propias acciones, debería utilizar procedimientos que respeten la igualdad de trato entre los accionistas, como la oferta a todos los socios o la realización de las operacio-

que «quedará en suspenso el ejercicio de los derechos incorporados a las acciones que posea la sociedad», hasta la LSA de 1989 -cuyo artículo 79, 1º, con fórmula equivalente pero más precisa, señala ahora que «quedará en suspenso el ejercicio del derecho de voto y de los demás derechos políticos incorporados a las acciones propias y a las de la sociedad dominante. Los derechos económicos -continua- inherentes a las acciones propias, excepción hecha del derecho a la asignación gratuita de nuevas acciones, serán atribuidas proporcionalmente al resto de las acciones»-.

⁸⁷ V. el apartado II, B, 2, c).

nes en la Bolsa, si se trata de una sociedad cotizada⁽⁸⁹⁾). La reciente reforma del Derecho alemán, insiste en esta línea al disponerse ahora expresamente en el § 71, I, 8° de la AktG, en relación con la nueva excepción descausalizada de adquirir acciones propias que asimismo introduce, que la cláusula general de igualdad de tratamiento (establecida inicialmente en el § 53 a de la AktG) se aplicará a la adquisición y enajenación de acciones propias, siendo suficiente para las sociedades cotizadas, aplicar la normativa de la Bolsa⁽⁸⁹⁾. Planteamientos a los que ya obedecía el Derecho portugués, que en el artículo 321 de su Código de las sociedades comerciales de 1986, establece que «las adquisiciones o enajenaciones de acciones propias deben respetar el principio de igualdad de tratamiento de los accionistas, salvo que lo impida la propia naturaleza del caso», en una norma de alcance más amplio, aunque ciertamente algo más inconcreta.

Mayor concreción presenta la medida legal adoptada por algún ordenamiento, como el francés o el español, obligando a la sociedad a realizar una oferta de adquisición a todos sus accionistas, como medio de garantizar su igualdad de tratamiento, cuando ésta acuerde reducir el capital social mediante la adquisición de acciones propias⁽⁹⁰⁾. En el Derecho francés, además, fuera de algunos supuestos excepcionales, sólo se permite la realización de la operación en Bolsa con la finalidad de regularizar las cotizaciones⁽⁹¹⁾.

También es una medida concreta, relacionada en este caso con la enajenación, la disposición del Derecho argentino que extiende la aplicación de las reglas del derecho de suscripción preferente a la cesión por la sociedad de las acciones propias⁽⁹²⁾.

Así las cosas, las medidas hasta ahora adoptadas, o son, como en el primer supuesto que se ha examinado, demasiado generales, con lo que se suscitan los inevitables problemas de interpretación jurídica, con su correspondiente coste en seguridad jurídica; o, como en el segundo, demasiado concretas y circunscritas a supuestos puntuales de adquisición, cuando son diversos los que pueden producirse en la práctica e implicar asimismo lesiones a la paridad de tratamiento. En este campo habría que hacer esfuerzos para establecer normas más detalladas, modalizando cuando menos los procedimientos que se puede utilizar para adquirir y, en su caso, enajenar acciones propias, así como para determinar los correspondientes precios (oferta pública, subasta, Bolsa, etc.)

d) La situación de las sociedades cotizadas.

Mención aparte merecen las medidas adoptadas en relación específicamente con las sociedades cotizadas. Como ya indiqué anteriormente, hay elementos de juicio suficientes para considerar que la realización de estas operaciones por so-

⁸⁸ Sobre estos temas *in extenso* v. VELASCO SAN PEDRO, «Acciones propias e igualdad de los accionistas...» cit., *passim*, con ulteriores referencias al Derecho comparado.

⁸⁹ Nuevo artículo 71, I, 8° de la AktG, introducido por la KonTraG de 1998.

⁹⁰ Para el Derecho español, el artículo 170 de la LSA española, y, para el francés, el artículo 181 del Decreto de 23-III-1967, en relación con el artículo 217 de la Ley de sociedades comerciales y .

⁹¹ Artículo 217-2 de la Ley de sociedades comerciales. V. RIPERT/ROBLLOT, *Droit commercial*, 14ª ed., Paris 1991, I, pgs. 872 y ss..

⁹² Artículo 221 de la Ley de sociedades comerciales. Doctrinalmente se ha considerado por algún autor como una disposición excesiva, ya que no se darían aquí las razones que fundamentan el derecho de suscripción

VII Congreso Argentino de Derecho Societario,
III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa (Buenos Aires, 1998)

ciudades cotizadas conlleva, en general, mayores peligros e inconvenientes que en el resto de las sociedades anónimas, y esta circunstancia no ha dejado de pasar desapercibida para alguna de las legislaciones más recientes, donde se establecen medidas específicas para estas sociedades, sin perjuicio, de que alguna de las generales, tengan su más apropiada aplicación en relación con ellas.

aa) Comenzando por estas últimas *medidas generales*, y en relación específicamente con la manipulación de cotizaciones, cabe recordar medidas ya examinadas, que también inciden en este aspecto. En concreto las siguientes:

En primer lugar el requisito de que haya autorización previa de la Junta para realizar la operación, así como la imposición de obligaciones de publicidad sobre las adquisiciones realizadas y la autocartera. Indirectamente en el primer caso, por la publicidad legal que suele exigirse a las convocatorias de la Junta, y directamente en el segundo, se está produciendo de este modo una *disclosure* o revelación a los accionistas y al público en general, de que la sociedad va a adquirir o ha adquirido acciones propias, que cabe pensar que contribuirá a reducir los riesgos de manipulación de cotizaciones.

En segundo término, la exigencia ya mencionada, presente históricamente en algunos ordenamientos, de que las acciones se amortizasen y que, al margen de ser medida seguramente poco proporcionada, reducía los riesgos de la especulación, al evitar la creación con las acciones que se vayan adquiriendo de fondos permanentes de maniobra⁽⁹³⁾.

Asimismo el establecimiento de límites a la autocartera que puede conservar la sociedad en su poder, técnica muy extendida en el conjunto del Derecho comparado y que lógicamente también reduce las posibilidades de actuación de la sociedad en el mercado.

De la misma manera, la invocación de la cláusula o el principio general de paridad de tratamiento de los accionistas que, entre otras cosas, conducirá en las sociedades cotizadas a entender que inicialmente tendrían que hacer sus adquisiciones y enajenaciones dentro del mercado bursátil, como medio de garantizar la igualdad de trato.

Finalmente, la suspensión de los derechos correspondientes a las acciones propias, que asimismo desincentivará, al menos en teoría, la adquisición de estas acciones por parte de las sociedades cotizadas, dada su improductividad⁽⁹⁴⁾.

preferente en los aumentos de capital, y se podrían controlar los abusos con medidas menos perturbadoras (v. PAOLANTONIO, «El derecho de suscripción preferente y las acciones en cartera de la sociedad. La enajenación de la autocartera», en AA. VV., *Derecho societario argentino e iberoamericano*, Buenos Aires 1996, pgs. 65 y ss.).

⁹³ Esta era la justificación que, al menos en teoría, se daba a la obligación de amortizar las acciones cuando se adquirieran por compra o permuta, que se imponía en el Derecho español en el ya derogado artículo 47, 2 de la LSA de 1951 (v. VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pg. 257). Curiosamente en la actualidad, cuando ya no se exige esta amortización, se están dando bastantes casos de sociedades bursátiles españolas (principalmente bancos) que están recurriendo a la amortización con la consiguiente reducción de su capital, como sistema de eliminación de la autocartera, sin que por ello dejen de habilitarse autorizaciones, a veces incluso en la misma Junta, para seguir adquiriendo acciones propias. Aun sin haber analizado en detalle el fenómeno, ello puede ser indicativo de la escasa capacidad de la amortización para cortar en la práctica la operativa en materia de acciones propias (y por consiguiente sus peligros, en especial el de manipulación bursátil), máxime habida cuenta de la facilidad con que pueden elevar su capital las sociedades anónimas mediante el expediente del capital autorizado. Lo cual, en definitiva, redundaría en la conveniencia de buscar otros mecanismos de control que sean más apropiados.

⁹⁴ Así lo entendía ya URÍA en GARRIGUES/URÍA, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, 3ª ed. (revisada por MENENDEZ/OLIVENCIA), Madrid 1976, I, pg. 545.

bb) Por lo que respecta a las *medidas específicas*, deben resaltar-se fundamentalmente dos. En primer término, los especiales deberes de información a las agencias supervisoras del mercado, que algunas legislaciones imponen a las sociedades cotizadas, en materia de autocartera⁽⁹⁵⁾. Estos deberes de información, superiores a los establecidos para las sociedades anónimas en general, redundarán en una mayor transparencia del mercado, reduciendo aún más las «virtudes» especulativas de estas operaciones, a la vez que servirán para alertar a las autoridades de control del mercado en relación con una operativa inapropiada en esta materia (siempre naturalmente que se cumplan).

Asimismo es una medida específica adoptada por algún ordenamiento, como el español, reducir el límite de acciones que puede mantener la sociedad en su poder, cuando se trata de una sociedad cotizada, con lo que se reducirán aún más sus posibilidades de intervención indebida en el mercado y los efectos perturbadores de la autocartera sobre el control de la sociedad. En concreto, en este Derecho se reduce el límite general del 10 por 100 del capital, al 5 por 100 cuando se trata de una sociedad cotizada (disposición adicional 1º, 2º, de la LSA).

El juicio que merecen en su conjunto las anteriores medidas, tanto las generales como las específicas, es de cierta insuficiencia para controlar todos los aspectos negativos de las operaciones sobre acciones propias cuando son practicadas por sociedades cotizadas. Es más, alguna de las medidas de tipo general, tiene un alcance bastante limitado en relación con estas sociedades. Estoy pensando, por ejemplo, en el requisito de la autorización de la Junta. A lo sumo esta medida, como se acaba de apuntar, puede contribuir a la *disclosure* incrementando la transparencia del mercado. Sin embargo, no hay que hacerse ilusiones de que realmente sirva para controlar o recortar el poder de los administradores en estas sociedades, habida cuenta de las insuficiencias de la Junta en orden al control de la administración social, en las grandes sociedades bursátiles de capital disperso, según es sobradamente conocido y se ha señalado ya. De hecho las cláusulas de autorización, han pasado a ser componente rutinario de las convocatorias ordinarias de las juntas generales de accionistas en buena parte de estas sociedades⁽⁹⁶⁾.

Con todo, y sin perjuicio de que tales medidas pudieran acaso perfeccionarse desde el Derecho de sociedades, en particular por lo que atañe a la aplicación de la regla de la paridad de tratamiento de los accionistas, entiendo que el control de las operaciones sobre acciones propias en las sociedades cotizadas, tiene que venir fundamentalmente desde la decidida aplicación del Derecho del mercado de valores (lógicamente donde exista un Derecho en la materia conveniente), cuyas disposiciones empleadas a fondo debieran de ser suficientes para cerrar el control en esta materia. En particular, de aquéllas que sancionan, por utilizar los términos de la legislación española, «el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores»⁽⁹⁷⁾, y la utilización de informa-

⁹⁵ Por ejemplo, en el Derecho español, la disposición adicional 1ª, 1 de la LSA obliga a informar a la CNMV de todas las adquisiciones de acciones propias que superen el 1 por 100 de su capital. En el Derecho argentino, con disposición más rigurosa, el punto 2.1.4., artículo 11, de las Normas de la Comisión Nacional de Valores, cuando el órgano de administración decida adquirir acciones propias en los términos del artículo 220, 2 de la Ley de sociedades comerciales, obliga a informar «a la Comisión y a la(s) entidad(es) autorregulada(s) en que las acciones se encuentren inscriptas, en los términos indicados en el Capítulo 'Transparencia en el Ambito de la Oferta Pública', indicando los motivos de dicha decisión».

⁹⁶ Al menos por lo que respecta a España.

⁹⁷ Artículo 99, i) de la Ley del Mercado de Valores.

ción privilegiada⁹⁸). Y aquí debe llamarse la atención de las agencias de supervisión del mercado, para que vigilen con especial celo la operativa de las sociedades cotizadas en materia de acciones propias, habida cuenta de su señalada peligrosidad.

2. De control general de la operación y de eficacia de la disciplina jurídica.

En la evolución de la regulación legal de la adquisición de acciones propias, la ya señalada flexibilización de su régimen jurídico, para permitir un campo de actuación más o menos amplio de la sociedad en este punto, ha venido a coincidir con un movimiento en cierta forma de signo contrario, de incremento sustancial de las cautelas y los controles sobre estas operaciones, cuya finalidad es evitar que se sortee dicho régimen, mediante personas interpuestas o la realización de operaciones económicamente equivalentes o que pueden producir inconvenientes semejantes. Vistas así las cosas, en muchos ordenamientos el régimen jurídico lejos de relajarse, en la práctica se ha convertido en más riguroso, al cerrar portillos de actuación a las sociedades que eran posibles en un marco de menor control. Un ejemplo bastante característico de esta situación lo tenemos en la legislación española. Los regímenes jurídicos establecidos, primero, bajo el Código de comercio de 1885 y, luego, la Ley de sociedades anónimas de 1951, eran aparentemente bastante rigurosos, pero en la práctica consentían un amplio margen de maniobra a las sociedades y sus administradores, al no establecer instrumentos de control para las adquisiciones realizadas por filiales y las participaciones recíprocas de capital⁹⁹. Se comprende que las normas actuales, surgidas de la reforma de 1989, aunque reconozcan más excepciones a la prohibición de adquirir, en el fondo sean más estrictas al haber establecido mecanismos para controlar esa operativa indirecta. El mismo proceso creo que se ha producido en el conjunto del Derecho europeo.

A continuación voy a examinar con brevedad las tendencias actuales en materia de control de las operaciones sobre acciones propias.

a) El control de otros negocios sobre acciones propias y operaciones de efectos equivalentes. Las participaciones recíprocas de capital.

Un primer campo de actuación de las legislaciones en el punto que ahora nos ocupa, fue el de extender las disposiciones sobre adquisición de acciones propias a otros negocios sobre las mismas. Curiosamente en alguna legislación, y me refiero de nuevo a España, la regulación legal de las adquisiciones de acciones propias, fué precedida por la de la prenda de acciones propias, en función de sus particulares circunstancias históricas. El movimiento habitual, sin embargo, normalmente ha sido el contrario. En un primer momento se regulaba la adquisición, para posteriormente ocuparse de otros negocios, como la prenda de acciones propias, los anticipos sobre acciones propias y otros negocios con garantía de acciones propias, y más recientemente, la asistencia financiera para adquirir, en el en-

⁹⁸ En el Derecho español, los artículos 81 y 99, o) de la Ley del Mercado de Valores, y 285 del Código Penal.

⁹⁹ La cuestión fue ampliamente criticada por la doctrina anterior. Por todos, v. VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pgs. 198 y ss..

tendimiento de que podían conducir a una adquisición de acciones propias o producir en la práctica consecuencias equivalentes (100).

La inclusión de estos negocios en el régimen restrictivo de las adquisiciones de acciones propias, se ha venido realizando con diversas técnicas. En algunos casos se ha configurado un régimen autónomo, normalmente de prohibición absoluta de estos negocios (101); en otros, seguramente de manera más acorde con las finalidades de política jurídica que se persiguen, se ha optado por extender el mismo régimen jurídico de las adquisiciones (102). El fundamento de estas disposiciones, sean del signo que sea, no ha dejado, sin embargo, de ser motivo de discusión doctrinal, ya que no han faltado voces que han encontrado injustificada esta extensión de régimen, en relación con alguno de estos negocios, en particular la prenda de acciones propias (103) y, más recientemente, de la asistencia financiera para adquirir (104). No es este marco adecuado para revisar esas posiciones y las tendencias legislativas en este punto. Con todo, entiendo que el adecuado control de la adquisición de acciones propias, obliga a cerrar portillos de escape, que permitirían obtener resultados equivalentes a los de una adquisición propiamente dicha (105).

Particular atención merece el problema de las *participaciones recíprocas de capital*. En su supuesto más elemental, se produce una situación de este tipo, cuando entre dos sociedades existe un cruce de participaciones sociales, de manera que cada una es socia de la otra: A participa en B y B en A. No obstante, también merecen esta consideración supuestos más complejos, como la llamada «rueda» de sociedades -por ejemplo, A participa en B, B en C, C en D, D en E y E en A, cerrando la rueda-, en la que además puede haber ulteriores cruces de participaciones -por ejemplo, D participa en B-.

Las participaciones recíprocas de capital, aunque son una operación diferente a la adquisición de acciones propias, pueden provocar efectos indeseables semejantes a los de esta última. Al estudiar este fenómeno, generalmente se ha puesto el acento en sus derivaciones patrimoniales negativas, consecuencia del cambio de «papel» por «papel» que en realidad suponen, que puede llegar a comprometer la cobertura del capital de las sociedades implicadas (106). Pero también pueden

¹⁰⁰ V. VELASCO SAN PEDRO, «La prohibición de que las sociedades presten con la garantía de acciones emitidas por ellas mismas», en RDBB (1985), pgs. 561 y ss..

¹⁰¹ Así sucedía en España con el régimen anterior a la reforma de 1989, contenido en el artículo 167 del Código de comercio.

¹⁰² Este es el modelo seguido por el artículo 24 de la 2ª Directiva CEE.

¹⁰³ En relación con esta cuestión, con ulteriores referencias bibliográficas, v. VELASCO SAN PEDRO, «La prohibición...» cit., pgs. 574 y ss..

¹⁰⁴ Sobre este tema me remito al trabajo de FERNANDEZ DEL POZO, «Revisión crítica...» cit., pgs. 169 y ss..

¹⁰⁵ Me remito, en cuanto a la prenda, a las consideraciones que hice en VELASCO SAN PEDRO, «La prohibición...» cit., pgs. 579 y ss., y en cuanto a la asistencia financiera para adquirir, a FLORES, «Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias», en AA.VV., *Derecho de sociedades anónimas, II, Capital y acciones*, 2ª, Madrid 1994, pgs. 1387 y ss..

¹⁰⁶ Estudian en detalle las consecuencias patrimoniales negativas de las participaciones recíprocas, aunque llegando a resultados no siempre coincidentes, FANELLI, *Le partecipazioni sociali reciproche*, Milano 1957, pgs. 37 y ss. y PASTERIS, *Il «controllo» nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Milano 1957, pgs. 137 y ss..

Hasta dónde puede llegarse en este punto, se comprende bien con un ejemplo extremo de PASTERIS (ob. cit., pg. 140): Ticio y Cayo constituyen las sociedades A y B con un capital social de un millón cada una, que se desembolsa íntegramente en metálico; posteriormente la sociedad A, con su millón en caja, adquiere a Ticio y Cayo todas sus acciones de B, y B hace lo mismo en relación con las acciones de A. Fácilmente se aprecia que, pese a que formalmente aparece un capital de un millón en cada sociedad, el único valor patrimonial verdadero que tienen ambas sociedades, ¡es el del papel en el que están impresas las acciones!.

producir, igual que la misma adquisición de acciones propias, otros efectos perniciosos, como perturbaciones en el control de las sociedades (particularmente cuando existen compromisos entre los administradores de las sociedades sobre la forma de usar los votos de sus respectivas participaciones) y en las cotizaciones de sus acciones (con pactos, por ejemplo, de sostenimiento mutuo) ⁽¹⁰⁷⁾.

Consideraciones semejantes han llevado a que, en muchos ordenamientos, se hayan ido estableciendo paulatinamente reglas para estas participaciones que tienden, si no a prohibir el fenómeno, que en ciertos casos resulta inevitable (las participaciones recíprocas, sobre todo las de pequeño nivel, pueden producirse desconociéndolo las sociedades implicadas) y en otros puede ser provechoso (por ejemplo, cuando se utiliza como instrumento para facilitar la colaboración e integración de empresas), sí al menos a limitar su alcance y, por consiguiente, sus peligros. Aunque estas normas divergen bastante de unos ordenamientos a otros - en la materia no hay por el momento armonización en la UE ⁽¹⁰⁸⁾ -, suele establecerse un límite -generalmente el 10 por 100 del capital- a partir del cual las participaciones recíprocas no están permitidas, de modo que al menos una de las sociedades implicadas deberá reducir su participación en el capital de la otra al límite máximo. Para facilitar la aplicación de las reglas sobre participaciones recíprocas, y, en definitiva, para evitar participaciones de este tipo ignoradas, se obliga a la sociedad que adquiera una participación en el capital de otra superior al límite que se haya establecido, a notificárselo ⁽¹⁰⁹⁾. En el caso de que las dos sociedades excedan del referido límite, la reducción de su participación a dicho límite, suele correr a cargo de la primera de las dos sociedades que reciba la referida notificación ⁽¹¹⁰⁾.

b) La utilización de personas interpuestas y las operaciones realizadas por sociedades filiales.

Un sistema habitualmente utilizado para escapar del rigor de las normas sobre acciones propias, ha sido el de servirse de personas interpuestas o testaferreros. En las sociedades que forman parte de un grupo de sociedades -como suele suceder en particular con las cotizadas-, este lugar ha sido ocupado frecuentemente por sociedades dependientes o filiales, a las que se ha utilizado para adquirir las ac-

¹⁰⁷ Sobre la utilización de la operación, con mayor amplitud, v. FANELLI, ob. cit., pgs. 107 y ss. y KAYSER-EICHBERG, *Die wechselseitige Beteiligung nach deutschen Aktienrecht als Leitlinie einer europäischen Harmonisierung*, Inaugural-Dissertation, Köln 1969, pgs. 38 y ss.

¹⁰⁸ La cuestión se llegó a introducir en el anteproyecto de 2ª Directiva de la CEE de 1965 y en el proyecto de 9ª Directiva de la CEE sobre grupos de sociedades de 1974. Pero, finalmente, el texto definitivo de la 2ª Directiva no recogió tal propuesta, y el referido proyecto de 9ª Directiva acabó siendo abandonado (v. VELASCO SAN PEDRO, «Uniones de empresas...» cit., pgs. 25 y 26).

¹⁰⁹ En el caso de participaciones en sociedades cotizadas, este deber de notificación se superpone al deber de comunicar las participaciones significativas al mercado y a la autoridad de supervisión, que suele imponerse en los ordenamientos más avanzados con la finalidad de que se conozcan aquellas participaciones que puedan incidir sobre el control de dichas sociedades. En el ámbito de la UE este deber se estableció en la Directiva 88/627 de 12-XII-1988, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en Bolsa. Sobre estas cuestiones, v. FLORES, *Participaciones significativas en sociedades anónimas*, Madrid 1995.

¹¹⁰ Sobre el Derecho comparado en la materia, v. VELASCO SAN PEDRO, «Uniones de empresas...» cit., pgs. 23 y ss. El régimen español, se contiene en los artículos 82 a 86 de la LSA. Sobre el mismo v. SANCHEZ CALERO, J., «Las participaciones recíprocas en la Ley de Sociedades Anónimas», en RDBB (1990), pgs. 487 y ss. y ALONSO UREBA, «Participaciones recíprocas: ámbito objeto y subjetivo de la disciplina», en AA. VV. *Derecho de Sociedades Anónimas...* cit., II, 2ª, pgs. 1427 y ss.

ciones de su sociedad dominante o matriz. Una política jurídica cuidadosa en relación con las operaciones sobre acciones propias, tiene que tener en cuenta que, de poco o nada vale establecer un régimen riguroso en la materia, si no se cierran legalmente estas posibilidades de actuación.

Un ordenamiento particularmente atento a la hora de atajar la utilización de estos mecanismos ha sido el Derecho alemán. Este Derecho fue precisamente el primero que adoptó medidas específicas en este punto, después de la reforma de su legislación en 1931, motivada en gran parte por las consecuencias de la crisis económica de 1929. A este fin equiparó a la adquisición de acciones propias las realizadas por un tercero por cuenta de la sociedad o por otras sociedades que, en razón de su participación o de otro modo directo o indirecto, estuvieran bajo la influencia dominante de aquélla ⁽¹¹¹⁾. Esta última disposición abriría el camino, tras diversas vicisitudes legislativas, a la regulación de los grupos de sociedades por vez primera en la historia en la AktG de 1965. Podría por tanto decirse, que la comprensión de las consecuencias de los grupos de sociedades, comenzó de alguna manera con la regulación de esta patología.

Estas orientaciones fueron posteriormente acogidas por otros ordenamientos europeos, hasta llegar a la 2ª Directiva en materia de sociedades. El texto originario de la Directiva, ya contemplaba las adquisiciones realizadas por un tercero en nombre propio, pero por cuenta de la sociedad; pero sólo ha sido después de su reforma en 1992, cuando se recogen también las adquisiciones realizadas por sociedades dependientes o filiales ⁽¹¹²⁾.

La técnica legislativa habitual en el tratamiento de estas operaciones, es el de equipararlas, en cuanto a requisitos y consecuencias de régimen, a las de acciones propias; es decir, que pueden realizarse en los mismos casos y formas en que la sociedad podría adquirir sus propias acciones y que las acciones así adquiridas se someten al mismo régimen que las acciones propias en poder de la sociedad. No obstante, mientras en algunos Derechos, como el alemán, esta equiparación se realiza a través de una cláusula general, que habrá que concretar en cada caso mediante una interpretación adecuada ⁽¹¹³⁾; en otros, como en el español, se ha optado por adaptar punto por punto la normativa sobre acciones propias, en lo que respecta a las adquisiciones de acciones por sociedades dependientes o filiales ⁽¹¹⁴⁾. Aunque inicialmente se podría considerar más adecuada esta última técnica, en cuando debiera de reducir los problemas interpretativos, lo cierto es que su aplicación ofrece dificultades notables, que no siempre han sido resueltos con

¹¹¹ *Verordnung* de 19-IX-1931, que modificó el § 226 del Código de comercio. Sobre esta regulación y sus causas, v. la obra contemporánea de FRIEDLÄNDER, *Aktienrecht*, Stuttgart 1932, pgs. 62 y ss..

¹¹² Nuevo artículo 24 bis de la 2ª Directiva, cuyo apartado 1, a) señala que «la suscripción o tenencia de acciones de la sociedad anónima por parte de otra sociedad, tal como se define en el artículo 1 de la primera Directiva, en la que la sociedad anónima disponga directa o indirectamente de los derechos de voto o sobre la que pueda ejercer directa o indirectamente una influencia dominante, tendrán la consideración de actividades realizadas por la propia sociedad anónima».

Fuera del ámbito comunitario europeo, se controlan también estas operaciones en Derechos como el suizo, después de su reforma de 1991 -nuevo artículo 659b del Código de las obligaciones-, el brasileño -artículo 244, 1 de la Ley de sociedades por acciones-, el japonés -artículo 211-2 del Código de comercio [manejo la versión alemana en ISHIKAWA/LEETSCH (Übersetzt von), *Das japanische Handelsrecht in deutscher Übersetzung*, Köln-Berlin-Bonn-München 1988], y, en el estadounidense, en la «General Corporation Law» de Delaware -section 160 (c)-.

¹¹³ § 71 d de la AktG.

¹¹⁴ V. VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 427 y ss..

solvencia por las legislaciones que la han aplicado. El caso de la legislación española, bastante defectuosa en este punto, es un ejemplo bien elocuente ⁽¹¹⁵⁾.

Al margen de lo que se acaba de señalar, la aplicación de la normativa de acciones propias a las sociedades dependientes o filiales plantea el delicado problema de definir qué sociedades tienen esta condición, habida cuenta de que son muchos los mecanismos a través de los cuales puede llegarse, por un lado, a una situación de dependencia societaria (por participación, celebración de contratos, etc) y, por otro, de la existencia de ciertas zonas grises, que son de difícil valoración (me refiero a la siempre delicada diferenciación entre sociedad meramente vinculada y sociedad dependiente). No puedo entrar en el examen de esta cuestión, que excedería con mucho los límites de este trabajo. No obstante cabe apuntar, que el tema se ha resuelto en el Derecho comparado de diversa manera. En algunos casos, se han establecido normas específicas, en relación con estas cuestiones. En otros, se ha importado criterios generales, fijados con ocasión de la regulación del grupo de sociedades en conjunto o de otros aspectos (por ejemplo, las cuentas consolidadas) ⁽¹¹⁶⁾. Por otro lado, después de la reforma de la 2ª Directiva, la tendencia en estos momentos es la de mantener un concepto de dependencia societaria lo suficientemente amplio, como para permitir comprender todas las formas de dominación directa o indirecta que conoce la práctica ⁽¹¹⁷⁾. Con ello se cierra, creo que de manera suficiente, el control de este aspecto de la operativa sobre acciones propias.

c) El sistema de sanciones.

Un tema capital en cualquier entramado normativo que pretenda controlar determinadas conductas, es el del aparato sancionador. En términos generales, a este aparato sancionador cabe reclamarle dos objetivos fundamentales de política jurídica. Por un lado, desalentar la realización de actos indebidos; esto es, actuar como instrumento de prevención general. Por otro, en el caso de que se produzcan dichos actos indebidos, eliminar o al menos reducir sus consecuencias dañosas.

En el caso de las operaciones sobre acciones propias, las legislaciones no puede decirse que hayan tomado conciencia de la importancia de estas cuestiones, hasta épocas relativamente recientes. Es más, frecuentemente las normas jurídicas en la materia, que expresaban prohibiciones o restricciones en cuanto a la realización de las operaciones y a la tenencia de acciones propias, ni siquiera se ocupaban de este aspecto, confiando en la aplicación de las sanciones generales de tipo civil como la nulidad o, en su caso, la anulabilidad, o la responsabilidad civil de los administradores, sin que llegaran a concretarlas con los consiguientes problemas interpretativos que ello ocasionaba ⁽¹¹⁸⁾.

¹¹⁵ Refiriendo alguno de estos defectos, pero en relación con el Proyecto, v. VELASCO SAN PEDRO, «Uniones de empresas...» cit., pgs. 27 y ss..

¹¹⁶ El Derecho español ha seguido, sucesivamente, los dos sistemas. El originario artículo 87 de la LSA de 1989, se remitía en este punto al artículo 42 del Código de comercio, relativo a las cuentas consolidadas. Posteriormente se ha modificado (por la Ley de sociedades de responsabilidad limitada de 1995), estableciéndose una regulación específica.

¹¹⁷ V. la nota 112.

¹¹⁸ En relación con el Derecho español anterior a la reforma de 1989, que no precisaba la cuestión, v. VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pgs. 321 y ss..

Esta situación insatisfactoria, sin embargo, ha terminado por modificarse en las regulaciones más modernas, que establecen ya normas específicas en la materia. De nuevo pueden servir de orientación los criterios de la 2ª Directiva de la CEE en materia de sociedades. Este texto establece como consecuencia general a aplicar a las adquisiciones indebidas de acciones propias, la obligación de la sociedad infractora de ceder dichas acciones en el plazo máximo de un año, debiendo en otro caso anularlas (art. 21). A primera vista esta medida puede chocar con el carácter restrictivo del régimen que se conforma. Sin embargo, si se analiza con detenimiento, probablemente es la más coherente de cuantas se podían ensayar. Ante todo debe ponerse de relieve que la aplicación de la nulidad o, en su caso, la anulabilidad a las adquisiciones indebidas de acciones propias, chocaba en muchos casos con el escollo de la buena fe de los transmitentes (situación que particularmente se solía dar cuando las adquisiciones se realizaban en Bolsa)⁽¹¹⁹⁾. Por otro lado, si una de las finalidades del aparato sancionador debe ser, como acaba de decirse, deshacer o al menos paliar las consecuencias de los actos indebidos, en esta materia no hay seguramente mejor medio para ello que obligar a la sociedad a deshacerse de las acciones propias indebidamente adquiridas.

Con todo, hay que reconocer que la anterior medida es poco disuasoria y, por consiguiente, no ejerce la función de prevención general que asimismo, como también se ha dicho, cabe reclamar al aparato sancionador. Por ello habitualmente se complementa, en los ordenamientos que la acogen, con sanciones de tipo penal o administrativo para los administradores que incumplan las normas sobre autocartera⁽¹²⁰⁾. Estas disposiciones, por más que han recibido algunas críticas⁽¹²¹⁾, ejercen una saludable función de prevención general y son imprescindibles para controlar debidamente la operativa de las sociedades en este punto, que como ya hemos visto pueden tener gravísimas consecuencias.

A las sanciones específicas habrá que sumar, en su caso, otras consecuencias que puedan resultar de la normativa de los mercados de valores⁽¹²²⁾ e, incluso, del régimen general de las sociedades. En particular, pueden ser de aplicación a estas operaciones los mecanismos de impugnación de acuerdos sociales y las acciones de responsabilidad civil contra administradores, generalmente contemplados en todas las legislaciones societarias modernas⁽¹²³⁾.

III. LAS POSIBLES VENTAJAS DE ESTAS OPERACIONES.

Examinados hasta ahora los aspectos peligrosos o negativos de las operaciones sobre acciones propias, procede ahora referirse a las ventajas o beneficios

¹¹⁹ V. VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pg. 330. Alude también a esta circunstancia, CARBONETTI (*L'acquisto...* cit., pgs. 107 y ss.), para explicar que el fundamento de la solución adoptada en este punto es la protección del mercado y de la intermediación profesional.

¹²⁰ V., entre otros, los §§ 405, I, 4º y 407 de la AktG alemana, y los artículos 454-1 de la Ley de sociedades comerciales francesa y 89 de la LSA española.

¹²¹ Así sucedió, al menos, con motivo de la reforma española de 1989, que introdujo dichas sanciones, y que fueron percibidas por algunos sectores empresariales como manifestación de un intervencionismo público inadmisibles (?).

¹²² Me refiero fundamentalmente a las sanciones aplicables al *insider trading*, la manipulación de las cotizaciones o la denegación de información al mercado y/o a la agencia supervisora.

¹²³ En el Derecho español, respectivamente, en los artículos 115 a 122 y 133 a 135 de la LSA.

que, en ciertos casos, puede reportar su práctica⁽¹²⁴⁾. Para ello me voy a referir en primer lugar a aquellas ventajas cuya admisibilidad es en principio pacífica, para, en un segundo momento, plantear algunos campos de actuación de la operación, que pueden plantear dudas sobre su legitimidad en función de los diversos y contrapuestos intereses en presencia y que, precisamente por ello, han suscitado polémica. Posteriormente, de manera semejante a como se ha hecho con los peligros, examinaré las tendencias legislativas en la materia, en este caso orientadas lógicamente a posibilitar la realización de las operaciones con finalidades ventajosas.

A. Con carácter general.

Los beneficios que pueden reportar las operaciones sobre acciones propias, para el conjunto de los intereses que pueden resultar afectados por su realización -básicamente los intereses de la propia sociedad, sus accionistas y sus acreedores sociales-, son bastante diversos, y es fácil olvidar alguna posibilidad positiva de estas operaciones. Aun a riesgo de ello, y por lo que respecta a las ventajas cuya admisibilidad no ofrece en principio dudas, cabe agruparlas en diversas categorías, que se examinan seguidamente⁽¹²⁵⁾.

1. Como medio de simplificación o facilitación de operaciones societarias.

Un campo amplísimo de utilización de la operación está constituido por todos aquellos supuestos, en los que la adquisición de acciones propias facilita o simplifica la realización de otra operación societaria. En general se trata de situaciones en las que el objetivo que se persigue podría conseguirse por otro camino -por ejemplo, aumentando el capital-, pero éste es más costoso o largo o, en general, presenta mayores inconvenientes que la adquisición de acciones propias. Por otro lado, si la sociedad ya disponía previamente de una autocartera, adquirida con anterioridad por otras causas o razones, bien podría utilizarla para cumplir el doble objetivo de alcanzar el resultado propuesto y deshacerse de las acciones propias, cuya posesión de manera permanente no parece aconsejable en función de los peligros vinculados a su tenencia. Como principales supuestos habría que mencionar los siguientes:

a) Como alternativa al aumento de capital.

La autocartera puede utilizarse como alternativa a los aumentos de capital. Estas operaciones, como es bien sabido, requieren de un procedimiento relativamente largo y costoso (convocatoria y celebración de la Junta, publicidad, ejecución del aumento, inscripción, etc.), en el que a veces hay que cumplir además

¹²⁴ Se refieren *in extenso* a estas cuestiones, en la literatura más reciente, LIZZA, *L'acquisto de azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Milano 1983, pgs. 33 y ss.; VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pgs. CARBONETTI, *L'acquisto...* cit., pgs. 11 y ss. y VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 127 y ss..

¹²⁵ En lo que sigue resumo planteamientos y sigo básicamente la misma estructura expositiva que realice en VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pgs. 63 y ss..

determinados requisitos procesales (por ejemplo, en los aumentos con aportaciones *in natura*, la realización de un informe de expertos para su valoración) o materiales (por ejemplo, en el aumento por compensación de créditos el art. 156 de la LSA española, exige que el 25 por 100 de los créditos a compensar sean vencidos, líquidos y exigibles). Por otro lado, los aumentos de capital, no dejan de tener inconvenientes para los antiguos accionistas, en cuanto pueden reducir su posición proporcional en la sociedad y conducir a un aguiamiento en el valor real de sus acciones ⁽¹²⁶⁾. A continuación se señalan algunos casos concretos en los que la autocartera puede utilizarse de manera ventajosa como alternativa al aumento.

aa) En las *fusiones* o *escisiones*, que supongan la absorción del patrimonio y de los socios de las sociedades fusionadas o escindidas, por una sociedad previamente existente, la autocartera adquirida con anterioridad por dicha sociedad, puede utilizarse para canjear las acciones de la sociedad absorbida o escindida, evitando de esta manera aumentar su capital social.

bb) La autocartera puede emplearse, asimismo, para *canjear obligaciones por acciones*, obviando de nuevo el aumento de capital y, de manera más específica, seguir el procedimiento de conversión de obligaciones en acciones. Igualmente puede utilizarse para proceder al canje de otro tipo de títulos como pagarés de empresas, partes de fundador o bonos de disfrute.

Por otro lado, cabe emitir específicamente obligaciones que den derecho al canje por acciones de la sociedad o la opción a suscribirlas (*warrants*). En ambos casos, puede utilizarse la autocartera para evitar aumentar el capital ulteriormente.

cc) Asimismo cabe utilizar la autocartera para *compensar deudas* de la sociedad, en el marco de un plan de saneamiento de la empresa y sin necesidad de proceder al aumento de capital por compensación de créditos, y por consiguiente de cumplir sus rigurosos requisitos.

dd) Otro campo muy interesante de aplicación de la autocartera, es el de su utilización para incorporar determinados bienes a la sociedad, sin necesidad de proceder a un aumento de capital, en este caso mediante nuevas aportaciones no dinerarias. Particular interés tiene su utilización en los supuestos de concentración empresarial que se conocen como *fusiones impropias*, habida cuenta de la idoneidad de las acciones propias para canjearlas por patrimonios empresariales o acciones de otra sociedad, sobre la que se quiere adquirir el dominio. En este último caso, pueden emplearse para su ofrecimiento como contraprestación en una OPA lanzada sobre su capital, o bien para adquirir de un accionista relevante un paquete significativo ⁽¹²⁷⁾.

¹²⁶ Sobre estas consecuencias, que constituyen el fundamento de que se reconozca un derecho de suscripción preferente a los accionistas, v. en la doctrina española SANCHEZ ANDRES, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Madrid 1973, pgs. 84 y ss. y VELASCO SAN PEDRO, «El derecho de suscripción preferente», en AA. VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, III, *Modificación de estatutos. Aumento y reducción del capital. Obligaciones*, 1, Madrid 1994, pgs. 522 y ss..

¹²⁷ V. VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 148 y ss..

ee) Constituye asimismo un campo sumamente interesante de aplicación de la operación, su utilización para facilitar la participación de los trabajadores en el capital de la sociedad. Al margen de los estimables objetivos de política social que cumplen estos programas de participación, la adquisición de acciones propias puede de nuevo evitar ampliar el capital con esta finalidad.

b) Como alternativa a la reducción del capital.

En otros casos, la adquisición de acciones propias puede utilizarse como alternativa a la reducción del capital social.

aa) Fundamentalmente cabe aquí referirse a supuestos de *separación y exclusión de socios*, que inicialmente obligarían a la sociedad a amortizar sus acciones con la consiguiente reducción de su capital. La sociedad podría evitar tal reducción, con sus costes e inconvenientes (fundamentalmente, el de pérdida de fondos propios), adquiriendo ella misma las acciones de los socios separados o excluidos, para posteriormente transmitirlos a terceros interesados.

bb) Otro supuesto que guarda relación con la reducción de capital, es el de servirse de la operación como medio de facilitar la *supresión de una clase de acciones especiales o privilegiadas* ⁽¹²⁸⁾. En este caso, seguramente en un segundo momento habría que amortizar las acciones adquiridas con la consiguiente reducción del capital social, ya que se persigue acabar con la especialidad o el privilegio, pero la adquisición puede servir para obviar la dificultad de obtener el acuerdo mayoritario de las acciones de la clase exigido generalmente para poder proceder a su supresión ⁽¹²⁹⁾.

c) Otras utilizaciones.

Asimismo puede emplearse la adquisición de acciones propias, para facilitar o simplificar otras operaciones sociales.

aa) En relación con la *disolución y liquidación de sociedades*, la operación puede utilizarse para simplificar el proceso, reduciendo previamente el número de socios.

bb) En las llamadas *sociedades con patrimonio perecedero* (por ejemplo, las concesionarias de servicios públicos) o con *decreciente necesidad de capital* (aquéllas cuyo objeto social -por ejemplo, la venta de terrenos previamente adquiridos o aportados por los socios- exige la enajenación progresiva de su patrimonio), la adquisición progresiva de las propias acciones puede facilitar y simplificar la progresiva restitución de sus aportaciones a los socios.

cc) También puede utilizarse la operación para que la sociedad adquiera los *restos* que inevitablemente se producen en todas aquellas operaciones societarias

¹²⁸ Este último supuesto es autorizado expresamente por la «General Corporation Law» de Delaware, section 160 (a), 1.

¹²⁹ Este acuerdo, en relación con el Derecho español, viene exigido en el artículo 148 de la LSA.

(como aumentos y reducciones de capital, fusiones o escisiones), que implican obtener o canjear acciones nuevas en proporción al número de acciones viejas que posea cada accionista, evitando sus inconvenientes.

2. Como sistema de reducción del capital social.

Aunque sistemáticamente es un supuesto que cabría encuadrar dentro de los que acabamos de enunciar, la utilización de la adquisición de acciones propias como sistema para reducir el capital de la sociedad, merece un tratamiento separado, habida cuenta de las sobresalientes ventajas que aquí reporta. En efecto, se trata de un excelente sistema para reducir el capital de la sociedad, cuando éste se ha mostrado excesivo para las necesidades de la sociedad (es la llamada «reducción del capital exuberante»), siempre, lógicamente, que se acuerde su realización en el marco de un procedimiento regular de reducción, respetando las reglas garantistas establecidas al efecto con carácter general (acuerdo de la Junta, publicidad, derecho de oposición de acreedores, etc.), y que no se utilice para lesionar la paridad de tratamiento de los socios. Frente a los sistemas más clásicos y alternativos de reducción del capital mediante amortización de acciones, agrupación de acciones o reducción del valor nominal de las acciones, presenta como principales ventajas su voluntariedad para los accionistas -sólo sufrirían la reducción los que optasen voluntariamente por transmitir sus acciones-, su simplicidad -entre otros diversos problemas, se evitan los siempre enojosos restos-, la posibilidad de realizar beneficios -que se obtendrían si la sociedad lograra adquirir las acciones bajo la par-, la extinción completa del puesto de socio -que no se produce en el sistema de amortización si estatutariamente está prevista o se acuerda la entrega de bonos de goce o de disfrute- y, finalmente, la posibilidad de utilizar simultáneamente la operación con otros objetivos, vinculados a la realización de estas operaciones -por ejemplo, seleccionar accionistas, etc. (130).

También puede utilizarse para reducir el capital con pérdidas, en situaciones en las que un grupo de accionistas -esto puede suceder fundamentalmente con el accionista o los accionistas mayoritarios- acepten asumir ellos solos el sacrificio de la operación, donando sus acciones a la sociedad, en beneficio de los demás -por ejemplo, los minoritarios-.

3. Como medio de selección de los accionistas y de prevención de conflictos intrasocietarios.

En las *sociedades de carácter cerrado*, la adquisición de acciones propias es un sistema a considerar seriamente a la hora de articular las correspondientes cláusulas restrictivas a la libre circulación de las acciones. En particular -las combinaciones posibles son muchas- puede establecerse un derecho de adquisición preferente en favor de la sociedad, en las situaciones de transmisión de acciones. Atribuir este derecho a la sociedad puede ser un interesante sustitutivo o comple-

¹³⁰ Estos argumentos los desarrollo con mayor detalle en VELASCO SAN PEDRO, *La adquisición...* cit., pgs. 64 y ss..

mento de un derecho semejante conferido a los accionistas, ya que estos pudieran no estar interesados o en condiciones de aumentar su participación en la sociedad, con la consiguiente pérdida de eficacia en la función selectiva de la restricción.

Asimismo, dentro de esta función de selección del accionariado, la adquisición de acciones propias puede utilizarse para articular *cláusulas de remisión o reventa* de acciones en favor de la sociedad. Particular interés pueden ofrecer tales cláusulas, como medio de mantenimiento de las finalidades de la participación accionarial y de evitación de futuros conflictos, en las acciones que se ceden a trabajadores, directivos o administradores de la sociedad, en su condición de tales y que prevén un derecho de adquisición en favor de la sociedad si pierden dicha condición.

4. Como sistema para lograr ventajas o reducir pérdidas de carácter económico.

En situaciones extraordinarias, la adquisición de acciones propias puede servir para cobrar créditos que de otro modo no podrían satisfacerse. El supuesto de hecho básico es que la sociedad haya ejecutado las acciones en poder del socio-deudor y en el marco del procedimiento de ejecución, acabe adquiriéndolas o se las adjudique en pago, ante la falta de postores o del ofrecimiento de un precio adecuado.

B. La delicada dialéctica peligro/ventaja.

Las utilizaciones de la autocartera que acaban de examinarse, ofrecen ventajas o beneficios que, en principio y siempre que se respeten las reglas generales tendientes a prevenir los peligros generales de estas operaciones, cabe considerar legítimas⁽¹³¹⁾. Hay, sin embargo, un campo de empleo de estas operaciones, probablemente además más significativo que el anterior, donde si bien tienen una utilidad acreditada, son de dudosa legitimidad o, cuando menos, no siempre deben considerarse legítimas. En realidad, como se verá enseguida, se trata de zonas que podríamos calificar de *grises*. En algunos supuestos porque no es fácil valorar si estamos ante una utilización ventajosa de la operación, que merece ser amparada por el Derecho, o, por el contrario, ante una práctica peligrosa que debiera prohibirse. En otros, por la dificultad de establecer los límites de una utilización que, si bien inicialmente podría considerarse legítima, puede acabar por no serlo en función de su alcance y de las circunstancias concurrentes. Veamos, en todo caso, cuáles son estas situaciones, que he agrupado en una serie de preguntas que creo que son bastante expresivas de esa dialéctica peligro/ventaja a la que básicamente todas ellas responden.

1. La intervención en el mercado: ¿regularizando las cotizaciones o manipulando los cursos?

La adquisición de acciones propias es un medio idóneo para influir en sus cotizaciones bursátiles. La operación frecuentemente se ha utilizado, además, con

¹³¹ De hecho no pocas de ellas, como se verá en la parte final de este trabajo, gozan de reconocimiento legal expreso en muchos ordenamientos.

esta finalidad específica Sin embargo, la intervención en Bolsa con el objetivo de influir en las cotizaciones es una conducta que, por estar en contra de la formación objetiva de los precios en Bolsa, debe considerarse en principio inadmisibles (132). Por otro lado, los demás inconvenientes ínsitos en las operaciones sobre acciones propias, las convierten en doblemente peligrosas cuando son practicadas con esta finalidad por las sociedades bursátiles, y, por consiguiente, las hacen todavía más rechazables.

Con todo, es bien sabido que en no pocos casos la formación de los precios en Bolsa, sobre todo en el corto plazo, lejos de poder explicarse racionalmente, parece más bien responder a una lógica de casino. Por otro lado, puede haber manipulaciones de signo contrario, que influyan negativamente sobre un valor, u otras circunstancias extraordinarias que incidan sobre su negociación. En este contexto, se ha venido planteando la legitimidad de algunas actuaciones de la sociedad sobre sus cotizaciones, sirviéndose de las operaciones sobre acciones propias, que no ha dejado de ser reconocida por algún ordenamiento del Derecho comparado, como ya se adelantó.

El tema ha sido objeto de especial preocupación en el Derecho alemán. En 1931 se reformó precisamente su legislación, entre otros motivos, para atajar la utilización masiva de las operaciones sobre acciones propias con la finalidad de sostener las cotizaciones, que se había producido entre las sociedades alemanas como consecuencia de la crisis de 1929, y que en algún caso había tenido consecuencias desastrosas. Con todo, no se quiso cerrar la posibilidad de que las sociedades recurrieran a este instrumento en situaciones excepcionales, y para ello se introdujo la cláusula del daño grave, después mantenida en las sucesivas reformas del Derecho alemán y recogida por otros ordenamientos, en virtud de la cual era legítimo adquirir acciones propias para evitar daños graves a la sociedad (133). En la interpretación de esta cláusula, en relación con el tema que nos ocupa, la doctrina ha venido coincidiendo en que no ampararía una intervención continuada de la sociedad sobre sus cotizaciones, dirigida a mantenerlas en el nivel que se considerase más conveniente (los llamados «Kurspflege»). Sin embargo, sí sería legítima una intervención de la sociedad, en circunstancias extraordinarias, que han venido siendo definidas de la siguiente manera, por una doctrina que puede considerarse consolidada: primero, sería necesario que se produjera un descenso de la cotización que afectase particularmente a la sociedad y no fuera el resultado de una bajada generalizada de la Bolsa; segundo, que dicho descenso amenazase de forma efectiva el crédito de la sociedad, ya fuera de forma directa incidiendo negativamente en las relaciones entre la sociedad y las entidades crediticias (en los préstamos, etc.), o indirecta, perjudicando las relaciones de la sociedad con sus clientes y proveedores; tercera, aunque no sea como condición necesaria, se estima que sería condición suficiente que hubiera un descenso brusco de la cotización como consecuencia de la actividad interesada de especuladores o empresas rivales, que difundiesen informaciones mal orientadas o falsas y/o especulasen a la baja (134).

¹³² Me remito a las consideraciones realizadas anteriormente en el apartado II, A, 4, b).

¹³³ V. FRIEDLÄNDER, ob. cit., pgs. 69 y 70.

¹³⁴ En relación con estos temas, por todos, v. BARZ en *Grosskomm AktG* cit., I, pg. 541; LUTTER en *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, I, Köln-Berlin-Bonn-München 1970, pg. 573 y HEFERMEHL/BUNGEROTH,

La cuestión también reclamó, en épocas más recientes, la atención del legislador francés, que reformó su legislación en 1967, para permitir, como se señaló expresamente en la exposición de motivos, la adquisición para «regularizar las cotizaciones». La norma ha experimentado ulteriormente cambios, pero en todo caso las posibilidades que se han venido reconociendo en este punto en Francia a las sociedades, han estado limitadas por la exigencia de que las operaciones se realicen en determinadas condiciones de cotización, que excluyen intervenciones permanentes y/o dirigidas a apoyarlas artificialmente ⁽¹³⁵⁾.

A pesar de obedecer a criterios diversos, difícilmente coherentes entre sí, conviene tomar nota de que ambos planteamientos -el del Derecho alemán y el del Derecho francés- coinciden en la orientación de permitir únicamente actuaciones esporádicas sobre las cotizaciones y con la finalidad de corregir imperfecciones del mercado, que en un caso concreto puedan conducir a una cotización de las acciones que no se corresponde con la situación de la sociedad.

Personalmente, y prescindiendo de la solución concreta adoptada en cada uno de estos ordenamientos, de la que puedo en algún caso disentir, comparto esta orientación general. Fundamentalmente porque es respetuosa con el mercado, con la formación objetiva de los precios, al reconocer sólo posibilidades de actuación cuando, por las razones que sean, se produce una perturbación que impide dicha formación objetiva de los precios. Pero también porque es bastante razonable, reducir drásticamente las posibilidades de intervención de la sociedad sobre la cotización de sus acciones, habida cuenta de la peligrosidad de las operaciones sobre acciones propias, como reiteradamente se viene señalando aquí.

Así las cosas, debieran considerarse inadmisibles, por alejarse de esta orientación, en primer lugar, las intervenciones que pretendan conseguir una cotización artificial que de ninguna manera responda a la situación económica real de la sociedad y que, por lo tanto, nunca se lograría en un mercado eficiente y suficientemente informado; máxime si de lo que se trata es de ocultar o disimular sus dificultades financieras o la existencia de una crisis encubierta. En segundo lugar, una intervención permanente de la sociedad, dirigida a cuidar sus cotizaciones, pues aquí se estarían sustituyendo los precios naturales del mercado, por los que los cuidadores considerasen más convenientes y, en definitiva, eliminando el propio mercado ⁽¹³⁶⁾.

en GESSLER/HEFERMEHL/ECKARDT/KROPPF, *Aktiengesetz. Kommentar*, München 1984, I, 7. Leif., pg. 436. La última reforma alemana, a la que ya se ha hecho referencia anteriormente, parece preocupada asimismo por la cuestión al excluir como finalidad de la adquisición descausalizada que ahora se reconoce, el comercio con las propias acciones (v. la nota 71).

¹³⁵ V. GARCIA PITA, «La normativa francesa sobre adquisición por una sociedad de sus propias acciones, con objeto de especular en Bolsa», en RDBB (1983), pgs. 279 y ss.

¹³⁶ En la doctrina española mantiene una posición que veo en muchos puntos coincidente con la que acabo de sostener, SANCHEZ ANDRES, «Acotaciones a una doctrina reciente en materia de pago y aplicación del dividendo», en RGD (1993), pgs. 4731 y ss., esp. pgs. 4740 y ss. Por el contrario, se muestran más comprensivos, considerando la licitud en el Derecho español de intervenciones que tengan la mera finalidad de regularizar o sostener las cotizaciones, PAZ ARES, «La llamada 'reversión en dividendos'», en RGD (1992), pg. 10.101 y VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 202 y ss..

La doctrina argentina, en relación con estas cuestiones, que al parecer ha encontrado la comprensión de la Comisión de Valores con ocasión de la crisis bursátil de 1994, aparece dividida. Mientras algunos autores, como GIOVENCO (ob. cit., pgs. 3 y ss.) entienden que la excepción configurada para las adquisiciones para evitar un daño grave, por el artículo 220, 2 de la Ley de sociedades comerciales, ampararía una adquisición de acciones dirigida a sostener las cotizaciones, siendo suficientes las exigencias de publicidad establecidas por la Comisión de Valores para desactivar los peligros de especulación; otros, como MANOVIL («Los

Por el contrario, deberían reputarse legítimas y amparables por el Derecho, intervenciones esporádicas o extraordinarias exigidas por la propia dinámica del mercado o sus imperfecciones, que se mantengan además estrictamente dentro de la finalidad perseguida y guarden proporción con ella. Aquí encuentro básicamente dos campos de utilización de la operación que debieran ampararse por el Derecho. Primero, las intervenciones tendentes a facilitar en un primer momento de acceso a la Bolsa, la liquidez de los inversores y la frecuencia necesaria para la continuidad de la cotización⁽¹³⁷⁾. Segundo, la utilización de la operación para defender a la sociedad (y sus accionistas) de movimientos especulativos premeditados, con la finalidad de derrumbar el nivel de sus cotizaciones. En el primer caso, porque de lo que se trata es precisamente de favorecer la creación y la continuidad de un mercado sobre las acciones, hasta entonces inexistente. En la segunda, porque todo movimiento especulativo es contrario a la lógica del mercado, y la intervención de la sociedad sólo tiene la finalidad de restablecer dicha lógica.

2. La lucha por el control de la sociedad: ¿defendiendo el interés social o el interés de los administradores?

La adquisición de acciones propias también se ha revelado, en referencia de nuevo a las sociedades bursátiles, como un instrumento eficiente en las luchas por el control de la sociedad. Como ya se adelantó en su momento, aunque no se utilicen los votos correspondientes a las acciones adquiridas -conducta excluida por la generalidad de los ordenamientos-, la realización de estas operaciones puede facilitar el control de la sociedad, al reducir el número de acciones en circulación. Asimismo puede emplearse para deshacerse de minorías molestas o para facilitar la adquisición de paquetes significativos por personas próximas a la administración social o al grupo de mando.

Cuando la lucha por el control se plantea a través de una OPA hostil, la operación y/o la autocartera previamente adquirida, pueden utilizarse como eficaz medida defensiva. Sintetizando su utilidad en este punto, cabe referirse, en primer lugar, a las recompras masivas de acciones propias, para impedir que el oferente alcance la mayoría necesaria para controlar la sociedad, y que puede formalizarse o no en una OPA. En segundo término, al establecimiento, como medida de blindaje societario, de cláusulas de recompra obligatoria por la sociedad de sus acciones para el caso de que se produzcan cambios en su control y que, por representar un enorme coste para la sociedad, que incidirá negativamente sobre la calidad de sus activos, desalientan los intentos de tomar su control (son una variante de las llamadas «píldoras envenenadas» o «*poison pill*»). Finalmente, la utilización de la autocartera previamente adquirida para facilitar la entrada en el capital de un accionista favorable para que preste su ayuda en la lucha por el control (es el llamado «caballero blanco» o «*white knight*») (138).

fundamentos de la prohibición de adquirir las propias acciones. Crítica a la nueva permisividad de la Comisión de Valores en esta materia», en AA. VV., *Derecho societario argentino e iberoamericano*, cit., II, pgs. 69 y ss.) lo rechazan con rotundidad.

¹³⁷ Resalta la utilidad de la operación en estas situaciones, VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 206-207. Manifiesta en cambio reparos a estas intervenciones SANCHEZ ANDRES «Acotaciones...» cit., pgs. 4742-4743.

¹³⁸ Sobre este campo de utilización de la operación, con cierto detalle, v. VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 175 y ss..

Lógicamente el problema que se plantea aquí es el de valorar si tales actuaciones merecen o no ser amparadas por el Derecho. Precisamente en un momento anterior de este trabajo, se ha aludido a las perturbaciones que pueden producir las operaciones sobre acciones propias en las relaciones de poder y control de las sociedades, máxime en el caso de las sociedades bursátiles, y se ha considerado como un peligro de estas operaciones que hay que prevenir⁽¹³⁹⁾. Pero igual que en el caso de intervención en las cotizaciones que acaba de examinarse, cabría preguntarse si hay algún ámbito de actuación legítima en este campo.

En relación con esta cuestión, no faltan en el Derecho comparado planteamientos favorables al reconocimiento de la legitimidad de estas actuaciones, en el marco de las luchas por el control de la sociedad. Un sector significativo de la doctrina alemana, en este sentido, ha venido entendiendo que la ya referida cláusula del daño grave, ampararía las adquisiciones de acciones propias cuya finalidad fuera impedir que la sociedad caiga bajo el control de un grupo ajeno a la sociedad, particularmente si se trata de una sociedad competidora o de un grupo extranjero (la llamada «Überfremdung») (140). También la práctica y la jurisprudencia norteamericana ha venido reconociendo la legitimidad de las medidas anti OPA que acaban de reseñarse, en particular del lanzamiento de una OPA por parte de la propia sociedad (141).

También, sin embargo, son numerosos los planteamientos de signo contrario. En la propia doctrina alemana, hay un sector relevante que considera inadmisibles la utilización de la operación en este contexto de luchas por el control de la sociedad, poniendo de relieve sobre todo que no hay que confundir el interés de la sociedad, con el interés de los administradores, y que no puede considerarse un daño grave un cambio en la política de negocios de la sociedad, como consecuencia del relevo del grupo de mando (142). Semejante percepción debe tener también algunas regulaciones jurídicas de la OPA, como la española, que exigen la neutralidad de los administradores de la sociedad desde el momento en que exista una OPA sobre su capital (143), y que lógicamente implicará la imposibilidad de adoptar medidas defensivas de cualquier tipo, incluida la utilización de la autocartera con esta finalidad (144).

Personalmente me inclino por estos últimos planteamientos. Comparto plenamente que el interés de la sociedad, sea cual sea la postura que se mantenga sobre

Con un carácter más general, v. ZURITA, *La Oferta...* cit., pgs. 469 y ss. y HERMOSILLA, «Estrategias anti-OPA (financieras y jurídicas). Problemas registrales», en AA. VV., *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Bilbao 1992, pg. 306 y ss..

¹³⁹ V. el apartado II, A, 4, a).

¹⁴⁰ En este sentido, FRIEDLÄNDER, ob. cit., pg. 70; SCHLEGELBERGER/QUASSOWSKI, *Aktiengesetz*, Berlin 1937, pg. 290; BAUMBACH/HUECK, *Aktiengesetz*, 11ª ed., München-Berlin 1963, pg. 214 y BARZ en *Grosskomm AktG* cit., I, pg. 541.

¹⁴¹ V. las referencias de VAZQUEZ, ob. y lug. últ. cit.

¹⁴² En este sentido, MESTMÄCKER, *Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre*, Karlsruhe 1958, pgs. 143 y ss. y LUTTER en *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, I, Köln-Berlin-Bonn-München 1970, pgs. 573 y 574. Con una posición más matizada, distinguiendo distintas situaciones, HEFERMEHL/BUNGEROTH en *Kommentar...* cit., I, 7. Lief., pgs. 437 y 438.

¹⁴³ En el Derecho español este deber se recoge en el artículo 14 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores, cuyo apartado 2, b) precisa que el órgano de administración de la sociedad objeto de la OPA deberá abstenerse de «efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar ésta».

¹⁴⁴ Comparte esta conclusión VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 196 y ss..

este polémico asunto, no puede identificarse con los intereses de los administradores y aunque estos últimos, como muchos otros intereses privados, sean en principio respetables, no parece admisible que para su defensa se distraigan recursos de la sociedad, máxime si se utilizan para realizar una operación que puede resultar tan perjudicial para el interés social como la adquisición de acciones propias. Por otro lado, debe recordarse la saludable función de selección de los dirigentes sociales que ejercen las OPAs, en el marco del ya mencionado mercado de control societario. Cuando se lanza una OPA hostil contra una sociedad, normalmente es porque la gestión de los administradores es manifiestamente mejorable. De ahí que la mejor defensa contra un ataque de este tipo sea una gestión eficiente, atenta a los intereses de los accionistas. En este contexto, la adquisición de acciones propias es una falsa solución, que a la vez que perturba el funcionamiento eficiente del mercado control societario, puede servir para perpetuar indebidamente en su puesto a los malos gestores, en perjuicio de los intereses de la sociedad y de la gran masa de pequeños accionistas inversionistas. Precisamente estos accionistas, lejos de resultar perjudicados por la existencia de luchas por el control de la sociedad, suelen salir beneficiados de ellas: subida de la cotización de las acciones, por el intento de los grupos rivales de adquirir el mayor número posible de acciones; administración más cuidadosa, para reducir el riesgo de impugnaciones y de acciones de responsabilidad; posibilidad de obtener un sobreprecio por sus acciones (la denominada «prima de control») en caso de OPA hostil, etc.

En definitiva, creo que en este caso hay elementos de juicio suficientes para entender que la mejor orientación de política jurídica es la de excluir radicalmente toda posibilidad de utilización de la operación, en los procesos de lucha por el control de la sociedad.

3. Las entregas de acciones o de opciones sobre acciones a los administradores y altos directivos: ¿facilitando el interesamiento de los administradores y altos directivos o proporcionando asistencia financiera para adquirir acciones propias?

En la práctica angloamericana de las sociedades cotizadas, no es infrecuente que se establezca parte de la remuneración de administradores y altos directivos en acciones de la propia compañía y/o en opciones para adquirirlas en el futuro. Al margen de razones de otro tipo, como las de carácter fiscal, que pudieran hacer atractiva esta forma de remuneración, con ello se persigue fundamentalmente incentivar una gestión empresarial más atenta al incremento del valor de la empresa, en línea con los postulados hoy en día tan en boga que tienden a identificar el interés social con la creación de valor para el accionista («*Shareholder Value*») (145). En cualquier caso, para la articulación práctica de esta forma de remuneración, la adquisición de acciones propias o la utilización de la autocartera previa-

¹⁴⁵ Estos planteamientos se teorizaron en la obra de RAPPAPORT, *Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance*, New York 1986, que, con base en la experiencia de algunas empresas norteamericanas (como *Coca Cola*), plantea esta visión como alternativa a las tradicionales políticas de rentabilidad para los accionistas (v. pgs. 1 a 6).

mente adquirida con otros fines, aparecen de nuevo como alternativas que ofrecen ventajas considerables frente a los aumentos de capital.

Prescindiendo de la valoración que cabría hacer de la identificación del interés social con la creación de valor para el accionista, en la que no puedo entrar ⁽¹⁴⁶⁾, y por la que, no obstante, no quiero dejar de manifestar fuertes reservas, no me parece mal, desde un punto de vista de política jurídica, que se faciliten mecanismos de interesamiento más estrecho de los administradores y altos directos de las empresas, con la suerte y rentabilidad de las mismas, como mecanismo para incentivar una gestión más eficiente. En el caso de las sociedades bursátiles con capital disperso, estas medidas, junto con otras, pueden contribuir además a paliar las consecuencias negativas de la falta de control de la administración social por parte de la gran masa de accionistas inversionistas, y por consiguiente a incrementar la confianza de los inversores en la sociedad. Consideraciones semejantes son las que han llevado a plantear en la reciente reforma de la legislación alemana, la configuración de una nueva excepción a la prohibición de adquirir acciones propias, para permitir su atribución a los miembros del Directorio, aunque finalmente no haya prosperado ⁽¹⁴⁷⁾.

Con todo, la atribución de acciones a los administradores o de incentivos para su adquisición por parte de la sociedad, creo que debería mantenerse dentro de ciertos límites, sin que en ningún caso pudiera contribuir directa o indirectamente a atribuir el control accionario a dichos administradores o a alterar las relaciones de control en la sociedad. La desviación de recursos sociales para atender a los intereses de los administradores e influir en las relaciones de control de la sociedad, no merece ser amparada por el Derecho, como ya se ha argumentado anteriormente.

Consideraciones del mismo tipo, unidas ahora a las razones que promueven la prohibición de que la sociedad preste asistencia financiera para adquirir acciones propias, deben conducir también a rechazar la operación análoga que la práctica norteamericana conoce como «*Management Buy-out*» (MBO) -lo que en la jerga financiera se viene llamando entre nosotros «compras apalancadas»-, modalidad de la operación más general denominada «*Leveraged Buy-out*» (LBO), y cuya finalidad es financiar la adquisición del control accionario de una empresa por sus directivos, con la garantía de los activos de dicha empresa una vez consumada la toma del control, cuando sea la propia sociedad la que facilite ella misma la financiación previa necesaria para su puesta en marcha ⁽¹⁴⁸⁾.

En conclusión, que el interesamiento de los administradores en la sociedad atribuyéndoles acciones propias u opciones, es un objetivo que debería considerarse laudable, y merecedor del amparo del Derecho pero siempre y cuando se mantenga dentro de unos límites que no incidan sobre el control de la sociedad.

¹⁴⁶ Sobre las implicaciones jurídicas de esta tesis, que ha suscitado gran interés en Alemania, v. últimamente BUSSE VON COLBE, «Was ist und was bedeutet Shareholder Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht?», en ZGR, 1997, pgs. 271 y ss.; MÜLBERT, «Shareholder Value aus rechtlicher Sicht», en ZGR, 1997, pgs. 129 y ss. y VON WERDER, «Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?», en ZGR, 1998, pgs. 69 a 91.

¹⁴⁷ V. FLORES, «La adquisición...» cit., pg. 524.

¹⁴⁸ Mantiene el mismo planteamiento VAZQUEZ, ob. cit., pg. 481, nota 52.

4. El pago de dividendos en acciones: ¿deshaciéndose de la autocartera o realimentándola?

Las acciones propias en poder de la sociedad pueden utilizarse también como forma de pagar a los accionistas sus dividendos. Esta utilización de la autocartera, que puede articularse jurídicamente de diversa manera (como pago de dividendos en especie, como dación en pago, como venta a los accionistas y compensación del precio con la deuda por los dividendos -es la llamada «reversión de dividendos»-, etc), se podría entender en principio beneficiosa, ya que, por un lado, contribuiría a eliminar la autocartera de la sociedad, acumulada por otras razones -objetivo este bien estimable- y, por otro, podría favorecer la estabilidad del accionariado al propiciar el incremento de su participación en la sociedad de las personas que son ya accionistas ⁽¹⁴⁹⁾.

Si se analiza con mayor cuidado, sin embargo, se descubren pronto objeciones, que, además, tienen un mayor peso que los señalados beneficios. Dejando al margen consideraciones que exceden del objeto de este trabajo -como la más que probable inadmisibilidad del pago de dividendos en especie-, e incluso la posible inclusión de estas operaciones en la prohibición de asistencia financiera cuando, como es frecuente, el accionista adquiere las acciones con una rebaja sobre su cotización, entiendo que desde el punto de vista estricto del tratamiento de las acciones propias, es un sistema sumamente peligroso. Sobre todo hay que poner de relieve que esta forma de pago de dividendos, más que el sistema de drenaje de la autocartera, que aparenta, es en realidad un sofisticado mecanismo de realimentación de la misma, en la medida que hace viable una rueda continua de adquisiciones-enajenaciones, que posibilita, entre otros efectos indeseables, una intervención continuada de la sociedad sobre las propias cotizaciones. Consecuentemente, esta operativa no merece ser amparada por el Derecho ⁽¹⁵⁰⁾.

5. La inversión en acciones propias: ¿realizando una inversión útil o manteniendo una pesada y peligrosa carga?

Hay también quien ha destacado la utilidad de la adquisición de acciones propias como sistema de inversión. Nadie sabe mejor -se viene a argumentar- que la sociedad (sus dirigentes) el valor real de la empresa y de sus acciones. Si la sociedad está en una buena situación económica, ¿qué mejor inversión que ésta? ⁽¹⁵¹⁾.

Creo que a estas alturas del trabajo, esta cuestión se debería de responder por sí sola: cualquiera. Son tantos los peligros e inconvenientes que aparejan las operaciones sobre acciones propias, es tan relativo el valor de estas acciones cuando están en poder de la propia sociedad, que lo mejor que puede hacer la sociedad, si le sobran recursos para ello, es emplearlos en otras inversiones o actividades. Una

¹⁴⁹ En relación con el Derecho español, resalta la utilidad de estas operaciones, que a su juicio son además legítimas, PAZ ARES, «La denominada 'reversión en dividendos'» cit., pgs. 10.080 y ss.. También mantiene una opinión favorable VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 171 y ss..

¹⁵⁰ Desarrolla en detalle numerosos argumentos en contra de la admisibilidad de estas operaciones, SANCHEZ ANDRES, «Acotaciones...» cit., pgs. 4071 y ss.

¹⁵¹ Mantiene últimamente planteamientos de este tipo, recogiendo posturas mantenidas tradicionalmente en la doctrina francesa, VAZQUEZ, ob. cit., pgs. 200 y ss..

cosa es permitir estas operaciones en ciertos casos, por su inocuidad y/o sus ventajas, y consentir un cierto nivel de autocartera a las sociedades, y otra bien distinta fomentar su realización ⁽¹⁵²⁾.

C. Las tendencias legislativas para permitir utilizaciones ventajosas.

Como ya se ha adelantado, los ordenamientos no han permanecido tampoco indiferentes a los aspectos beneficiosos o ventajosos de las operaciones sobre acciones propias. De la misma manera que se han venido desarrollando instrumentos para prevenir sus peligros, se han ido estableciendo determinadas técnicas para reconocer a las sociedades un ámbito de actuación razonable en esta materia, que les permita aprovecharse de tales beneficios. A continuación examinaremos brevemente estas técnicas, para concluir con el examen de las excepciones más comúnmente autorizadas.

1. Las técnicas utilizadas. Requisitos y causas para adquirir.

El ámbito de actuación reconocido a las sociedades en materia de operaciones sobre acciones propias, como es lógico, tiene un alcance diverso dependiendo de ordenamientos. Los hay más estrictos y los hay más permisivos. También son diversos los instrumentos que se utilizan para delimitar este ámbito. Es una constante, sin embargo, partir explícita o implícitamente de una prohibición general de la adquisición de acciones propias, de tal manera que sólo está autorizada su realización en los casos expresamente establecidos por la Ley. Estos casos, además, vienen estableciéndose utilizando dos técnicas alternativas, que no es infrecuentemente además ver utilizadas simultáneamente o combinadas entre sí en un mismo ordenamiento.

a) La técnica más clásica de configuración de casos de adquisición permitida, es la de los *requisitos de adquirir*, a la que ya se ha hecho referencia anteriormente, al analizar las tendencias legislativas para prevenir los peligros de la adquisición de acciones propias ⁽¹⁵³⁾. Precisamente se trata de una técnica preocupada fundamentalmente por la desactivación de dichos peligros, que persigue establecer unas condiciones para la realización de estas operaciones en las que resulten inocuas o, cuando menos, escasamente peligrosas.

Un buen ejemplo de esta técnica la encontramos en el artículo 19 de la 2ª Directiva de la CEE, donde se permite que la legislación de los Estados miembros autorice la adquisición de acciones propias, cumpliendo determinadas condiciones que al efecto se establecen: autorización de la Junta general de accionistas, con ciertos requisitos, que las acciones adquiridas no superen el 10 por 100 del capital social, etc.

b) La segunda técnica consiste en configurar *excepciones causales*. En este caso, se precisan unas causas que harían lícita la operación. No obstante, el papel delimitador atribuido a dicha causa puede ser diverso. En algunos casos, se trata

¹⁵² Con una postura similar, LIZZA, *L'acquisto...* cit., pgs. 112 y ss..

¹⁵³ V. el apartado II, B, 1.

de una causa-origen, ya que se permite la adquisición cuando se produzca como consecuencia de la situación que se delimita. Por ejemplo, cuando se autorizan las adquisiciones en los supuestos de sucesión legal universal. En otros, en cambio, se trata de una causa-fin, pues se permite la adquisición cuando persigue el propósito que se establece. Por ejemplo, cuando se autorizan las adquisiciones de acciones propias con la finalidad de transmitírselas a los trabajadores de la sociedad.

La utilización de esta técnica para reconocer excepciones, puede obedecer a planteamientos de fondo diversos. En algunos casos, se trata de nuevo de la preocupación de evitar los peligros de las operaciones sobre acciones propias, al representar estas causas situaciones donde no se presentarían. Así parece suceder, por ejemplo, en la autorización generalizada en el conjunto del Derecho comparado, de las adquisiciones a título gratuito, en cuanto no acarrearían los peligros patrimoniales que se achacan a las modalidades onerosas. En otros, en cambio, parecen pesar sobre todo los beneficios o ventajas de la operación que, una vez valorados, se consideran superiores a sus posibles inconvenientes. Por ejemplo, en la excepción, también bastante extendida, configurada para las adquisiciones realizadas con la finalidad de atribuir las acciones a los trabajadores. Las ventajas de política social vinculadas a la participación de los trabajadores en el capital de la sociedad, se consideran en este caso superiores a los posibles inconvenientes de la adquisición de acciones propias en sí misma considerada.

c) Ambas técnicas pueden combinarse o alternarse en un mismo ordenamiento jurídico. En el primer caso, la excepción causal se sujeta a requisitos de adquisición. Por ejemplo, cuando se permite adquirir acciones para evitar un daño grave de la sociedad, pero dentro de determinadas condiciones (con el patrimonio no vinculado, con el límite del 10 por 100 del capital social, etc.). En el segundo, se diferencian supuestos de adquisición permitida, distinguiéndose entre adquisiciones descausalizadas, que tienen que sujetarse a unos requisitos generales, y adquisiciones causalizadas no sometidas a dichos requisitos (o en su caso, a requisitos propios) ⁽¹⁵⁴⁾.

Seguramente esta combinación de técnicas es además el mejor sistema para alcanzar los variados y bien diversos objetivos de política jurídica que debe perseguir una regulación adecuada en la materia. De hecho así sucede en los ordenamientos más desarrollados.

2. Las excepciones más comúnmente admitidas.

Para finalizar, puede ser de utilidad realizar un catálogo de las excepciones que de manera más generalizada se vienen reconociendo en el Derecho comparado, a la prohibición general de adquirir acciones propias. Examinadas ya las tendencias legislativas para la prevención de los peligros de estas operaciones, que se expresan fundamentalmente en los *requisitos de adquirir*, me voy a limitar a las excepciones causales más comúnmente admitidas, bien entendido que cada Dere-

¹⁵⁴ Así se hace, por ejemplo, en la LSA española, en la que el artículo 75 de la LSA, permite adquirir derivativamente acciones propias cumpliendo los requisitos que establece (autorización de la Junta, con el límite del 10 por 100 del capital, etc.), y el artículo 77, autoriza determinadas adquisiciones causales sin necesidad de cumplir tales requisitos (para reducir el capital social, en caso de sucesión a título universal, etc.).

cho configura su lista propia y que en este terreno, como se acaba de indicar, coexisten modelos con distinto grado de rigurosidad.

Estas excepciones son las siguientes:

1ª) Para evitar un daño grave de la sociedad (¹⁵⁵).

2ª) Para reducir el capital de la sociedad, siguiendo el procedimiento general establecido para estas operaciones (¹⁵⁶).

3ª) Para distribuir acciones a los trabajadores de la sociedad o de empresas vinculadas (¹⁵⁷).

4ª) En los supuestos de sucesión legal universal o transmisión en bloque de un patrimonio con su activo y pasivo (¹⁵⁸).

5ª) A título gratuito (¹⁵⁹).

6ª) En el marco de un proceso de ejecución judicial, para satisfacer un crédito de la sociedad (¹⁶⁰).

7ª) En cuanto a la aceptación en prenda de acciones propias y a la asistencia financiera para adquirir, cuando se realizan estas operaciones en el marco de las «operaciones ordinarias» de los bancos (¹⁶¹).

En principio de estas excepciones, las únicas que me parecen cuestionables son la primera y la última. En cuanto a la causa del daño grave, porque, a pesar de los meritorios esfuerzos interpretativos realizados para su más correcta delimitación, constituye una cláusula general lo suficientemente amplia e inconcreta como para servir de amparo a utilidades de las operaciones sobre acciones propias que no lo merecen (sostener cotizaciones, empleo en las luchas de control, etc.) (¹⁶²). Respecto a la excepción configurada para los bancos en el marco de sus

¹⁵⁵ El ejemplo característico es el Derecho alemán, § 71, I, 1º de la AktG, de donde procede la excepción (introducida originariamente en la reforma de 1931) y de ahí fue pasando a otros Derechos como el español, en el artículo 47, 1 de la LSA de 1951, ya derogado, y el argentino, artículo 220, 2 de la Ley de sociedades comerciales. Por su parte, el artículo 19, 2 de la 2ª Directiva CEE, permite que las legislaciones de los Estados miembros eximan del requisito de la autorización de la Junta, cuando la adquisición sea necesaria para evitar a la sociedad «un perjuicio grave e inminente».

¹⁵⁶ Excepción prácticamente generalizada. Por ejemplo, artículos 20, 1, a) de la 2ª Directiva; 220, 1 de la Ley de sociedades comerciales argentina; y artículo 30, 1, d) de la Ley de sociedades por acciones brasileña.

¹⁵⁷ Reconocida en el artículo 19, 3 de la 2ª Directiva CEE y, dentro de los Estados miembros de la UE, en los artículos 217-1 y 217-2 de la Ley de sociedades comerciales francesa, y en el § 71, I, 2º de la AktG alemana.

¹⁵⁸ Excepción también muy generalizada. Por ejemplo, artículos 20, 1, b) de la 2ª Directiva CEE; 220, 3 de la Ley de sociedades comerciales argentina y 210, 2 del Código de comercio japonés.

¹⁵⁹ Muy generalizada. Por ejemplo, artículo 20, 1, c) de la 2ª Directiva CEE.

¹⁶⁰ Artículo 20, 1, g) de la 2ª Directiva CEE.

¹⁶¹ Artículos 23, 2 y 24, 2 de la 2ª Directiva CEE.

¹⁶² La supresión de esta cláusula en la reforma del Derecho español de 1989, que venía recogida en el artículo 47, 2 de la LSA de 1951, y que se podía haber seguido manteniendo en el sentido con que se recoge en la 2ª Directiva CEE (como situación que exonera del requisito de la previa autorización de la Junta), se debió a la propuesta formulada por PAZ ARES («Negocios...» cit., pg. 505), que entendía, hoy creo que con razón, que «la cláusula general de daño grave podría correr el riesgo de convertirse en un 'agujero negro' a través del

«operaciones corrientes» porque, además de representar un privilegio que carece de justificación, y de constituir de nuevo una cláusula general demasiado amplia e inconcreta que puede utilizarse para amparar maniobras dudosas, olvida que una ordenada política jurídica en la materia debiera estar dirigida fundamentalmente a prevenir los peligros de estas operaciones precisamente en relación con los bancos, que es donde históricamente se han revelado como más frecuentes y dañinas. Es decir, justo en sentido contrario al apuntado por esta discutible excepción (163).

IV. A MODO DE CONCLUSION.

Las principales conclusiones que cabe extraer de este trabajo, se han ido estableciendo a lo largo de su desarrollo al examinar los principales problemas de política jurídica que plantean las operaciones sobre acciones propias y las tendencias legislativas más generalizadas en la materia. No obstante, no quiero terminar sin establecer una conclusión final, que además de alguna manera ha ido guiando mis reflexiones. Las operaciones sobre acciones propias son sumamente peligrosas, y sus ventajas o beneficios, ni de lejos son equiparables a sus graves inconvenientes. Cualquier extensión del ámbito de actuación de las sociedades en este punto, debe por tanto ser cuidadosamente valorada. Las *alegrías* en este punto, sobre todo en relación con bancos y sociedades cotizadas, pueden tener gravísimas consecuencias. A los hechos me remito.

cual se vaciase de contenido el requisito de la autorización de la junta y se abriese la puerta a los administradores para influir en la estructura de poder de la junta».

¹⁶³ Ya formulé una crítica semejante a las disposiciones de la 2ª Directiva CEE donde se permitía que los Estados miembros que lo juzgasen conveniente introdujeran esta excepción, en un trabajo publicado en 1985, cuando se estaba planteando la reforma en España como consecuencia de la incorporación a la CEE (VELASCO SAN PEDRO, «La prohibición...» cit., pg. 574, nota 44). El legislador español, en la reforma de 1989, introdujo finalmente esta excepción. Pocos años después tal franquicia reveló en la misma España sus peligros, ya que buena parte de la autocartera del *Banco Español de Crédito*, intervenido por el Banco de España en 1993 (v. las notas 18 y 29), parece ser que se encauzó por esta vía (v. GONZALEZ URBANEJA, *Banca y Poder*, 2ª ed., Madrid 1994, pgs. 326 y ss., que incluye un curioso modelo de carta de intenciones presuntamente utilizada por la entidad para dar cobertura a préstamos concedidos a terceros para adquirir acciones del banco, en el marco, cómo no, de su «actividad ordinaria»). Al día de la fecha, después de haberse reformado en parte en 1995 el régimen de los negocios sobre acciones propias, la excepción continúa siendo reconocida en el Derecho español.

PANEL SOBRE REGULACION JURIDICA DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL MERCOSUR*

Panelistas:

Dr. Héctor Alegría (Argentina)
Dr. Nelson Eizirik (Brasil)
Dr. Ricardo Olivera García (Uruguay)
Dr. Oscar Torres Zagal (Chile)

* *Se reproducen las disertaciones presentadas por los profesores Dr. Nelson Eizirik, Dr. Ricardo Olivera García y Dr. Oscar Torres Zagal.*