

LOS NEGOCIOS DE LA SOCIEDAD CON LAS PROPIAS ACCIONES ⁽¹⁾

LUIS DIEZ-PICAZO

Profesor de Derecho Civil en la Universidad Autónoma de Madrid.

SUMARIO:

I. La llamada adquisición originaria de las acciones propias.- II. La llamada adquisición derivativa de acciones propias. Los supuestos de libre adquisición.- III. Los requisitos generales de las adquisiciones derivativas de las acciones propias.- IV. El papel de la junta general en las autocarteras.- V. La necesaria constitución de una especial reserva.- VI. El límite del 10% del capital social.- VII. El estatuto de las autocarteras. La suspensión del ejercicio del derecho de voto de las acciones propias en cartera.- VIII. La adquisición de acciones en contravención de las disposiciones legales.- IX. La aceptación en garantía y la posesión en prenda de acciones propias.- X. La utilización de personas interpuestas.- XI. La asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.- XII. La extensión de las reglas sobre acciones propias a las llamadas "participaciones recíprocas".

El hecho de que una sociedad anónima adquiera sus propias acciones aparece, a primera vista, como algo anómalo, frente a lo que el ordenamiento jurídico debe ponerse en guardia. En un supuesto como el descrito, se vulnera la regla de la integridad del capital social y la regla de efectividad de las aportaciones. Si no se olvida que las acciones representan partes alícuotas del capital social, resulta paradójico o contradictorio que una parte alícuota del capital social esté en manos de la propia sociedad, pues ello significa que, en esa parte, el capital social desaparece, es decir, se produce un vacío o, cuando menos, un aguiamiento de dicho capital social. Las cosas son muy parecidas si se contemplan desde el punto de vista contable, pues hacer figurar lo que en la jerga se denomina "autocartera" en el activo de la sociedad anula, por lo menos en parte, la cuenta de pasivo, que es la cuenta de capital. Las cosas son claras si se piensa que, en el caso de que las acciones se adquieran por su valor nominal, a título oneroso, lo que en la práctica se está haciendo es restituir aportaciones, que es, en el Derecho de Sociedades, una vía de reducción de capital. Si se adquieran a un precio superior al valor nominal, además de restituirse aportaciones, la sociedad se empobrece, sin adquirir un valor económico consistente, y, si se adquieran por un valor inferior al nominal, aunque no hay especial empobrecimiento, como es lógico, los demás efectos continúan produciéndose. Si, por lo menos en los dos primeros casos, se restituyen —mediante la adquisición— aportaciones, hay que explicar la razón por la cual los transmitentes, socios en ese momento, reciben un trato privilegiado, que rompe la regla de la igualdad de trato de todos los socios.

Frente a ello se puede decir, y se ha dicho, que la adquisición de acciones propias cumple, por lo menos en ocasiones, finalidades económicas que son útiles y que no pueden ser desdenadas, aunque la cuestión continúa planteándose siempre con oscuros perfiles. Se ha dicho, con razón, que las acciones propias no representan más que una difusa titularidad de segundo grado, que, al recaer sobre los fondos de los que ellas mismas forman parte, carecen en última instancia de valor; que en tiempos de crisis de la sociedad nadie querrá comprarlas; y que en tiempos de bonanza no otorgan a la sociedad nada que esta no pueda obtener mediante una operación de aumento de capital de carácter oneroso o con contraprestaciones.

Hay, en ocasiones, finalidades prácticas cuyo enjuiciamiento tiene que realizarse de un modo casuístico. Si la adquisición se realiza para mantener las cotizaciones en el mercado, no puede discutirse que se está violando la regla de transparencia del mercado y de libre formación en el mismo de los precios. Sin embargo, una sociedad se puede ver obligada a comprar sus propias acciones, cuando con ello trata de defenderse frente a maniobras que traten de hacer descender los precios de las cotizaciones. En otras ocasiones, las acciones en autocartera pueden facilitar la

⁽¹⁾ El presente artículo fue originalmente publicado en: *Estudios Jurídicos sobre la Sociedad Anónima*, Fundación Profesor Manuel Broseta, Editorial Civitas S.A., pp. 186-211.

salida de la sociedad de un socio o de un grupo de socios, sin obligar a la reducción del capital social y sin obligar a los socios restantes a sacrificios que no están en condiciones de realizar sin traer a nuevos socios, lo que puede ser muy difícil o desaconsejable para la marcha misma de una sociedad.

Todo ello ha conducido en la llamada Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea y en la actual Ley de Sociedades Anónimas (en adelante, LSA), a una regulación que trata de recortar las posibilidades de estos negocios con las propias acciones y de adoptar medidas de garantía para los socios.

I. LA LLAMADA ADQUISICIÓN ORIGINARIA DE LAS ACCIONES PROPIAS

Es aquella en que la sociedad adquiere las acciones propias en el momento mismo de la emisión de estas, es decir, en el momento constitutivo de la sociedad o en el momento de llevarse a cabo una ampliación de capital.

La regla general es la prohibición de la adquisición originaria, porque en tal momento no se cumple ninguna de las finalidades que en el tráfico habían aconsejado o forzado los negocios sobre acciones propias y porque significa una exoneración a la regla de la efectividad de las aportaciones, así como la creación de un capital que parcialmente es aparental. El artículo 47 de la LSA declara, por ello, nula la creación de acciones que no respondan a una efectiva aportación patrimonial a la sociedad y prohíbe emitir acciones por una cifra inferior a su valor nominal.

No obstante la inicial regla prohibitiva, el artículo 74 de la LSA salva de la nulidad la autosuscripción al establecer que las acciones suscritas, infringiendo la prohibición, serán propiedad de la sociedad suscriptora, pero deberán ser liberadas por los promotores y los socios fundadores, o en caso de aumento de capital social por los administradores. Se aparta en este punto el Derecho positivo español de algunas otras posibles alternativas que permite el artículo 18 de la Segunda Directiva y que se adoptan en el Derecho comparado. Así, la doctrina alemana al interpretar la prohibición de autosuscripción del parágrafo 56 de la AG llega a la conclusión de que tal operación es nula, con la consecuencia de que el registrador debe rechazar la inscripción, por lo que se entiende que la responsabilidad por íntegra aportación, que se pone a cargo de los administradores culpables, solo se da en los casos excepcionales en que la ley permite una sanación de la nulidad por falta de una inscripción indebidamente causada. La segunda solución, que se prevé en el apartado segundo del artículo 2357 del Código Civil italiano, es una conversión *ex lege* del negocio de autosuscripción, en virtud de la cual la propiedad pasa a aquellas personas a quienes se obliga a liberarlas.

A nuestro juicio, al optar por la solución de hacer a la sociedad suscriptora propietaria de las acciones autosuscritas e imponer la obligación de liberarlas a los socios culpables, nuestro legislador ha desincentivado, de la forma más radical posible, las violaciones de la prohibición, porque hace lo más gravosa posible la situación de los culpables de la infracción.

Impide, además, el intento doctrinal de suavizar las consecuencias, impidiendo que los administradores y fundadores que liberan tales acciones puedan exigir de la sociedad que se les trasmitan o que se vendan y que se les entregue el precio obtenido.

La ley no dice nada, en cambio, sobre el futuro de las acciones que pertenecen a la sociedad en virtud de una adquisición originaria de carácter irregular. El silencio de la ley no puede ser interpretado en el sentido de que la única sanción de la prohibición sea la antes señalada, a la que puede añadirse la sanción disciplinaria prevista en el artículo 89 para todas las infracciones de lo dispuesto en la sección cuarta, pues parece contrario a los principios de la ley permitir que, en este caso, la sociedad conserve indefinidamente las acciones autosuscritas, ya que sería absurdo tratarlas

de forma menos rigurosa que las acciones propias íntegramente desemboladas adquiridas por la sociedad a título gratuito.

Las soluciones posibles, en este punto, parecen ser tres: la primera, es sostener que es aplicable la regla que contienen los tres primeros párrafos del artículo 76 para las acciones propias adquiridas en contravención del artículo 75, que es la solución propuesta por el profesor Paz-Ares. La segunda solución es sostener la aplicabilidad de los tres primeros párrafos del artículo 76, pero establecer a esta aplicabilidad algunas excepciones, siempre que: (i) el negocio sea ratificado por la junta general; (ii) que el valor nominal de las acciones suscritas sumado al de las demás acciones propias no exceda el 10% del capital social; y, (iii) que la sociedad pueda adoptar la reserva prescrita en el artículo 76. La tercera solución es aplicar a las acciones suscritas la regla del artículo 78 para las adquiridas a título gratuito, que es la de enajenarlas en el plazo máximo de tres años.

Nos inclinamos por la segunda de las soluciones indicadas. La tercera no tiene en cuenta el carácter legítimo y la mayor peligrosidad de los negocios de autosuscripción, que no se pueden equiparar a las donaciones, ni la eventual insolvencia de los responsables del desembolso. Por su parte, la primera solución lleva a imponer a la sociedad la enajenación o la amortización de las acciones autosuscritas en unos supuestos que son en el fondo equivalentes a otros en que la sociedad puede haber adquirido directamente una cantidad igual de acciones, conservándolas con plena licitud.

El apartado tercero del artículo 74 equipara a la autosuscripción el caso de la suscripción realizada por persona interpuesta, que encubre, a través de su interposición, la autosuscripción, haciendo, para este caso, responsables solidarios a los fundadores y promotores del reembolso de las acciones suscritas.

La regulación de la llamada adquisición originaria se cierra con una norma que establece la exención de responsabilidad de los fundadores, promotores, que no hayan incurrido en culpa. Exige ello algunas puntualizaciones sobre inteligencia de la culpa que establece aquí la ley. Creemos que no podrá alegarse como ausencia de culpa la existencia de un error de prohibición que parece que, en ningún caso, debe considerarse como excusable. Por consiguiente, nos inclinamos a considerar que exentos de culpa serán quienes no hayan conocido el acuerdo y quienes en forma excusable no hubieren querido adoptarlo. La falta de presencia será inexcusable cuando se conocía que el acuerdo se fuera a adoptar.

II. LA LLAMADA ADQUISICIÓN DERIVATIVA DE ACCIONES PROPIAS. LOS SUPUESTOS DE LIBRE ADQUISICIÓN

El artículo 77 de la LSA establece cuatro supuestos de lo que denomina "de libre adquisición", aunque esta "libertad" solo se refiere a la falta de necesidad de cumplir los requisitos prevenidos en el artículo 75. La plena libertad no se produce porque este tipo de adquisición queda sometido a la "obligación de enajenar" del artículo 78.

Los supuestos del artículo 77 son casos en que falta el designio de la sociedad que la ley trata de impedir. Son, por consiguiente, supuestos en que la adquisición de acciones propias carece del carácter peligroso.

Los supuestos mencionados son los siguientes:

1. Las acciones propias se adquieren en ejecución de un acuerdo de reducción de capital adoptado por la junta general. Se trata de una modalidad que el artículo 170 regula detalladamente.
2. Las acciones forman parte de un patrimonio adquirido a título universal. Este caso, que habrá de tratarse de una sucesión hereditaria en que la sociedad herede a uno de sus accionistas, o

de un supuesto de fusión, el traspaso de la propiedad de las acciones es solo un aspecto de un fenómeno mucho más general, que es la compenetración de patrimonios. Por eso, cualquier traba puede producir la consecuencia de obligar a la sociedad a renunciar a la herencia o a la fusión.

Debe señalarse que, en este supuesto, al contrario de lo que ocurre en los dos siguientes, la ley no exige que las acciones adquiridas se encuentren enteramente liberadas. Se trata de una facultad concedida por el artículo 20.1.b) de la Segunda Directiva.

En nuestra opinión, si se trata de acciones no íntegramente liberadas, y de una herencia integrada por acciones de la sociedad heredera no totalmente desembolsadas, los administradores tendrán que aceptar la herencia a beneficio de inventario a fin de producir los efectos previstos en los artículos 1023 y 1192 del Código Civil, bajo pena en caso contrario de tener que responder personalmente del pago de los dividendos pasivos de las acciones en cuestión.

3. Cuando las acciones que estén íntegramente liberadas sean adquiridas por la sociedad a título gratuito. Se trata también de un supuesto en el que no aparece ninguna situación de peligro, siempre que se cumpla con la obligación de enajenarlas, estipulada en el artículo 78.

La necesidad de que se trate, en este caso, de acciones liberadas, es decir, íntegramente desembolsadas, tiende a preservar lo que se llama el principio de aportación e integridad del capital social, pues, adquiridas por la sociedad sus propias acciones, si no se cumple el requisito mencionado, se extinguiría por confusión la deuda de los dividendos pasivos. El problema es, entonces, si la vulneración del requisito hace nula la adquisición, si los administradores culpables asumen la deuda de los dividendos pasivos pendientes o si la sanción es la aplicación de la multa prevista en el artículo 89. Probablemente las soluciones apuntadas no son incompatibles; debe considerarse nulo el negocio e imponerse, además, la sanción.

4. Cuando las acciones íntegramente liberadas se adquieren como consecuencia de una adjudicación judicial para satisfacer un crédito de la sociedad frente al titular de dichas acciones.

La hipótesis resulta clara y por lo menos en línea de principio clara es su justificación. La sociedad es acreedora de uno de sus socios, por cualquier título determinante de tal crédito, y en la vía ejecutiva se sacan a subasta acciones que son propias de la sociedad acreedora y ejecutante. En estos casos, en que el acreedor ejecutante puede pedir la adjudicación de los bienes objeto de la traba y subasta, los requisitos del artículo 77 se habrán cumplido. Naturalmente, el acreedor ejecutante hará uso del derecho cuando los precios puedan envilecerse hasta el punto de impedir el cobro de los créditos. Esta razón de percibir los propios créditos parece una razón suficiente.

Ocurre, sin embargo, que el artículo 77 no ha exigido para el embargo ninguno de los requisitos que para la pignoración exige, en cambio, el artículo 88. La omisión no es por sí misma peligrosa, aunque puede dar lugar a un mecanismo tortuoso o fraudulento para evitar, al menos parcialmente, algunos de los requisitos de la adquisición o de la aceptación en garantía de acciones propias.

Las acciones adquiridas por esta vía, en adjudicación judicial, deben ser también íntegramente liberadas con las consecuencias comentadas en el apartado anterior.

Respecto de las acciones propias adquiridas en virtud de lo dispuesto en los casos de libre adquisición (con excepción de las adquiridas en ejecución de una reducción de capital), el

artículo 78, en armonía con lo prescrito en el artículo 20.2 de la Segunda Directiva, impone la obligación de enajenarlas en el plazo máximo de tres años a contar desde su adquisición, siempre que su valor nominal, sumado al que posea ya la sociedad, exceda del 10% del capital social.

La excepción "salvo que sean amortizadas" parece referirse a las adquisiciones contempladas en la letra del artículo 77, esto es, aquellas que se adquirieron en ejecución de un acuerdo de reducción del capital social, aunque nada impida, si el cumplimiento de la obligación de enajenar es defectuoso, que se adopte *a posteriori* ese acuerdo de reducción.

Hay que entender que la obligación de enajenar o, en otro caso, de amortizar, no se refiere a la titularidad de todas las acciones adquiridas; sino solo a un número de acciones cuyo valor nominal sea igual al exceso existente sobre el 10% del capital social, porque no se puede olvidar que se trata de adquisiciones que son legítimas y cuyo único problema es que en el momento de la adquisición sobrepasan la cuota de dicho porcentaje.

El párrafo final del artículo 78, de conformidad con el artículo 20.3 de la Segunda Directiva, ordena que "de no producirse la enajenación indicada se procederá de acuerdo con lo previsto en el artículo 76", que más tarde examinaremos y, además, en virtud de la aplicación del artículo 89, a la imposición a cada uno de los administradores culpables de una multa hasta el valor nominal de las acciones que debieran ser enajenadas.

III. LOS REQUISITOS GENERALES DE LAS ADQUISICIONES DERIVATIVAS DE LAS ACCIONES PROPIAS

Se encuentran establecidos por el artículo 25 y son los siguientes: la autorización de la junta general; el límite del 10%; la dotación de una reserva y el carácter íntegramente desembolsado de las acciones suscritas.

IV. EL PAPEL DE LA JUNTA GENERAL EN LAS AUTOCARTERAS

Se ha dicho que la adquisición de acciones por parte de una sociedad es un inequívoco acto de administración y, en principio, de la exclusiva competencia de los órganos de administración.

La razón de la intervención de la junta general en este punto se ha querido encontrar en la obligación de establecer una reserva, de la que después hablaremos, así como de resolver en cuanto a la aplicación de requisitos. Sin embargo, más parece obedecer a un principio de transparencia e igualdad de trato de todos los socios.

La necesidad de intervención de la junta general no le transfiere competencia. Se requiere el *placet* de la junta, pero la competencia sigue siendo del órgano de administración. Carecería de efectos vinculantes una decisión que, más que autorizar, ordenase la adquisición (o la enajenación) de las propias acciones. Por otro lado, se opone a que en los casos en que exista un daño inminente y grave para la sociedad, que solo pueda ser contrarrestado con eficacia mediante la adquisición de acciones propias, los administradores inviertan el procedimiento normal: adquieran primero las acciones y recaben *a posteriori* la autorización.

La autorización de la junta debe versar sobre: a) las modalidades de la adquisición; b) el número máximo de acciones a adquirir; c) el precio mínimo y máximo de la adquisición; y d) la duración de la autorización, que en ningún caso podrá exceder de dieciocho meses.

Estas reglas, en especial la del precio mínimo de adquisición, parecen fundadas en la idea de mantener la igualdad entre los socios y no producir discriminación entre ellos. No existía esta regla en el proyecto de reforma de ley, sin duda por haberse atendido a las críticas dirigidas al respecto en

relación con el anteproyecto. Se incluyó, sin embargo, en el informe de la Ponencia del Congreso, pase a no existir enmienda en tal sentido. Tal decisión ha de admitirse, aunque solo sea porque dicha decisión está contemplada en el artículo 19.1.a) de la Segunda Directiva. Como ha escrito Carbonetti, a propósito de esta previsión del artículo 2.357 del Código Civil italiano, es preciso tener en cuenta que la ley no considera la adquisición de acciones propias como un negocio que tienda a la maximización del beneficio.

Por esta razón, la norma no debe dejar libertad a los administradores para comprar al precio más conveniente para la sociedad, aunque sea inferior al máximo acordado. Cuando la sociedad ofrece adquirir acciones propias, los vendedores son sus propios socios, de manera que todo el beneficio que obtenga con la operación es un sacrificio económico para una parte del componente social. De este modo, la exigencia legal es un equitativo compromiso entre el interés de la sociedad y del socio vendedor. Así, la adquisición al "justo precio" ni privilegia ni daña al accionista vendedor ni, correlativamente, a los accionistas que pertenecen a la sociedad.

V. LA NECESARIA CONSTITUCIÓN DE UNA ESPECIAL RESERVA

Para impedir que la sociedad, al adquirir sus propias acciones, lleve a cabo una liquidación encubierta y ponga en peligro la integridad del capital o disminuya la garantía de sus acreedores, es necesario que solo se permitan las adquisiciones de acciones propias que puedan financiarse con cargo, lo que pueden llamarse "medios libres", es decir, fondos que deben pasar a integrar los beneficios retribuirles; y que se imposibilite que, una vez adquiridas las acciones, mientras las mismas continúen en cartera, bienes por la cuantía de los que fueron empleados en la adquisición puedan ser distribuidos entre los accionistas, utilizados para una nueva adquisición de acciones propias o para cubrir pérdidas, porque de cualquiera de esas formas se acabaría produciendo lo que antes hemos llamado el agotamiento del capital social.

Para conseguir estas finalidades, de acuerdo con lo prescrito en el artículo 19.1.c) de la Segunda Directiva, se establece que una sociedad solo puede adquirir derivativamente sus propias acciones cuando *"la adquisición permita a la sociedad dotar la reserva prescrita en la norma tercera del artículo 79 sin disminuir el capital ni las reservas legales indisponibles"*. El precepto debe leerse en el sentido de que la sociedad ha de poder constituir, al finalizar el ejercicio en el que se realizó la adquisición de las acciones propias de que se trate, la reserva prescrita en la norma tercera del artículo 79.

Entre las distintas alternativas para articular técnicamente la prohibición de adquisición derivativa de acciones propias que no se financien con cargo a lo que antes hemos llamado "medios libres", nuestro legislador ha optado por una solución, que, al situar el cumplimiento del requisito en el momento de la constitución de la reserva, permite e impone a los administradores de la sociedad tener en cuenta la buena o mala marcha de la empresa en el ejercicio.

Las otras dos alternativas que el legislador no parece haber aceptado se encuentran perfectamente expuestas por Cándido Paz-Ares.¹ La primera consiste en declarar el patrimonio neto que sobra de la cobertura del capital y de las reservas indisponibles, que era el camino seguido por el Anteproyecto, al establecer en el artículo 47 que *"la adquisición (...) no podrá producir el efecto de que la alternativa neta pase a ser inferior al del capital de la sociedad más las reservas indisponibles en virtud de esta ley o de los estatutos"*.

¹ PAZ-ARES, Cándido. *Negocios sobre los recursos. La reserva del Derecho español sobre las reservas del capital*. Madrid, 1987, p. 318.

El profesor antes citado opuso algunos reparos a la norma por las dificultades de interpretación que generaba, ya que, según su tenor literal, nunca se produciría el desequilibrio contemplado por el legislador, pues a lo desembolsado para la adquisición correspondería, en el activo, el valor de las acciones adquiridas; razones por las que preconizó la solución de la constitución de la llamada reserva indisponible.

La segunda alternativa consistía en declarar que la adquisición de las acciones propias solo podrá efectuarse con cargo a bienes libres, es decir, beneficios y reservas; solución que también planteaba algunas dificultades de funcionamiento.

Discutido ha sido también si el mecanismo que impone el artículo 75 es o no una reserva en sentido técnico. Se trata, evidentemente, de una cuestión que no es en absoluto neutral y que tiene especial trascendencia en todos aquellos casos en que haya que aplicar normas que se refieren a las reservas como ocurre, por ejemplo, en llamados coeficientes de inversión y recursos propios de las entidades de crédito.

Candido Paz-Ares sostiene al respecto que la reserva es siempre una afectación de bienes existente, mientras que la reserva de acciones propias adquiridas o es una neutralización o desactivación de dicho valor.

VI. EL LÍMITE DEL 10% DEL CAPITAL SOCIAL

Lo establece el párrafo segundo del artículo 75 y se forma sumando el valor nominal de todas las acciones adquiridas en cualquier momento anterior.

Se ha dicho que la cifra del 10% es quizá elevada, sobre todo si consideramos a las grandes sociedades anónimas con capital muy atomizado. Tal vez por ello la primera disposición adicional señala que este límite queda fijado en el 5% cuando se trata de acciones cotizadas en el mercado secundario oficial. Esta regla, sin embargo, no trata tanto de ampliar las posibilidades de adquisición si no de limitar las posibilidades de que dichas adquisiciones se utilicen para manipular el precio de mercado de las mismas. Hubiera sido preferible, en nuestra opinión, establecer con carácter general el límite del 5% para todo tipo de acciones.

Para fijar el límite del 10% han de computarse todas las acciones poseídas por la sociedad a título de propiedad, tanto si han sido adquiridas de manera legítima como si lo han sido ilegítimamente y, también, las aceptadas y poseídas a título de prenda u otra forma de garantía. Por capital social ha de entenderse la cifra del capital suscrito, que incluye por su entero valor nominal las acciones aún no íntegramente desembolsadas, las acciones sin voto y las acciones propias en cartera.

VII. EL ESTATUTO DE LAS AUTOCARTERAS. LA SUSPENSIÓN DEL EJERCICIO DEL DERECHO DE VOTO DE LAS ACCIONES PROPIAS EN CARTERA

1. La suspensión del derecho

Si la ley no dispusiera nada, los administradores de la sociedad estarían en condiciones de ejercitar, en el marco de su poder general de gestión, los derechos de voto correspondientes a las acciones propias en cartera, a la vez que los de las acciones pertenecientes a quienes representan. Es claro que de este modo se influiría indebidamente en las decisiones de la junta. La influencia se puede calificar como indebida, porque se refuerza el poder de los administradores con fondos de la sociedad que a todos pertenecen.

Para impedir estas desviaciones es indispensable que quede en suspenso el ejercicio del derecho de voto de las acciones propias en cartera como, en efecto, dispone el párrafo primero de

la norma primera del artículo 79 en armonía con lo prescrito en el artículo 22.1.a) de la Segunda Directiva.

De acuerdo con el artículo 79, las acciones propias en cartera son capital suscrito con derecho de voto que se encuentra en suspenso. El problema no es baladí, porque hay que saber la relevancia que deba darse a las acciones propias –como dice Paz-Ares– en el cálculo posible del capital, para hacer el cómputo del quórum necesario para el ejercicio de los derechos de las minorías. Existía una amplia tendencia en nuestra doctrina y en la doctrina del Derecho comparado favorable a la tesis de que no integran el capital social, porque al estar privadas de derechos pierden su relevancia como títulos de participación. De alguna manera serían equiparables a las acciones sin voto.

En nuestra opinión, tiene razón Paz-Ares al decir que se debe optar por aquella solución que mejor se adapte a la específica racionalidad de la situación, que es la neutralidad o, por decirlo mejor, neutralización de lo que podemos llamar efectos perversos que otra solución podría producir. Esta es la solución que parece haber adoptado el artículo 79, cuando en su regla segunda señala que las acciones propias se computarán en el capital a efectos de calcular las cuotas necesarias para la constitución y adopción de acuerdos en la junta.

Hay que decir que la suspensión del derecho de voto no elimina todas las dificultades que en la organización interna de la sociedad presenta la adquisición de acciones propias. Es claro que este fenómeno influye directamente sobre las cuotas de participación de los socios, por la sencilla razón de que aun permaneciendo invariadas, en realidad, experimentan un reforzamiento proporcional al de las acciones suscritas por la sociedad. Por ello, cuanto más elevada sea la cuota de dichas acciones, menor será o tendrá que ser la cuota necesaria para ejercer el poder de decisión y control de la junta general. La adquisición de acciones propias permite, en definitiva, reducir la inversión necesaria para mantener el control de la sociedad. El efecto descrito es necesario, puesto que su eliminación total solo podría conseguirse con la reducción de capital.

Una norma complementaria es la regla de que los derechos inherentes a las acciones propias se atribuyen proporcionalmente al resto de las acciones, pero se exceptúa de esta regla el derecho de suscripción gratuita de nuevas acciones, cuando estas se produzcan. Por consiguiente, este derecho pertenecerá a las acciones propias en manos de la sociedad y los administradores podrán enajenarlo o recibir las nuevas acciones gratuitamente asignadas con la condición, en este último caso, de que no sobrepase el 10% del capital social.

2. La información

La regla cuarta del artículo 79 establece que la anómala situación creada por la adquisición de acciones propias debe ser conocida por la totalidad de los socios y, por consiguiente, figurar en el informe de gestión de cada ejercicio, en el que se debe consignar, según la ley:

- Los motivos de la adquisición y enajenación durante el ejercicio.
- El número y el valor nominal de las acciones adquiridas y enajenadas durante el ejercicio y el capital social que representan.
- En caso de adquisición o de enajenación a título oneroso, la contraprestación por las acciones.
- El número y valor nominal del total de acciones adquiridas y conservadas en cartera por la sociedad o por persona interpuesta y la fracción del capital social que representen.

VIII. LA ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN CONTRAVENCIÓN DE LAS DISPOSICIONES LEGALES

La regla general, frente a la contravención de los requisitos establecidos, es la obligación de enajenar y la subsidiaria amortización de las acciones propias con la consiguiente reducción del capital.

Elo quiere decir que, no obstante tratarse de actos contrarios a normas imperativas, no son nulos de pleno derecho, como resultaría de la pura y simple obligación del artículo 6.3 del Código Civil, sino que, como sanción, se establecen las obligaciones antes citadas. Por consiguiente, no hay invalidez ni del negocio obligatorio en que se fundó la transmisión, ni de la transmisión de las mismas.

Como es sabido, en el Derecho alemán las transmisiones patrimoniales están constituidas sobre el llamado principio de separación entre los negocios de obligación y los dispositivos o de transmisión. Elo ha permitido que el parágrafo 71 de la AG declare, por una parte, que la adquisición es eficaz, por validez del negocio abstracto de disposición; pero que el negocio de obligación es nulo, ordenando que las partes carezcan entre ellas de toda la pretensión de cumplimiento.

Literalmente, un mecanismo como el descrito no puede preconizarse al Derecho español, donde el sistema traslativo se asienta, de acuerdo con la opinión absolutamente dominante, sobre el dogma de la causalidad. Sin embargo, no existe dificultad especial para que la ley estableciera una privación a las partes de las pretensiones de cumplimiento del negocio obligatorio de venta o del negocio oneroso de que se trate. Esta propuesta la hizo el antes citado profesor Paz-Ares y hubiera sido una buena medida para evitar el espectáculo de ver a los administradores de la sociedad exigir con éxito ante los tribunales el cumplimiento del negocio de adquisición de las acciones propias no permitido por la ley.

I. La sanción de enajenación

El dilema en el que sitúa el artículo 76 a la sociedad que infringe las normas legales es enajenar o amortizar. La obligación de enajenar compete a los administradores, so pena de incurrir en la "infracción independiente" de la que habla el artículo 89.2 sancionada con multa igual a lo previsto en el artículo 89.1.

La amortización de las acciones y la reducción del capital es competencia de la junta. La regla del artículo 76 –enajenación y subsidiariamente amortización– no parece que deba interpretarse restrictivamente. De lo que se trata es de impedir la perduración de la autocartera. Por consiguiente, durante el transcurso del plazo fijado de un año, nada impide que, si se optó por la primera solución (enajenación), pueda después optarse por la segunda (amortización).

Por la misma razón, aunque haya pasado el plazo del año y se haya llegado a la solución subsidiaria de amortizar, no hay obstáculo para que los administradores puedan enajenar. Las exigencias del principio de igualdad de trato de los accionistas han de ser escrupulosamente observadas al llevar a cabo la enajenación de las acciones propias. Elo significa que los administradores han de actuar de una manera exclusivamente neutral: vendiendo en Bolsa si las acciones cotizan o, en caso contrario, mediante subasta debidamente convocada.

No es preciso, en cambio, que se observen los principios del derecho de suscripción preferente y se dé a cada accionista la opción de adquirir lo que corresponda a su participación en el capital social. Lo único que se exige es que si se da una oportunidad de adquirir, se les dé a todos y en las mismas condiciones. Una "venta bajo cuerda" es por completo inadmisibles.

La enajenación ha de realizarse —dice la ley— en el plazo máximo de un año a contar desde la fecha de la primera adquisición.

Comentando la fórmula similar del artículo 47 del Anteproyecto de 1987, Paz-Ares, siguiendo la opinión de Antonucci, sostuvo que el problema que suscita esta condición legal del plazo de un año desde la adquisición, estriba en que es muy fácil de eludir y que esta elusión puede convertir la norma, si se puede hacer este juego de palabras, en una ilusión, ya que la norma no toma en consideración que hay nuevas adquisiciones al aproximarse el vencimiento del periodo dentro del cual deben ser vendidas las anteriormente adquiridas, de modo que resulta factible mantener constantemente un volumen de autocartera superior al permitido por la ley. Para evitar esta nociva estrategia, el plazo se cuenta desde la primera adquisición, lo que significa la obligación de enajenar toda la autocartera que exceda del porcentaje de 10%. Sin embargo, como se ha dicho, ello no evitará que los administradores que deseen mantener un volumen de autocartera superior al legal, cumplan el deber de enajenar el último día del plazo legal y vuelvan a adquirir un número de acciones igual al de las enajenadas. Se tratará de un fraude a la ley al que habrá que aplicar la multa del artículo 89 en cuya eficacia habrá que confiar.

IX. LA ACEPTACIÓN EN GARANTÍA Y LA POSESIÓN EN PRENDA DE ACCIONES PROPIAS

El artículo 80 dispone que *“la sociedad solo podrá aceptar en prenda o en otra forma de garantía sus propias acciones dentro de los límites y con los mismos requisitos aplicables a la adquisición de las mismas”*.

Cumpliendo con lo prescrito en el artículo 24 de la Segunda Directiva, se acoge la solución alemana y se abandona el sistema de prohibición absoluta al que respondía el artículo 167 del Código de Comercio y que sigue todavía hoy el Derecho francés e italiano. Como se ha dicho, la finalidad del artículo 80 no puede ser evitar el riesgo de una elusión de las normas sobre adquisición de acciones propias, ya que, dado el tenor del literal d) del artículo 77 (adjudicación judicial), no hay ningún motivo para no aplicar lo prescrito en el artículo 75 para la adquisición realizada por la sociedad acreedora en la ejecución de la prenda al caso de las acciones obtenidas por la constitución de la prenda. Sin embargo, esta argumentación olvida que la admisión incondicionada de la aceptación en garantía de acciones propias hubiera llevado a la necesidad de admitir también la adquisición incondicionada en los casos de ejecución de las garantías, como demuestra el hecho de que para la aceptación en prenda de acciones propias se exija que se hallen íntegramente desembolsadas. Lo dicho hasta aquí no significa que no quepa encontrar una ratio autónoma del precepto, que se encuentra muy relacionada con la defensa de la integridad del capital social. Es necesario impedir que, cuando la sociedad estime precisa una garantía para llevar a cabo una operación arriesgada, tal garantía tenga por objeto sus propias acciones, dado que las acciones no generan económicamente bienes que puedan considerarse como bienes que aseguren verdaderamente un crédito, por la misma razón por la que tales acciones no lo serían para asegurar los créditos que terceros acreedores tuvieran contra la sociedad.

Cabe hallar una segunda ratio autónoma del precepto analizado desde el principio de correlación entre el capital y el poder de decisión del principio democrático en aquellos casos en que, por disponerlo así los estatutos, el derecho de voto de acciones correspondía a la sociedad como acreedora. Y en los supuestos en que el derecho de voto de las acciones pignoradas siga correspondiendo al propietario deudor pignoraticio es absolutamente injustificable que los administradores de la sociedad utilicen la situación que les confiere su posición para intervenir en la formación de la voluntad social por medio del voto influido de los deudores pignoraticios.

Aunque una interpretación literal del artículo 80 conduce a pensar que solo es aplicable a la constitución como garantía de las acciones, creemos que debe considerarse aplicable también a los derechos de suscripción preferentes, obligaciones convertibles, bonos de disfrute, etc. La ley se refiere a la constitución voluntaria o contractual de derecho de prenda, por lo que queda fuera de su ámbito la posible adquisición *ex lege*.

El precepto se refiere a cualquier otra forma de garantía, por lo que quedan incluidos todos los tipos de garantías reales o casi reales de tipo negocial, como las reservas de dominio y las adquisiciones fiduciarias con causa de garantía.

X. LA UTILIZACIÓN DE PERSONA INTERPUESTA

Un ordenamiento que prohíba (o imponga restricciones) a la suscripción, adquisición derivativa o aceptación en garantía de acciones propias, frente al fenómeno de la adquisición por persona interpuesta puede optar, por lo menos teóricamente, por tres alternativas. La primera es equiparar al régimen general el supuesto de utilización de persona interpuesta. La segunda es declarar nula la relación interna de interposición. La tercera es una combinación de las dos anteriores que consiste en adoptar la segunda cuando la operación se encuentra prohibida y la primera en los demás casos.

El artículo 18 de la Segunda Directiva establece que *"si las acciones de una sociedad son suscritas por una persona que actúe en nombre propio, pero por cuenta de la sociedad, se considerará que el suscriptor ha realizado la suscripción por cuenta propia"*. Se impone, pues, por lo que a la totalidad de las acciones se refiere, los resultados a los que se llegaría aceptando la segunda de las alternativas antes señaladas. En nuestro Derecho, el artículo 88 ha considerado preferible calificar como nulo cualquier acuerdo entre la sociedad y otra persona, en virtud del cual esta se obliga o se legitima para celebrar en nombre propio, pero por cuenta de aquella, alguna de las operaciones que en esta sección se prohíbe realizar a la sociedad, señalando además que los negocios celebrados por persona interpuesta se entienden efectuados por cuenta propia y no producen efecto alguno sobre la sociedad y aclarando, todavía, que cuando la realización de los negocios citados no está prohibida, quedan tales negocios sometidos a las disposiciones de esta sección.

Con buen criterio se ha optado por la tercera de las alternativas que nosotros mencionábamos. En el artículo 47 del Proyecto existía una disposición que solo era congruente si el legislador hubiera optado por la primera de las alternativas. Acertadamente, tal norma desapareció en el informe de la Ponencia del Senado y se acogió la solución actualmente señalada.

En rigor no hay ninguna razón para prohibir que una sociedad realice por medio de un mandatario o comisionista que obre en su propio nombre las operaciones que podría realizar lícitamente. Por otra parte, cargar sobre la persona interpuesta la contraprestación parece que es el mejor modo de desincentivarla.

XI. LA ASISTENCIA FINANCIERA PARA LA ADQUISICIÓN DE ACCIONES PROPIAS

El artículo 81, en armonía con el artículo 23 de la Segunda Directiva, dispone que la *"sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni prestar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones"*.

Con esta norma se trata de evitar abusos de los administradores que, con frecuencia, se ven inclinados a facilitar a terceros de su confianza fondos de la sociedad con el fin de que adquieran las acciones necesarias para asegurar con sus votos fieles el éxito de las deliberaciones de la junta, para alimentar especulaciones o para obtener cualquier otra finalidad.

Partiendo de la premisa de que tanto la estructura de poder de la sociedad como la de las acciones deban ser resultado de decisiones libres de los inversores, se trata de garantizar ambos órdenes, prohibiendo que utilicen sus fondos para financiar operaciones que los afecten. Además, se trata de conservar la integridad del capital, impidiendo que su respaldo en el activo esté constituido por créditos de la sociedad frente a personas que se han convertido en accionistas gracias a los mismos; con el riesgo de que dichos créditos no puedan hacerse efectivos y con un resultado que es conjuntamente equivalente al de una restitución de aportaciones.

Es difícil comprender, sin embargo, salvo que se haga por estricta obediencia a lo literalmente prescrito en el artículo 23.1 de la Segunda Directiva, que los objetivos citados tengan que conseguirse con una prohibición tan absoluta como la del artículo 81 en un Derecho como el español en que, concurriendo los requisitos enunciados en el artículo 75, se permite a la sociedad adquirir derivativamente sus propias acciones.

A tenor del precepto comentado, son dos los datos que delimitan su ámbito de aplicación:

1. Objetivo (el negocio de asistencia financiera por parte de la sociedad).
2. Subjetivo (la finalidad de que el tercero adquiera las acciones de la sociedad).

Respecto al primero de ellos, la prohibición incluye los préstamos, las aperturas de crédito, el descubierto en cuenta, los descuentos, las prórrogas del vencimiento de los propios créditos, los pagos anticipados de las propias deudas, los negocios típicos de otorgamiento de garantías y cualquier otra operación que, jurídicamente, aun cuando con un tipo negocial diferente, cumpla la misma finalidad.

Para que se integre el supuesto de hecho, es preciso en segundo lugar que el propósito del tercero de adquirir acciones de la sociedad, se haya hecho patente, explícita o implícitamente, en el negocio, incorporándose a su causa. Tiene que haberse situado como motivo común y determinante de la celebración del negocio en cuestión. Por ello, si la sociedad lo desconociera, el negocio será perfectamente válido.

Utilizando la facultad concedida por el artículo 23 de la Segunda Directiva, el artículo 81 dispone que la regla no se aplica cuando tales negocios se dirijan a facilitar la adquisición de acciones por el personal de la empresa. El calificativo o personal debe entenderse referido a las personas vinculadas a la empresa por la relación de trabajo, por lo que quedan excluidas aquellas que ejerzan el cargo de administradores.

Parece razonable sostener que la excepción debe alcanzar los trabajadores o personal de alta dirección siempre que ello no encubra un supuesto de interposición de persona.

XII. LA EXTENSIÓN DE LAS REGLAS SOBRE ACCIONES PROPIAS A LAS LLAMADAS "PARTICIPACIONES RECÍPROCAS"

El establecimiento de participaciones recíprocas puede lesionar el principio de integridad del capital social porque puede producir lo que hemos llamado un aguaniento de los capitales de las sociedades participadas. La causa es clara si no se pierde de vista que determinados grupos de sociedades están obligadas por la ley a establecer un balance consolidado. Desde el punto de vista del grupo, los activos representados por tales acciones son activos ficticios. Por otra parte, un fenómeno como el descrito incluye el riesgo de lesionar el principio democrático, pues cabe esperar que si los administradores de las sociedades participadas no son las mismas personas, se pongan de acuerdo para seguir las instrucciones de los administradores de la sociedad dominante a la hora de ejercer sus facultades en las juntas generales.

Atendiendo a ello, el artículo 82 dispone que no podrán establecerse participaciones recíprocas que excedan del 10% de la cifra del capital social de las sociedades participadas y que la prohibición afecta también a las participaciones circulares constituídas por medio de sociedades filiales.

Al hablar de participaciones el legislador parece haber querido señalar que no se refiere solo a las sociedades que sean todas ellas anónimas, sino que es también aplicable a las que se establezcan entre una sociedad anónima y otras que sean de responsabilidad limitada o comanditarias por acciones.

Al establecer la regla que ahora nos ocupa, el legislador estima que cuando las participaciones recíprocas son iguales o inferiores al 10% del capital suscrito por las sociedades participadas, el riesgo que se crea no tiene entidad suficiente para justificar una intervención.

Por lo que se refiere a las participaciones recíprocas superiores al 10%, nuestro legislador se ha inclinado por la opción prohibitiva que es la de los sistemas italiano y francés frente a la meramente neutralizadora de los riesgos, prohibiendo el derecho de voto que sigue al Derecho alemán.

Las consecuencias de la violación se encuentran establecidas en el artículo 83. La violación de lo dispuesto en él determina la obligación a cargo de la sociedad que reciba antes la notificación, a que se refiere el artículo 85, de reducir al 10% su participación en el capital de la otra sociedad; y si ambas sociedades recibieran simultáneamente dicha notificación, la obligación de reducir correrá a cargo de las dos, a no ser que lleguen a un acuerdo para que la reducción sea efectuada solamente por una de ellas.

Esta reducción debe llevarse a cabo en el plazo máximo de un año, salvo que se trate de participaciones adquiridas en los casos del artículo 77, en que el plazo para la reducción es de tres años. Mientras tanto, queda en suspenso el derecho de voto correspondiente a las participaciones excedentes.

El apartado tercero cierra el sistema al disponer que el incumplimiento de la obligación de reducción determina la venta judicial de las participaciones excedentes, a instancia de parte interesada y la suspensión de los derechos correspondientes a todas las participaciones que la sociedad incumplidora detenta en la otra.

La referencia que se hace al artículo 77 debe entenderse en el sentido de que, para aplicar el plazo de tres años, es necesario, por un lado, que la adquisición que supere la cuota del 10% y todas las adquisiciones posteriores, hayan acaecido en cualquiera de las circunstancias previstas por las letras b), c) y d) del artículo 77, ya que la remisión no debe entenderse a la letra a), y, por otro lado, que las participaciones así adquiridas sean suficientes para que enajenándolas se respete dicha cuota.

En fin, el artículo 84 impone la obligación de establecer una reserva, similar a la que se impone en el caso de adquisición de acciones propias, reserva que se coloca a cargo de la sociedad que reciba antes la notificación del artículo 86.

Ahora puede comprenderse la lógica del sistema. Se busca eliminar las participaciones recíprocas que se consideren peligrosas y, hasta que ello se logre, la suspensión del derecho de voto neutraliza los efectos nocivos para el principio democrático y la reserva del artículo 84 los efectos nocivos para la integridad del capital.

De la ratio de la suspensión del derecho de voto se deduce que este no puede delegarse y que los acuerdos adoptados con los votos de las participaciones que hayan de enajenarse son nulos por ser contrarios a la ley e impugnables por accionistas, administradores o terceros que cuenten con un interés legítimo.

Solo resta ya preguntarnos si en esta materia de participaciones recíprocas cabe o no aplicar las sanciones del artículo 89. No parece posible aplicar el apartado 1, dado el tenor de los criterios que utiliza para determinar la cuantía máxima de la multa, contra el principio de legalidad de las sanciones. Quienes, por el contrario, consideren aplicable el artículo 89, en su párrafo primero, deberán entender que a los administradores de una sociedad participada en más del 10% de su capital por otra y a los administradores de la filial, que hayan adquirido o provocado una adquisición de participaciones en el capital de la sociedad participante y que lo hagan fuera de los supuestos contemplados en los apartados h), c) y d) del artículo 77 y a sabiendas de que con tal adquisición se establece la situación prohibida por el artículo 82, se les debe imponer una multa cuyo límite máximo es la cuantía en que las participaciones adquiridas hayan superado la cuota del 10%.

Más defendible es, en cambio, la aplicabilidad del apartado segundo del artículo 89. A cada uno de los administradores culpables de que una sociedad, que tenga la obligación de enajenar participaciones en el capital de otra, y la incumpla, habrá de imponérsele una multa cuyo límite máximo es el valor nominal de las acciones que se debieron enajenar.