

El futuro de este tipo de activos financieros en España debe valorarse en función de las múltiples posibilidades que ofrecen y no a tenor de las pocas emisiones realizadas hasta ahora

# Acciones Rescatables: un producto aún por descubrir

Transcurrido cierto tiempo desde la autorización en España de las acciones rescatables puede ser el momento de plantear una breve reflexión en torno a la emisión, negociación, utilización y características que han presentado en el mercado español, así como de cuál puede ser la situación de estos activos financieros en el futuro. Dada la gran cantidad de modalidades que se pueden concebir y desarrollar en si mismas o como una característica de las acciones privilegiadas, se deduce que las acciones rescatables son susceptibles de utilización en múltiples situaciones y gran parte de sus posibilidades están por descubrir en nuestro país, sobre todo las aplicaciones más típicas como son las posibilidades en el plano de la financiación.



**Francisco Prieto Pérez,**  
Catedrático de Economía  
Financiera, Universidad  
Autónoma de Madrid.

**José Luis Crespo Espert,**  
Profesor Titular de  
Economía Financiera,  
Universidad de Alcalá

**L**as acciones rescatables se incorporaron al ordenamiento legal español en 1998 a través de la disposición adicional decimoquinta de la Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores, que crea la sección 6ª del capítulo IV de la Ley de Sociedades Anónimas incorporando los artículos 92 bis y 92 ter, que regulan la emisión y la amortización de las acciones rescatables.

Mediante esta regulación, el legislador continuaba con la adaptación de la legislación mercantil a las Directivas europeas en materia de Sociedades, prosiguiendo así la línea iniciada anteriormente al regular las acciones privilegiadas y sin voto. Es-

tos cambios legislativos se han realizado con la voluntad manifiesta de favorecer una mejora en la financiación empresarial, especialmente a través de los mercados financieros.

Desde la incorporación de este tipo de acciones a nuestro ordenamiento jurídico han sido numerosos los trabajos que se han publicado en los que se analizan sus aspectos legales, contables y financieros, y en los que se señalan, asimismo, las posibles ventajas e inconvenientes que este tipo de acciones puede suponer para las empresas emisoras y para los potenciales inversores.

## **POCAS EMISIONES EN ESPAÑA, HASTA EL MOMENTO**

Sin embargo, a pesar de la intención del legislador y de la preocupación académica, hasta el momento actual las emisiones de acciones rescatables realizadas por parte de las

compañías que cotizan en la Bolsa española han sido muy escasas, aunque diversas sociedades ya han procedido en los últimos años a la necesaria modificación de sus Estatutos para incorporar esta posibilidad. Además, las emisiones realizadas no han tenido como objetivo la captación de financiación para la empresa, sino que los objetivos de estas emisiones han sido servir de cobertura para los planes de opciones a favor de los empleados de las empresas emisoras o, utilizarse de contraprestación a una aportación no dineraria del paquete de acciones de la sociedad absorbida en una fusión.

Ejemplos de emisiones rescatables con el primer objetivo son las realizadas por Indra Sistemas, S.A. y por la Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A.. Con la segunda finalidad mencionada un ejemplo es el aumento de capital realizado por Campofrío Alimentación, S.A. para la fusión por absorción del Grupo Navidul, S.A. en el año 2000.

#### **CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES REALIZADAS EN ESPAÑA**

Algunas características comunes de las emisiones citadas son que la posibilidad de rescate corresponde exclusivamente a los tenedores de las acciones, que los precios y fechas concretas de rescate se han establecido en el momento de realizar la emisión, que no conceden ningún privilegio frente a las acciones ordinarias, teniendo sus mismos derechos políticos, y que en todas se ha excluido el derecho de suscripción preferente sobre la emisión rescatable. Igualmente, aunque todas ellas han sido necesariamente emitidas en Bolsa, y no existe ninguna restric-

**Incorporación de las acciones rescatables al ordenamiento español**  
**Artículos 92 bis y 92 ter de la Ley de Sociedades Anónimas**

**"Artículo 92 bis. Emisión de acciones rescatables.**

1. Las sociedades anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables a solicitud de la sociedad emisora, de los titulares de estas acciones o de ambos, por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social. En el acuerdo de emisión se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate.
2. Las acciones rescatables deberán ser íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción.
3. Si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión.

**Artículo 92 ter. Amortización de acciones rescatables.**

1. La amortización de las acciones rescatables deberá realizarse con cargo a beneficios o a reservas libres o con el producto de una nueva emisión de acciones acordada por la Junta General con la finalidad de financiar la operación de amortización.
2. Si se amortizaran estas acciones con cargo a beneficios o a reservas libres, la sociedad deberá constituir una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas.
3. En el caso de que no existiesen beneficios o reservas libres en cantidad suficiente ni se emitan nuevas acciones para financiar la operación, la amortización sólo podrá llevarse a cabo con los requisitos establecidos para la reducción de capital social mediante devolución de aportaciones".

ción legal o estatutaria a su transmisibilidad, en realidad no se ha procedido a ningún tipo de negociación sobre ellas. La razón es que en todos los casos se ha llegado al acuerdo con los titulares de las acciones de que no se proceda a su transmisión mientras que tengan la característica de ser rescatables. Las características mencionadas, compartidas por las tres ampliaciones de capital rescata- ble efectuadas, se han establecido para que puedan servir a los objetivos para los que se han emitido en cada caso. Sin embargo, las características que pueden tener las futuras emisiones de este tipo de acciones, principalmente si son con el objetivo de captar recursos financieros para la empresa, pueden ser muy variadas.

#### **LA REALIDAD: MÚLTIPLES OPCIONES PARA CARACTERIZAR LA EMISIÓN**

Esta flexibilidad en el diseño de este tipo de ampliaciones de capital es gracias a la laxa redacción efectuada del artículo 92 bis de la Ley de Sociedades

Anónimas. De esta forma, se permite a las empresas diseñarlas con las características más atractivas para los inversores y más adecuadas para ellas, dependiendo de las necesidades y circunstancias que existan en cada momento. Así, por ejemplo:

- La posibilidad de rescate puede establecerse, en lugar de cómo se ha hecho hasta ahora, a favor exclusivamente del emisor o a favor tanto de éste como de los tenedores de las acciones. Si bien, en este último caso, es lógico pensar que se establezcan precios distintos de rescate para cada una de las partes.
- Los precios de rescate pueden fijarse en el momento de que se produzca éste, en función de la evolución de la cotización de las acciones durante un determinado periodo de tiempo, en vez de que sea fijado en el momento de la emisión.
- El momento de ejercicio del derecho de rescate puede establecerse en una fecha concreta, en un conjunto de

posibles fechas o a lo largo de un periodo de tiempo. Es decir, caracterizando a la opción de rescate como una opción de tipo europeo, bermuda o americano respectivamente. Incluso cabe la posibilidad de que el momento del rescate, su precio y/o la potestad para su ejercicio se condicione a la evolución de un vínculo externo, como por ejemplo la evolución del índice del mercado.

- Las emisiones de acciones rescatables realizadas hasta el momento no tienen carácter privilegiado y las acciones ostentaban los mismos derechos políticos que las ordinarias. Además al emitirse han privado a los accionistas de los derechos preferentes de suscripción, dado el particular carácter finalista de las ampliaciones realizadas. Sin embargo, en el caso de que el objetivo de la emisión sea la captación de financiación lo habitual probablemente será, al igual que ocurre en otros mercados internacionales, que para dotarlas de un ma-

> yor atractivo tengan carácter preferente. En este sentido, por ejemplo, Fernández del Pozo, L. (2002) señala que en las legislaciones desarrolladas (Reino Unido, Estados Unidos, Países Bajos, etc.) las acciones rescatables son entendidas habitualmente como una modalidad o característica especial de las acciones privilegiadas, concibiéndose, de esta forma, el rescate como un atributo adicional de cierta clase de acciones preferentes. Además, es posible, que en algunas emisiones futuras de estas acciones para afectar lo menos posible a la estructura accionarial de la empresa se emitan sin voto y, por supuesto, en cualquier caso no privando a los antiguos accionistas de los derechos preferentes para su suscripción.

#### ACCIONES RESCATABLES Y SUS USOS: UN MUNDO POR DESCUBRIR EN NUESTRO PAÍS

Dada la gran cantidad de modalidades que se pueden concebir y desarrollar en sí mismas o como una característica de las acciones privilegiadas, se deduce que las acciones rescatables son susceptibles de utilización en múltiples situaciones y gran parte de sus posibilidades están por descubrir en nuestro país, sobre todo las aplicaciones más típicas como son las posibilidades en el plano de la financiación.

Por ejemplo en este sentido, algunas situaciones que justifica la incorporación del derecho de rescate en las emisiones que pueden realizar algunas empresas son, como señala García de Enterría, J. (1999), la particular actividad que desarrollen, la necesidad de incrementar sus fondos propios

únicamente con carácter temporal, tener que amortizar una parte de su capital social de forma progresiva o para tener la posibilidad de acometer procesos de reestructuración financiera ante variaciones en los tipos de interés. Situaciones estas, junto con la necesidad de dotar de liquidez a las acciones de empresas no cotizadas, que hacen pensar que podría ser conveniente que no se limitara su utilización únicamente a las sociedades cotizadas, como por ley ocurre actualmente. Igualmente, tampoco se puede olvidar que en el campo en el que ahora se vienen utilizando, la cobertura de operaciones, las posibilidades de utilización de las acciones rescatables es muy amplia, ya que dado el permanente desarrollo académico y profesional que experimenta el área financiera de la empresa es lógico pensar en la aparición de

nuevas operaciones y de nuevos productos que amplíen el campo de su utilización.

#### ¿POR DÓNDE APUNTA EL FUTURO PARA ESTE TIPO DE EMISIONES?

Teniendo presente todos estos aspectos, el futuro de las acciones en nuestro país debe valorarse en función de las múltiples posibilidades que ofrecen y no en función de las pocas emisiones realizadas hasta ahora. Además, el relativo poco tiempo transcurrido desde su regulación explícita, al menos parcialmente, la falta de utilización de este tipo de emisiones con el objetivo de captar recursos financieros; sobre todo teniendo en cuenta un cierto carácter poco innovador, en general, de las emisiones que se realizan en el mercado. Este carácter contrasta en España con la rápida incorporación que han

### OTROS ACTIVOS NOVEDOSOS QUE CONVIENE CONOCER...

## Emisiones preferentes: a medio camino entre las acciones y las obligaciones

**Son productos que ofrecen al inversor una elevada rentabilidad a cambio de un mayor riesgo y una menor liquidez frente a otros.**

**Walter Scherk**  
Director General de Ahorro Corporación Gestión

Ultimamente se han puesto de moda las emisiones preferentes, a veces llamadas participaciones preferentes o también acciones preferentes. Con carácter general, estas emisiones ni son acciones ni son preferentes. No son acciones porque los flujos que perciben son los que corresponderían a una obligación, ya sea a tipo de interés fijo o variable (este último generalmente ligado al euríbor); y no son preferentes porque en caso de que la emisora tenga dificultades de pago antes cobrarán las demás obligaciones y bonos (incluidas las obligaciones subordinadas) que las emisiones preferentes.

El origen de su nombre, participaciones o acciones, se debe a que, al tener las emisiones preferentes tan pocos derechos en la prelación de cobro de intereses, el tenedor no puede actuar como

un obligacionista, y de ahí que, en lo referente a exigencias de pago, estos títulos sean más asimilables a una acción o a una "participación" que a una obligación. Y lo de preferentes se debe a que si bien no lo son respecto de las obligaciones, sí lo son respecto de las acciones ordinarias, ya que se pagará antes el cupón de las preferentes que el dividendo de las acciones normales.

#### RAZONES PARA OFRECER ALTAS RENTABILIDADES

El resumen de todo lo anterior es tan simple como decir que las emisiones preferentes son unas obligaciones que cobran sus intereses en último lugar, y por tanto tienen más riesgo que todas las demás. Y esta es la primera razón por la cual este tipo de emisiones necesariamente debe tener una elevada rentabilidad: si una entidad está pagando en sus bonos y obligaciones normales unos tipos próximos al euríbor, es lógico que en las preferentes pague un 1% o un 2% más, pero no porque ello sea un regalo para el comprador, ni un "gancho" de captación de negocio, sino porque la emisión tiene más riesgo.

Una segunda razón por la cual estas emisiones tienen una rentabilidad elevada es que algunas se emiten a tipo fijo (o variable pero limitado al alza y a la baja en un rango estrecho) e incorporan varias opciones de amortización anticipada para el emisor. En estos casos las opciones de amortización suelen ser muy valiosas y juegan a favor de la compañía, o sea en contra del comprador, y justifican por tanto una rentabilidad adicional que, al igual que argu-

tenido algunas innovaciones financieras a los productos de ahorro ofertados por los intermediarios financieros a través de productos estructurados y que han recibido una buena aceptación por los inversores. Esto permite hacer la hipótesis, que como tal necesitaría ser contrastada con la experiencia, que esos mismos inversores cuando destinan parte de su patrimonio a la inversión en acciones acepten de igual forma las características innovadoras que acompañan a las acciones rescatables.

Estas breves consideraciones, nos hacen pensar que, tal como ha sucedido o está sucediendo en otros países, también en España la utilización de acciones rescatables se vaya extendiendo en un plazo de tiempo no muy dilatado. Otro dato relevante que puede sustentar esta opinión sobre el futuro de las acciones

**[ Trabajos publicados en España sobre acciones rescatables ]**



**Benito Veiga-Copo, A. y Martín Molina, P. B. (1999):** "La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Un nuevo tipo de acciones: Las rescatables", Estudios Financieros: Revista de Contabilidad y Tributación, (194).

**Benito Veiga-Copo, A. y Martín Molina, P.B. (1998):** "Las acciones rescatables", Revista ICADE, número 44.

**Fernández del Pozo, L. (2002):** La amortización de acciones y las acciones rescatables, CIVITAS.

**García de Enterría, J. (1999):** "Las acciones rescatables", La Ley, nº4849 de 26 de julio.

**García Fronti, I. y Navazo Ruiz, J. (2000):** "Acciones rescatables: Aspectos legales y contables", Partida Doble. Revista de Contabilidad, Auditoria y Empresa, 10 (112).

**González Sánchez, M. y Rúa Alonso de Corrales, E. (2001):** "Análisis y valoración de las acciones rescatables", Estudios Financieros: Revista de Contabilidad y Tributación, (215).

**Guzmán Raja, I. (1999):** "Acciones rescatables o la controversia en la estructura financiera de las sociedades anónimas", Estudios Financieros: Revista de Contabilidad y Tributación, (200).

**Larriba Díaz-Zorita, A. (1999):** "Modificaciones en la Ley de Sociedades Anónimas. (Introducidas por la Ley de Reforma del Mercado de Valores)", Partida Doble. Revista de Contabilidad, Auditoria y Empresa, 9 (97).

**Morales Guerrero, A. (2000):** "Caso práctico: Las acciones rescatables", Harvard-Deusto: Finanzas & Contabilidad, (38).

**Moreno Rojas, J. (2000):** "Algunas consideraciones a cerca del carácter contable de las acciones rescatables", Técnica Contable, 52 (624).

**Sánchez, A. (1998):** "Acciones preferentes y acciones rescatables: Nueva regulación", Bolsa de Madrid, (71).

**Vega Jiménez, J. J.; Monje Lozano, P. y Domínguez Casado, J. (1999):** "Acciones rescatables: Aspectos normativos, financieros y contables", Actualidad Financiera, (4).

rescatables en el mercado español es que, por ejemplo, la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas

(A.E.C.A.) tiene previsto emitir en el primer trimestre de este año una nueva revisión de su Documento nº 10, de la Serie Prin-

cipios de Contabilidad, dedicado a Recursos Propios en el que se incluye, en esta ocasión, las acciones rescatables. □

mentábamos al hablar del mayor riesgo, no se debe a que el producto sea mejor o peor, sino que es una compensación a la desventaja que las mencionadas opciones conllevan.

Para comprender mejor este concepto, supongamos por ejemplo que hablamos de una emisión perpetua a un tipo de interés del 5% (que suponemos igual al que paga en el mercado la deuda de riesgo similar) pero con una opción para el emisor de amortizar a la par en cualquier año a partir del quinto; es evidente que si los tipos suben (con lo que la emisión resultará ser mala para el inversor), el emisor no la amortizará, y el tenedor se verá perjudicado; y por contra, si los tipos bajan y la entidad ve que puede financiarse más barato, amortizará la emisión, con lo que el inversor se verá obligado a reinvertir a tasas más bajas. Este comportamiento asimétrico, que beneficia al emisor y perjudica al comprador, es el que debe ser compensado por una rentabilidad superior.

**OTROS POSIBLES 'ATRACTIVOS'**

Aparte de las opciones de amortización indicadas, existen otros mecanismos que pueden hacer más o menos atractiva una emisión de este tipo. Uno de ellas es introducir, en una emisión a tipo variable, un "suelo" o mínimo (en inglés "floor") y un "techo" o máximo (en inglés "cap") al tipo de la emisión; por ejemplo, se puede emitir a tipo variable euribor pero con un mínimo de 4% y un máximo del 7%. Lógicamente, este juego de cap y floor será beneficioso para el comprador si ambos son elevados, y perjudicial si ambos son bajos, por lo

cual es este un aspecto que también se debe tener en cuenta.

**UN PRODUCTO PARA INVERSORES QUE NO BUSQUEN LIQUIDEZ**

Finalmente, no debemos olvidar que este tipo de emisiones tienen poca liquidez, y por ello sólo deben ser adquiridas por inversores poco activos que, a priori, deseen cobrar los cupones pero no vender el título. Lo indicado hasta aquí no hace que las acciones preferentes sean desaconsejables, pero sí que deban ser suscritas por inversores que no busquen una liquidez profunda, y siempre exigiendo elevadas rentabilidades que les compensen por el mayor riesgo y por los inconvenientes de las opciones de amortización para el emisor, en caso de haberlas.

**NO CONFUNDIR CON OTROS ACTIVOS DE DENOMINACIÓN SIMILAR**

Finalmente, y por evitar posibles confusiones, cabe apuntar que existen algunas emisiones "mixtas" que, ya sea por ser convertibles en verdaderas acciones ordinarias o por ser acciones si voto pero con un cupón más elevado, son llamadas acciones preferentes o privilegiadas. Estas no deben confundirse con las que hemos comentado hasta ahora, y la forma de diferenciarlas es observando que los cupones de las emisiones preferentes aquí comentadas están vinculados a un tipo de interés (fijo u variable) cosa que no ocurre con estas emisiones "mixtas".