



Facultad de Derecho

IMPLICACIONES JURÍDICO - MERCANTILES DE LOS DISTINTOS SISTEMAS DE RETRIBUCIÓN A LOS ACCIONISTAS

Autor: Jaime Murillo Murillo
5º E-3 C

Área: Derecho Mercantil

Tutor: Fernando Vives Ruiz

MADRID | Abril 2021

Resumen

Este trabajo de fin de grado analiza las principales alternativas de las que dispone una sociedad para retribuir a sus accionistas, así como los distintos requisitos e implicaciones que cada una de ellas tiene desde una perspectiva jurídico – mercantil. En concreto, se centra en el análisis de la distribución de dividendos (contra resultados y reservas), los dividendos a cuenta, la emisión de acciones liberadas, los *scrip dividends* y los programas de recompra de acciones propias.

Para ello, se estudia la literatura económica más relevante sobre el tema, con la finalidad de identificar el impacto económico de estas políticas. Posteriormente, se realiza un análisis general de sus implicaciones de carácter fiscal y de gobierno corporativo y de la normativa reguladora del mercado de valores.

En último lugar y como cuerpo central del trabajo, se desarrolla el estudio de las distintas modalidades de retribución al accionista escogidas, centrandolo en las cuestiones jurídicas más relevantes, principalmente relacionadas con los requisitos para poder llevarlas a cabo y con las consecuencias de implementarlas.

Palabras clave: retribución al accionista, dividendo, *scrip dividend*, recompra de acciones.

Abstract

This thesis analyzes the main alternatives available for a company to remunerate its shareholders, as well as the different requirements and implications that each of them have from a legal-commercial perspective. Specifically, it focuses on the analysis of the distribution of dividends (against results and reserves), interim dividends, the issuance of bonus shares, *scrip dividends* and share buyback programs.

For this purpose, the most relevant economic literature on the subject is studied in order to identify the economic impact of these policies. Subsequently, a general analysis is made of their tax and corporate governance implications and of the securities market regulations.

Finally, and as the main body of the paper, a study of the different types of shareholder remuneration chosen is developed, focusing the analysis on the most relevant legal issues, mainly related to the requirements to be able to carry them out and the consequences of implementing them.

Key words: shareholder remuneration, dividend, *scrip dividend*, share buyback.

Índice

Resumen	1
Abstract.....	2
Listado de abreviaturas	5
1. Introducción.....	6
1.1 Motivos de elección del tema	6
1.2 Objetivos del trabajo	8
1.3 Metodología y estructura del trabajo	8
2. La remuneración al accionista desde una perspectiva económica.....	9
2.1 La decisión sobre la política de remuneración al accionista.....	9
2.2 La decisión sobre el contenido de la política de remuneración al accionista	13
3. Las implicaciones de los conflictos de agencia en el seno de la sociedad y la política de remuneración al accionista	14
4. La fiscalidad de la remuneración de los accionistas.....	16
4.1 Fiscalidad del dividendo	16
4.2 Fiscalidad del dividendo opción	17
4.3 Fiscalidad de la recompra de acciones.....	18
5. La sostenibilidad de las empresas y la política de remuneración de los accionistas	19
6. La política de remuneración al accionista en la Ley de Sociedades de Capital	20
7. La política de remuneración al accionista y las obligaciones de transparencia de las sociedades cotizadas	21
8. El Dividendo.....	23
8.1. Los límites para la distribución del beneficio económico	25
8.2 La distribución de dividendos con cargo a beneficios o a reservas	27
8.3 El derecho del socio al dividendo acordado	27
8.4 Excepciones a la proporcionalidad del dividendo. Las acciones privilegiadas y las acciones sin voto. Accionistas en mora y acciones propias.....	28
8.4.1. Las acciones privilegiadas.....	28
8.4.2. Acciones sin voto	29
8.4.3. El caso de las acciones parcialmente desembolsadas.....	29
8.4.4. Las acciones propias.....	29

8.5. La forma de pago del dividendo. El dividendo en especie	30
9. Dividendo a cuenta	31
9.1 Descripción y características.....	31
9.2. Justificación del dividendo a cuenta	32
9.3 El órgano decisor	32
9.4 El procedimiento.....	33
9.5 ¿Se trata de un dividendo realmente “a cuenta”?.....	34
9.6. El momento de la distribución del dividendo a cuenta	34
10. La remuneración del accionista mediante la emisión de acciones liberadas	35
10.1 Descripción y regulación	35
10.2 Límites	36
10.3 La ampliación de capital liberada y su efecto sobre la cotización.....	37
11. <i>Scrip dividend</i> : “Dividendo elección” o “Dividendo opción”	38
11.1 Concepto y fundamento económico	38
11.2 Posición jurídica del accionista.....	39
11.3 Régimen jurídico.....	42
11.4 Partidas del balance con cargo a las que puede realizarse la operación	44
11.5 Competencias de la Junta General	45
11.6 Funciones del órgano de administración	45
11.7 Diferencias con la ampliación de capital liberada	46
11.8 Derechos políticos y ley de mercado de valores.....	47
11.9 “Efecto esterilización” del dividendo elección.....	48
12. Recompra de acciones propias	49
12.1 Delimitación.....	49
12.2 Análisis económico de la compra de acciones propias. Impacto en la cotización....	50
12.3 Alternativas para estructurar la operación desde un punto de vista económico	53
12.4. Regulación legal y alternativas jurídicas de la compra de acciones propias	54
12.5 Recompra de acciones y normativa sobre abuso de mercado.....	59
13. Conclusiones.....	62
14. Referencias	68

Listado de abreviaturas

AECA	Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas
Art./art.	Artículo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BOE	Boletín Oficial del Estado
BORME	Boletín Oficial del Registro Mercantil
BPA	Beneficio por acción
C.Com.	Código de Comercio
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados
ICAC	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
I+D+i	Investigación, desarrollo e innovación
IRPF	Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
IS	Impuesto sobre Sociedades
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSC	Ley de Sociedades de Capital
P./Pp.	Página/páginas
OPA	Oferta pública de adquisición
PIB	Producto interior bruto
RD	Real Decreto
S. A	Sociedad Anónima
S. L	Sociedad de Responsabilidad Limitada
UE	Unión Europea

1. Introducción

1.1 Motivos de elección del tema

La elección del tema de este trabajo de fin de grado se justifica por la importancia que tiene la remuneración del accionista en las sociedades capitalistas y, especialmente, en las sociedades cotizadas; sus implicaciones sobre la estructura financiera y el valor de la sociedad; la creciente diversidad de fórmulas que se utilizan y sus muy diferentes efectos e implicaciones jurídicas. Se trata de un aspecto central en la realidad práctica de las sociedades de capital que supera, con mucho, el interés que a su estudio ha dedicado la doctrina.

Durante los últimos veinticinco años, los debates fundamentales han sido dos:

- (i) la decisión sobre distribuir beneficios o retenerlos para reducir la ratio de apalancamiento de las empresas y abordar inversiones productivas que permitieran crear valor. En este caso, la remuneración al accionista se materializaría de forma indirecta, con el incremento del valor en Bolsa de las acciones, y
- (ii) la fórmula a utilizar en el caso de distribuir beneficios: el dividendo en efectivo, el *scrip dividend* (dividendo flexible) y otros sistemas, como la recompra de acciones.

Por lo que se refiere a la importancia económica de la retribución al accionista, baste alguna referencia. En las sociedades cotizadas en el mercado de valores español y, en base a la información facilitada por BME (Bolsas y Mercados Españoles, S.A.¹), “*la retribución total por dividendos y otros pagos alcanzó en el año 2019 los 31.706 millones de euros, un 5,3% más que hace un año*”². Esta cifra representa en torno al 2,5% del PIB español de ese año. Además, ese crecimiento ha tenido una tendencia positiva, con la única excepción de circunstancias coyunturales motivadas por crisis económicas, en el periodo 2000-2021. Por ejemplo, en el período 2015-2019, la remuneración total al accionista se ha incrementado en un 14%³.

¹ Bolsas y Mercados Españoles, conocida por sus siglas BME, es la sociedad que integra todos los mercados de valores y sistemas de liquidación en España.

² BME (Bolsas y Mercados españoles). *Informe anual año 2019*. Recuperado 12 de diciembre de 2020, de <https://cutt.ly/AhDkCgK> p. 30.

³ BME (Bolsas y Mercados Españoles). *Estadísticas (5. Retribución al accionista)*. Recuperado el 26 de marzo de 2021, de <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas>

La importancia cuantitativa que tiene la retribución al accionista en nuestro país y, en general, en todos los mercados occidentales es cada vez mayor, y nada parece anticipar un cambio de tendencia en el futuro⁴. Además, cabe destacar la relevancia que han ido adquiriendo otras formas de remunerar al accionista, como por ejemplo el *scrip dividend*. La evolución del peso de los *scrip dividends* en el valor total de dividendos repartidos en la Bolsa española pasó de un 2,4% en 2009 a un 41,68% en 2013⁵.

Por lo que se refiere a su relevancia cualitativa, la política de dividendos o, quizá mejor, la política de remuneración al accionista, está en el foco del debate en relación con aspectos tan diversos como el valor de la empresa⁶, la estabilidad de su precio de cotización y las decisiones de los inversores⁷, el alineamiento de los intereses entre accionistas y gestores⁸, los objetivos y la sostenibilidad de la sociedad a largo plazo⁹ y sus implicaciones con la normativa sobre abuso de mercado¹⁰.

Todas las razones expuestas justifican el interés de analizar las implicaciones jurídico-mercantiles de las distintas fórmulas de remuneración de los accionistas.

En este trabajo se analizan los aspectos cuantitativos y cualitativos apuntados, pero se centra primordialmente en las implicaciones jurídico-mercantiles de las distintas fórmulas y, especialmente, de las menos utilizadas en el mercado español hasta hace unos años, ya que la elección del método por la sociedad debe estar basada no solo en criterios financieros sino, también, en la consideración de sus principales implicaciones jurídico – mercantiles.

⁴ Coto, D. J. G., & Domingo, J. G. (2019). Los dividendos de las cotizadas españolas marcan diferencias. *Economistas*, pp. 192-203.

⁵ *Id.* Y BME.

⁶ *Vid.*, apartado *2.1 y 2.2* del presente trabajo.

⁷ Conover, C. M., Jensen, G. R., & Simpson, M. W. (2016). What difference do dividends make? *Financial Analysts Journal*, 72(6), pp. 28-40.

⁸ Iturriaga, F. L., & Hoffmann, P. S. (2007). Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 10(31), pp. 119-146.

⁹ Gil Lafuente, A. M., & Paula, L. B. (2011). La gestión de los grupos de interés: una reflexión sobre los desafíos a los que se enfrentan las empresas en la búsqueda de la sostenibilidad empresarial. *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, 11, pp. 71-90.

¹⁰ Mateos, J. (2019). Nueva normativa de abuso de mercado aplicable a los emisores españoles: principales consideraciones aplicables al ámbito transaccional. In *2019 Práctica Mercantil para abogados: los casos más relevantes en 2018 de los grandes despachos* (pp. 577-598). Wolters Kluwer.

Además, de cara a la elección de los distintos métodos aquí analizados, solo se han considerado las fórmulas de remuneración al accionista por el hecho de serlo, y no, por ejemplo, aquellas con una finalidad distinta, como las devoluciones de aportaciones mediante la reducción de capital o la remuneración por la participación de los accionistas en la junta general (prima de asistencia a la junta).

1.2 Objetivos del trabajo

La finalidad de este trabajo es estudiar las principales implicaciones jurídico-mercantiles de las distintas fórmulas de remuneración a los accionistas, prestando especial atención a las menos estudiadas y comparando las diferencias entre ellas. Para ello se parte de un análisis de sus implicaciones económicas, que ayuda a explicar el análisis jurídico - mercantil en los aspectos más relevantes.

El objetivo último de este trabajo es, por tanto, la adecuada comprensión de la relevancia económica de la decisión sobre la remuneración de los accionistas y de sus implicaciones jurídicas, con la finalidad de servir de guía para que las sociedades los tomen en consideración para elegir la más conveniente en un momento y bajo unas circunstancias concretas.

1.3 Metodología y estructura del trabajo

En primer lugar, se realiza una revisión de la literatura seleccionada, tanto desde la perspectiva de sus aspectos económicos como jurídicos.

A partir del análisis doctrinal se han sintetizado y analizado sus aspectos fundamentales y detallado los principales problemas que plantean las distintas alternativas de retribución del accionista para, a continuación, abordar sus principales implicaciones de gobierno corporativo (conflictos de agencia y sostenibilidad), la influencia de su tratamiento fiscal y, finalmente, siendo este el cuerpo fundamental del trabajo, sus aspectos jurídico-mercantiles.

2. La remuneración al accionista desde una perspectiva económica

2.1 La decisión sobre la política de remuneración al accionista

La primera decisión que han de adoptar los gestores de la sociedad y proponer a sus accionistas es sobre la existencia misma de una política de dividendos, en sentido amplio.

La decisión es, en este caso: (i) distribuir dividendos para retribuir al accionista o (ii) no distribuirlos. En este último caso, la sociedad reinvertirá esas cantidades en activos productivos y las rentas adicionales generadas se traducirán en un incremento del valor de la sociedad y de su precio por acción. El accionista obtendría, en este último caso, su remuneración de forma indirecta: mediante el aumento de cotización y, su materialización, mediante la venta de sus acciones.

La decisión entre remunerar o no, al accionista, sería irrelevante si se considera la doctrina clásica (tesis de Modigliani y Miller, 1961¹¹). Estos economistas sostenían que, bajo la hipótesis de mercados perfectos, el precio de la acción depende de las políticas de inversión de la sociedad y no de la política de dividendos. Para ellos, si la empresa aumenta la cuantía de sus dividendos y quiere mantener una misma ratio de endeudamiento, deberá emitir nuevas acciones. La pérdida de valor de las acciones antiguas, como consecuencia de la emisión de las nuevas será, en este caso, equivalente a lo que los antiguos accionistas recibieron como dividendos¹². Por tanto, concluyeron que ambas políticas son, a estos efectos, intercambiables y que, en ausencia de impuestos y en mercados sin costes de transacción y perfectamente líquidos (mercados perfectos) la relación entre política de dividendos y precio de las acciones es inexistente.

Sin embargo, pese al reconocimiento de su relevancia teórica, la mayoría de los autores discrepan de su conclusión ya que, señalan, el mercado definido por Modigliani y Miller es meramente una hipótesis teórica. Los mercados reales, afirman, son imperfectos, tienen

¹¹ Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), pp. 411-433.

¹² Brealey, Myers, Allen, Principios de finanzas corporativas, McGrawHill, 2006, pp. 458-460.

costes de transacción, y la información, a veces, no es simétrica para todos los potenciales inversores.

Tomando esto en consideración, se formularon diversas teorías alternativas, entre las que destacan las de Miller y Scholes (1982)¹³ y Niekel (1994)¹⁴, que analizaron, de forma más ajustada a la realidad de los mercados, la relación existente entre precio de cotización y política de remuneración al accionista. Todos ellos concluyen que, en mercados imperfectos, la política de dividendos o de remuneración al accionista puede tener un impacto en el precio de cotización.

La justificación de este impacto es, sin embargo, diversa. Entre ellas cabe destacar las siguientes:

- (i) El denominado efecto anuncio. El anuncio de que una sociedad va a retribuir a sus accionistas suele provocar un aumento del precio de cotización de sus acciones (si estas cotizan en un mercado regulado). Diversos autores han realizado estudios sobre esta cuestión, entre los que cabe destacar a Ofer y Thakor (1987)¹⁵. Ellos indican que tanto al anunciar un reparto de dividendos como al hacer pública una recompra de acciones propias, el precio de las acciones aumenta. Y lo hace más en el caso de anunciar una recompra de acciones. Es importante señalar, además, que en sus análisis empíricos, identificaron que, en el caso de pagar un dividendo, no es habitual emplear fuentes de financiación externas, a diferencia de cuando la decisión es la recompra de acciones¹⁶.
- (ii) El valor de mercado de las acciones de una sociedad cotizada es equivalente al valor actual de los dividendos futuros. DeAngelo et al. (2009), precisaron que: “La capacidad de un inversor de obtener cuantías equivalentes a los dividendos mediante la venta (o el préstamo) de sus acciones depende de su valor de mercado y, en los

¹³ Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and taxes: Some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, 90(6), pp. 1118-1141.

¹⁴ Niekel, M. N. (1994). Factores influyentes en el reparto de dividendos: Análisis de regresión aplicado a la Bolsa de Madrid. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, pp. 33-69.

¹⁵ Ofer, A. R., y Thakor, A. V. (1987). A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends. *The Journal of Finance*, 42(2), pp. 365-394.

¹⁶ *Ibid.*, pp. 385.

mercados racionales, el valor de mercado actual equivale al valor actual de las distribuciones futuras previstas. Así pues, la única manera de que un accionista obtenga hoy el valor equivalente en forma de un dividendo es que el mercado espere que la empresa distribuya finalmente el valor total generado por la política de inversiones”¹⁷. Es por ello, señalan, por lo que, es altamente improbable que, en mercados imperfectos, la remuneración al accionista no tenga influencia en la cotización de las acciones.

DeAngelo et al. extrajeron, además, algunas conclusiones adicionales sobre la base de las ideas planteadas por Lintner¹⁸ en sus estudios sobre pago de dividendos. La primera, que los beneficios declarados por las empresas son la base de sus decisiones sobre pago de dividendos. La segunda, que, en aplicación de la teoría de agencia, los directivos suelen ser reticentes a eliminar o a reducir significativamente los dividendos regulares, ya que hacerlo precipitaría muy probablemente la salida en masa de los actuales accionistas y, con ello, y por la ley de la oferta y la demanda, la reducción en el precio de cotización de las acciones¹⁹.

- (iii) La cuantía de los dividendos guarda una relación más directa con el nivel de beneficios que con la presión de los accionistas para que se incremente la retribución de sus acciones. En términos de la influencia que puede tener la economía conductual en la distribución de dividendos, DeAngelo et al. confirmaron que los incrementos vistos [especialmente en el periodo comprendido entre los años 1990 - 2000] en el pago de dividendos en los Estados Unidos, se corresponden con el incremento en beneficios de las empresas más que con la influencia de los inversores.²⁰ Esto es importante ya que confirma la idea planteada por Lintner de que la decisión sobre los dividendos a repartir se basa más en los beneficios de la sociedad que en la influencia de los inversores.

¹⁷ DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2009). *Corporate payout policy*. Now Publishers Inc., p.114

¹⁸ Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), pp. 97-113.

¹⁹ DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J., *Op. cit.*, p. 204.

²⁰ *Ibid.*, pp. 192 y ss.

- (iv) Implicaciones de la política de remuneración al accionista que van más allá de su precio de cotización. Nielkel critica, también, las conclusiones de la teoría de Miller y Modigliani (1961)²¹. Valora su contribución a la transferencia de recursos entre accionistas actuales y futuros y entre estos y los acreedores, pero no asume su validez en la práctica ya que, como antes se ha señalado, según el autor no hay ningún mercado en la realidad como el que ellos plantean.

Señala, además, que la decisión sobre remunerar al accionista tiene implicaciones que van más allá de su impacto en el precio de cotización de las acciones. Por un lado, es necesario encontrar el equilibrio correcto en la estructura de capital de la sociedad, y reservar parte de las ganancias sociales a la autofinanciación de futuras actividades o a la compra de activos productivos. De otro lado, la determinación óptima de la remuneración de los accionistas ha de considerar conjuntamente el efecto de la remuneración directa, como podría ser un dividendo, y de la indirecta por el incremento del valor de las acciones de las que son propietarios²². Sin embargo, el precio de cotización de las acciones se ve afectado por factores internos (uno de los cuales es la política de dividendos) y por otros externos a la propia sociedad que, por esta razón, no pueden ser controlados por los gestores. Por ello, la única forma de que los gestores mantengan cierto control sobre la remuneración del accionista es mediante la política de distribución de excedentes aprobada por la sociedad, vía dividendo o mediante otra forma de remuneración.

- (v) El denominado “efecto clientela”. Nielkel se hace eco de las primeras teorías que analizan el funcionamiento de mercados reales y del conocido como “efecto clientela” que implica que: “accionistas con altos tipos impositivos se sienten atraídos por empresas con bajos niveles de endeudamiento y de dividendos, a fin de obtener ahorros fiscales y viceversa”²³. La política de dividendos – en este caso, el que no sea excesiva – tiene, así, relevancia sobre el atractivo de determinadas acciones.

²¹ Miller, M. H., & Modigliani, F., *Op. cit.*, pp. 411-433.

²² Nielkel, M. N., *Op. cit.*, p 45.

²³ *Ibid.*, p. 38.

Mascareñas realiza una síntesis de todos los estudios realizados hasta la fecha sobre la influencia que tiene el dividendo, entendido este como cualquier pago en efectivo hecho a los accionistas, en concepto de remuneración, sobre el precio de la acción. Llegando a la conclusión de que ningún autor ha sido capaz de aislar el efecto de la política de dividendos sobre el precio de las acciones. Si bien, señala que a largo plazo parecen comportarse mejor en Bolsa las sociedades que mantienen dividendos estables a lo largo del tiempo, aunque estos sean bajos²⁴.

La conclusión es que, en mercados reales y, por tanto, no totalmente eficientes, con costes de transacción e impuestos, la política de dividendos o, en general, la de remuneración del accionista, es altamente relevante y afecta al precio de cotización de las acciones²⁵.

2.2 La decisión sobre el contenido de la política de remuneración al accionista

La retribución vía dividendos no es la única disponible para que las empresas remuneren a sus accionistas. Bagwell et al.²⁶ realizan una crítica a las empresas que solo emplean los dividendos tradicionales para remunerar a sus accionistas, y hacen una comparación de los distintos métodos, identificando que cada vez van ganando más peso en la práctica otras alternativas, como la recompra de acciones.

Se han identificado, en la práctica, hasta diecinueve formas de retribución del accionista de una sociedad cotizada²⁷. En realidad, todas ellas se pueden agrupar de acuerdo con los siguientes tres criterios:

²⁴ Mascareñas, J. (2002). La política de dividendos. *Manuscript, Madrid*, p. 19.

²⁵ Arrazola, M., Hevia, J. D., & Mato, G. (1992). Determinantes de la distribución de dividendos. *Investigaciones económicas*, 16(2), 235-258., pp. 254 y 255.

²⁶ Bagwell, L. S., & Shoven, J. B. (1989). Cash distributions to shareholders. *Journal of Economic perspectives*, 3(3), 129-140., p. 137.

²⁷ BME, Bolsas y Mercados Españoles (2013): Fórmulas de remuneración al accionista. Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos.

1. Si se trata de un pago en dinero o en especie.

La política de remuneración al accionista puede consistir en un pago en dinero o en especie o que, a elección del accionista, pueda consistir en una u otra modalidad.

2. Si la distribución se realiza contra beneficios del ejercicio o contra reservas de libre disposición.

Cualesquiera de las fórmulas descritas, tanto si se trata de un pago en dinero o en especie, pueden dar lugar a su pago contra beneficios, o contra reservas de libre disposición. Esta posibilidad se extiende, también, al dividendo opción (*scrip dividend*).

3. Si afecta a la composición del accionariado de la sociedad.

La distribución de un dividendo ya sea definitivo o a cuenta, no modifica el número de las acciones en circulación de una sociedad. Sin embargo, como veremos, la reducción de capital con devolución de aportaciones a los socios, el dividendo opción y los programas de recompra de acciones alteran el número de acciones en circulación y la composición del accionariado.

3. Las implicaciones de los conflictos de agencia en el seno de la sociedad y la política de remuneración al accionista

Los conflictos de agencia²⁸ son las potenciales divergencias entre los objetivos de principales (todos los accionistas de la sociedad, o los accionistas minoritarios cuando son los accionistas significativos los que controlan –e indirectamente- dirigen la sociedad) y sus agentes (los que toman las decisiones de gestión de la sociedad: gestores o accionistas de control)²⁹. Estas

²⁸ Cuyo origen se remonta a la obra de Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), pp. 305-360.

²⁹ de Miguel Hidalgo, A., García, J. P., & García, M. B. L. (2004). El conflicto accionista-directivo: problemas y propuestas de solución. *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, 813, p. 226.

teorías tienen su origen en la separación entre la propiedad y el control, y en el caso de la política de remuneración al accionista, tienen relevancia.

Con el término “*tunneling*” Johnson et al. (2002), hacen referencia al fenómeno por medio del cual los agentes que controlan la sociedad se apropian de parte de sus activos y resultados positivos. El término utilizado “*tunneling*” fue acuñado debido a que los procedimientos para lograr esta transferencia de recursos se realizan de forma no transparente, lo que no implica que siempre sean ilegales³⁰.

Los problemas de agencia son claramente visibles cuando se analizan las dos formas en que Johnson et al. afirman que se puede producir el “*tunneling*”³¹.

El primer método para llevarlo a cabo ocurre cuando un accionista de control (o un gestor, en el caso de sociedades de capital disperso) transfiere recursos de la sociedad en su beneficio mediante transacciones con la sociedad. Se trata, casi siempre, de operaciones legales, pero de las que no se benefician por igual todos los accionistas y que, con frecuencia, pasan desapercibidas. Como ejemplos, señalar la venta de activos, operaciones vinculadas, etc.

La segunda forma de llevarlo a cabo es mediante operaciones que permiten a los accionistas significativos o de control incrementar su porcentaje de participación en el capital en detrimento de otros accionistas (los minoritarios), que ven diluida su participación. Entre dichas operaciones, cabe destacar las siguientes: ampliaciones de capital dilutivas, adquisición de acciones con uso de información privilegiada, etc.

En estos casos, el accionista significativo o de control que considere el efecto de esta extracción de beneficios privados, preferirá ser retribuido por la sociedad mediante la utilización de estas alternativas frente a la distribución de dividendos, ya que esta última beneficiará, por igual, a todos. En tal caso estarán potencialmente interesados en reducir el nivel de dividendos repartidos ya que, a más dividendos, quedarán menos recursos para su

³⁰ Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90(2), 22-27, p. 23.

³¹ *Ibid.*, pp. 25 y ss.

aprovechamiento privado³². La misma conclusión puede aplicarse a los directivos en el caso de sociedades de capital disperso. Los problemas de agencia se pondrán, en estos casos, de manifiesto ya que existirán divergencias entre los objetivos de los accionistas (o, entre los accionistas mayoritarios y minoritarios) y los directivos.

Y, sin embargo, no en todos los casos, ya que los accionistas que perciban una mayor cantidad de dividendos estarán interesados, en determinadas situaciones, en mantener un nivel “razonable” de dividendos que haga más aceptable para el conjunto de los accionistas que aquellos perciban mayores remuneraciones.

4. La fiscalidad de la remuneración de los accionistas

La fiscalidad del sistema de remuneración al accionista elegido es un asunto de gran importancia para el inversor porque la tributación aplicable a los distintos tipos de remuneración al accionista no es igual. De hecho, en determinadas ocasiones, la relevancia de este factor puede, incluso, condicionar decisiones de inversión en la sociedad.

Como se ha señalado: (i) por un lado, no todos los accionistas tributan de la misma forma por la distribución de dividendos: por ejemplo, determinados inversores institucionales (fondos de pensiones, sociedades de capital riesgo, sociedades y fondos de inversión) están, en España, exentos de tributar por dividendos o lo hacen a un tipo reducido, y (ii) no todos los sistemas de retribución al accionista tributan de la misma manera.

4.1 Fiscalidad del dividendo

A efectos fiscales, el art 25.1, a) de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del IRPF califica como rendimientos de capital mobiliario “los dividendos, prima de asistencia a juntas y participación de beneficios de cualquier entidad”. Al tratarse de un rendimiento de capital

³² La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), p. 8.

mobiliario, se integra en la base imponible del ahorro, y se grava conforme al tipo establecido para dicha base. No le resulta, por tanto, de aplicación la tarifa general del impuesto. En la actualidad el tipo de gravamen es de entre el 19% y el 26%, en función de su cuantía³³. Además, con carácter general, la distribución estará sujeta a retención a cuenta por la sociedad pagadora a un tipo del 19%³⁴.

Como se observa, en el caso del perceptor persona física sujeta al IRPF, hay una doble imposición sobre los dividendos. En primer lugar, tributa la empresa que genera el dividendo, y en segundo lugar el accionista por el IRPF³⁵. Este efecto se mitiga mediante la aplicación de un tipo impositivo inferior al de las restantes rentas.

En el caso de que el perceptor sea una persona jurídica, el socio deberá contabilizar un ingreso cuando se declare el derecho a percibirlos que estará sujeta al gravamen general del 25% salvo en el supuesto de que la participación en la sociedad que los distribuye exceda del 5%.

Como excepción, cuando se distribuye la prima de emisión, si el perceptor es persona física, no tributará hasta que el importe recibido reduzca el valor por el que, a efectos fiscales, hubiera adquirido las acciones hasta cero. El exceso tributará como rendimiento del capital mobiliario a los tipos anteriormente referidos.

En el caso de que el perceptor sea persona jurídica, tampoco tributará, aun cuando se registre el correspondiente ingreso contable, hasta que el importe distribuido no supere el valor fiscal de la participación.

4.2 Fiscalidad del dividendo opción

En el caso que la retribución se estructure mediante la emisión de acciones de nueva emisión totalmente liberadas, el accionista no obtiene renta gravable. Tanto si el suscriptor es persona

³³ BOE (2006): Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. Disponible en: [BOE-A-2006-20764](#)

³⁴ *Vid.*, art. 101 Ley IRPF.

³⁵ García Novoa, C. & Bolsas y Mercados Españoles. (2013, junio). *Algunas consideraciones jurídicas sobre la fiscalidad de la retribución al accionista individual*, p. 134.

física como si se trata de una persona jurídica, el gravamen se aplaza al momento en que tales acciones se transmitan a terceros. En este último momento, se pondrá de manifiesto una renta que, en el caso de personas físicas, se calculará atendiendo a lo dispuesto en los artículos 37.1, a) y 37.2 de la Ley del IRPF por la diferencia entre su valor de adquisición a efectos fiscales y su precio de enajenación³⁶ y en el de personas jurídicas por el ingreso contable que proceda reconocer.

Si en lugar de optar por recibir nuevas acciones el accionista decide vender los derechos de asignación gratuita a la sociedad, que es una de las opciones que, como veremos en el apartado 11.2 de este trabajo, puede adoptar el accionista, el transmitente integrará en su IRPF el importe obtenido en la transmisión de los derechos de asignación gratuita y tributará a un tipo de gravamen de entre el 19 y el 26% (tipo aplicable a la base del ahorro). Dicha renta quedará sujeta a retención a cuenta del IRPF al tipo impositivo correspondiente. Esta retención se practicará por la entidad depositaria correspondiente y, en su defecto, por el intermediario financiero o el fedatario público que haya intervenido en la transmisión. Es decir, exactamente igual que los dividendos.

En caso de que el perceptor sea persona jurídica, la sociedad deberá reconocer un ingreso contable que tributará a su tipo general de gravamen.

4.3 Fiscalidad de la recompra de acciones

Cuando se produce una reducción de capital por medio de una recompra de acciones, el socio que vende una parte de sus acciones recibe un precio por ellas. La diferencia (no el total importe recibido) tributará a un tipo de entre el 19 y el 26%, como ganancia o pérdida patrimonial.

En el caso de que el perceptor sea una persona jurídica integrará el correspondiente ingreso contable que estará sujeto a gravamen al tipo general que le sea aplicable.

³⁶ *Ibid.*, p. 135.

5. La sostenibilidad de las empresas y la política de remuneración de los accionistas

Multitud de estudios han venido analizando durante los últimos años la relación existente entre la visión cortoplacista de las decisiones en una sociedad y su sostenibilidad, entendida esta como la capacidad de que mantenga unos objetivos de inversión en I+D+i acorde con sus necesidades, y de responsabilidad con el entorno en el que opera (crecimiento económico, creación de empleo, etc.)³⁷.

En este sentido, se dice, la visión cortoplacista llevará a incrementar la distribución de dividendos a los accionistas y reducirá la capacidad de autofinanciación y de inversión de la sociedad en el medio y largo plazo.

Por esta última razón, para algunos, la decisión sobre la remuneración del accionista juega un papel trascendental en la sostenibilidad de las sociedades. Se subraya en este sentido que la alta remuneración a los accionistas no puede aislarse de los objetivos generales de la empresa y que una política muy agresiva de retribución a los accionistas supone que las decisiones de la sociedad se centran en el corto plazo porque exigen la generación de resultados en tales términos – trimestrales, anuales –, así como de objetivos de generación de caja suficientes para hacer frente a una alta remuneración de los accionistas, etc. En estos casos, afirman, se pueden estar menospreciando los objetivos relacionados con la sostenibilidad y con la visión a largo plazo.

Aun así, no faltan quienes han señalado que no existe una evidencia empírica clara de que una política agresiva de remuneración al accionista lleve implícita una visión cortoplacista ni de que esta afecte, en todo caso, negativamente a la inversión a largo plazo de las sociedades ni a las variables macroeconómicas del entorno.

Es una cuestión abierta, que requerirá de un análisis específico para cada sociedad, pero en la que, sin embargo, parecen imponerse hoy los defensores del largo plazo³⁸. Entre estos

³⁷ Committee on Capital Markets Regulation. (2020, abril). *Short-termism, Shareholder Activism and Stock Buybacks*. <https://www.capmksreg.org/wp-content/uploads/2020/04/Short-termism-04.08.2020-1.pdf>

³⁸ Roe, M. J. (2018). Stock Market Short-Termism's Impact. *U. Pa. L. Rev.*, 167, 71.

últimos, están no solo destacados autores sino, también, las principales autoridades supervisoras de los mercados, entre los que cabe destacar un informe reciente de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés)³⁹.

En todo caso, parece claro que alinear las políticas de remuneración al accionista con la de las inversiones y la visión a largo plazo de una empresa tendrá un impacto positivo en la sostenibilidad.

6. La política de remuneración al accionista en la Ley de Sociedades de Capital

La Ley de Sociedades de Capital establece que es el órgano de administración quien debe formular, en el plazo de tres meses desde que se cierre el ejercicio social, las cuentas anuales, el informe de gestión y la propuesta de aplicación del resultado (artículo 253 Ley de Sociedades de Capital).

El artículo 529.ter de la misma norma establece entre las facultades indelegables del consejo de administración de las sociedades cotizadas la aprobación de la política de dividendos de la sociedad⁴⁰. Esta política recogerá, en un marco temporal determinado, los criterios que seguirá el consejo de administración en sus propuestas a la junta general de socios, para la distribución de los beneficios anuales obtenidos por la sociedad.

³⁹ Como se puede observar en el preámbulo del BOCG de Reforma de la LSC *Boletín Oficial de las Cortes Generales - Senado 5 de marzo de 2021* (N.º 151). (2021, marzo). https://www.senado.es/legis14/publicaciones/pdf/senado/bocg/BOCG_T_14_151.PDF p. 42: “Según este «Informe sobre las presiones cortoplacistas indebidas sobre las empresas» (Undue short-term pressure on corporations), de 18 de diciembre de 2019, la inversión a largo plazo suele tener más en cuenta elementos y objetivos relacionados con la sostenibilidad. En efecto, según ESMA, los objetivos de sostenibilidad social y medioambiental están muy relacionados con las inversiones a largo plazo. En consecuencia, la gestión adecuada de los riesgos sociales y medioambientales está alineada con los objetivos de los inversores a largo plazo. Por esta razón, ESMA opina que la política de implicación a largo plazo de las sociedades gestoras y las empresas de servicios de inversión debería también contemplar indicadores medioambientales, sostenibles y de gobernanza”.

⁴⁰ *Vid.*, Artículo 529 ter.1. a). LSC

Por tanto, es necesario diferenciar entre la política de dividendos de la sociedad (de proyección plurianual y decidida por el órgano de administración en el caso, al menos, de las sociedades cotizadas) de la propuesta concreta de distribución de dividendos (o de utilización de otra alternativa de retribución del accionista) que será decidida anualmente por la junta general ordinaria de socios, a propuesta del órgano de administración (art. 164 LSC).

La aplicación de resultados es en palabras de Fernández del Pozo: “aquella decisión social, adoptada en méritos del correspondiente acuerdo de junta, sobre las diferentes asignaciones a realizar con cargo a los resultados obtenidos en el ejercicio y, eventualmente, con cargo a otras partidas que integran la base de reparto”⁴¹.

Además, es necesario señalar que, el derecho español, no establece expresamente que los administradores, más allá de sus deberes generales de diligencia y con la excepción del supuesto específico del ámbito concursal, deban evaluar el importe mínimo de recursos propios con los que debe contar una sociedad para su funcionamiento ordinario. Por ello, las disposiciones que contempla la ley son de carácter formal y están destinadas, en general, a proteger la integridad nominal de la cifra de capital social, como posteriormente se expone.

7. La política de remuneración al accionista y las obligaciones de transparencia de las sociedades cotizadas

La Ley del Mercado de Valores, en desarrollo de la normativa comunitaria de aplicación, diferencia entre información privilegiada y otra información relevante.

Información privilegiada es aquella información de carácter concreto que puede afectar al precio de la acción. Por el contrario, y esta es su principal diferencia con la otra información relevante, el conocimiento de esta última no tendrá impacto en el precio de cotización de las acciones.

⁴¹ Fernández del Pozo, L. (1997). *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles:(estudio especial del artículo 213 de la Ley de Sociedades Anónimas)*. Civitas., p. 32.

En el plano práctico, catalogar la información de una u otra manera es muy trascendente ya que, en el caso de la información privilegiada, la obligación es doble:

(i) Obligación de transparencia.

Tanto la Ley del Mercado de Valores (LMV) en sus arts. 123 y 225 y ss. como el Reglamento (UE) nº 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (en sus arts. 5, 7, 8, 10, 12, 13 y 17, entre otros), regulan las obligaciones de transparencia de las sociedades emisoras de valores cotizados y establecen las operaciones que se consideran como abuso de mercado. El cumplimiento de ambas normas es objeto de supervisión por la CNMV.

La política de remuneración de los accionistas, ya sea en forma de dividendos o de otros instrumentos como los dividendos flexibles y los programas de recompras de acciones son información concreta que puede afectar al precio de las acciones y, por tanto, constituyen información privilegiada que, con carácter general, debe ser inmediatamente comunicada al mercado.

La información privilegiada es, en realidad, la política de remuneración al accionista y sus modificaciones. Si la remuneración al accionista que propone el órgano de administración a la junta general de socios se enmarca en dicha política de remuneración previamente publicada, esta podría no considerarse información privilegiada, al ser coherente con lo que los accionistas e inversores esperan y han considerado para la adopción de sus decisiones.

Si, por el contrario, se modifica (al alza o a la baja) la política de remuneración o, simplemente, el propuesto a la junta general es distinto al que hubiera sido esperable de la aplicación de aquélla, podría potencialmente afectar al precio de la acción, por lo que se considerará información privilegiada.

(ii) Protección de la información privilegiada no pública.

La normativa aplicable prohíbe operar en el mercado cuando la misma se tiene y no ha sido publicada⁴². Además, el art. 18 del Reglamento UE establece que los emisores deberán elaborar una lista de todas las personas que tengan acceso a información privilegiada y trabajen para ellas en virtud de un contrato de trabajo, o que desempeñen funciones a través de las cuales tengan acceso a información privilegiada, como asesores, contables o agencias de calificación crediticia (“lista de iniciados”).

Su publicación deberá efectuarse tanto en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) como en la web de la sociedad (art. 17 Reglamento UE).

Además, hay determinadas alternativas de remuneración al accionista que exigen que la sociedad opere en el mercado con sus propias acciones (por ejemplo, la recompra de acciones propias) y, por tanto, como veremos posteriormente a estos programas les serán aplicables, además, otras normas sobre abuso de mercado que protegen la alteración del precio de las acciones.

8. El Dividendo

Entre los derechos económicos abstractos que tienen los socios de una sociedad, por el hecho de serlo, se encuentra el derecho a participar en las ganancias y en la liquidación del patrimonio.

Los dividendos “son la parte del beneficio neto absoluto obtenido por una sociedad anónima que durante su vida corresponde a cada accionista en proporción al capital desembolsado,

⁴² *Vid.*, art. 14 Reglamento (UE) nº 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado.

cuyo valor se expresa en dinero y que, normalmente se satisfacen mediante la entrega de sumas de dinero”⁴³.

Para Sánchez Calero⁴⁴, los dividendos constituyen dentro del acuerdo de distribución de los beneficios, el punto esencial. Señala que, una vez se acuerda la distribución de beneficios y una parte de ellos son destinados al reparto de dividendos, nace el derecho concreto del accionista del dividendo. El socio posee un derecho abstracto a que se repartan anualmente beneficios, y un derecho concreto al dividendo una vez este es acordado. Derecho que no nace hasta que se acuerda el reparto por la Junta general.

Por ello, se puede afirmar que no existe un derecho del socio a exigir el reparto de dividendos, aunque sí instituciones jurídicas que protegen a los socios minoritarios del abuso de derecho de los mayoritarios en la privación de su derecho al dividendo. Se trata de la doctrina jurisprudencial sobre el abuso de derecho⁴⁵ y del derecho de separación que el artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital reconoce, salvo disposición contraria de los estatutos sociales, en determinados supuestos y para sociedades no cotizadas^{46 47}.

⁴³ Fuentes, J. M. (2016). *Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima: un estudio de los artículos 216 y 217 LSA*. Thomson Reuters, capítulo 1, p. 1.

⁴⁴ Sánchez Calero, F. (1955). La determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima. *Roma/Madrid*, p. 29.

⁴⁵ Vargas, A. C., & Águila-Real, J. A. (2014). Abuso de la mayoría en el reparto de dividendos y derecho de separación del socio en las sociedades de capital. *Liber amicorum Juan Luis Iglesias.*, p. 9: “es posible impugnar acuerdos contrarios al reparto de dividendos, pero no es tan fácil que se declare abusivo el acuerdo de reinversión. Buena prueba de ello es que son pocas las resoluciones que declaran la nulidad o anulabilidad de un acuerdo de no reparto. En el mejor de los casos, el acuerdo de no distribución impugnado queda declarado judicialmente sin efecto, pero sin que su nulidad o anulabilidad se vea acompañado de un reconocimiento efectivo al derecho del socio a la participación en el reparto de las ganancias”.

⁴⁶ En efecto, el art. 348 bis LSC establece el derecho de separación del accionista de una sociedad no cotizada en caso de falta de distribución de dividendos. En su aplicación, podrá separarse de la sociedad el socio que hubiere hecho constar en acta su protesta por el reparto de dividendos siempre que: (i) se produzca a partir del quinto ejercicio desde la inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil; (ii) la junta, tras su protesta, no hubiera acordado la distribución en forma de dividendo de, al menos, un 25% de los beneficios propios de explotación del objeto social legalmente repartibles obtenidos durante el ejercicio anterior.

Además, este derecho de separación se condiciona a la concurrencia de otros dos requisitos: (i) que se hayan obtenido beneficios en los tres ejercicios anteriores a aquel y (ii) que la sociedad no haya distribuido en concepto de dividendo, durante los últimos 5 años, al menos un 25% de los beneficios legalmente distribuibles en cada periodo.

Este derecho de separación recogido en el art. 348 bis no es de aplicación a sociedades cotizadas, sociedades en concurso, sociedades en refinanciación (o en proceso) ni a las sociedades anónimas deportivas.

⁴⁷ Lebrón, M. J. G. (2018). El art. 348 bis LSC como mecanismo de protección del socio externo ante una gestión desleal del grupo. *Revista de derecho de sociedades*, (54), pp. 1-4.

8.1. Los límites para la distribución del beneficio económico

Con carácter previo a la decisión sobre la distribución de dividendos, la sociedad debe determinar el importe del beneficio distribuable que es, como se señala a continuación, distinto del beneficio económico o contable.

La Ley de Sociedades de Capital establece una serie de criterios reglados para la aplicación del resultado anual. La aplicación del resultado deberá ser propuesta por el órgano de administración y acordada por la junta general de socios. El beneficio distribuable es el resultado de minorar las disposiciones legales (y estatutarias) del beneficio contable.

En el supuesto de que no se decida el destino de determinado importe del beneficio o, simplemente, que no se determine expresamente, su saldo formará parte del remanente. Conforme a lo dispuesto por la AECA, se denomina remanente al saldo acreedor sobrante en la cuenta de pérdidas y ganancias, una vez efectuado el reparto del beneficio del ejercicio; importe que se conserva durante el período siguiente y que pasa a engrosar las reservas voluntarias de la sociedad⁴⁸.

Antes de la decisión sobre la distribución de dividendos, debe, por tanto, determinarse la cuantía distribuable. La LSC establece, con esta finalidad, dos previsiones específicas:

- (i) Se deben cubrir las atenciones previstas en la ley y en los estatutos sociales.

Las atenciones previstas en la ley son las siguientes: (a) dotación de reservas, principalmente la reserva legal (art. 274 LSC) que consiste en dotar un 10% del beneficio del ejercicio a la misma hasta que alcance un 20% del capital social, pero además otras reservas como la reserva por participaciones propias o por acciones o participaciones de su sociedad dominante (art. 142.2 y 148c) LSC) o la reserva de participaciones recíprocas (art. 153 LSC), y (b) otras limitaciones legales, como la recogida en el art. 273.3 LSC por la cual se prohíbe la distribución de beneficios a menos que el importe de las reservas disponibles sea, como mínimo, igual al importe de los gastos de investigación y desarrollo que figuren en el activo del balance de la sociedad. Esto es, si en el balance aprobado, la cuantía de las reservas

⁴⁸ *Vid.*, AECA 2003/2024, de 30 de junio de 2003.

disponibles no cubre, como mínimo, el importe de los gastos en I+D+i que aparecen en el activo del balance, la sociedad deberá dotar reservas voluntarias con cargo al beneficio del ejercicio, hasta cubrir al menos tal cuantía⁴⁹.

Además de las previsiones legales, hay que analizar las previsiones estatutarias. Principalmente cabe destacar en este punto que, aun dependiendo de cada sociedad, lo más común suele ser establecer un pacto estatutario por el cual se establece la dotación obligatoria de reservas estatutarias, bien un porcentaje sobre los beneficios de cada ejercicio o bien una cuantía fija, sujeta a la obtención de beneficios por la sociedad. Habrán de ser respetadas, también, todas las restantes previsiones que, eventualmente, puedan ser establecidas en los estatutos sociales.

(ii) La protección del capital social.

No podrán repartirse dividendos si el patrimonio neto es inferior al capital social o si, a causa del reparto previsto pasa a serlo. En este caso, los beneficios deben destinarse a compensar las pérdidas de ejercicios anteriores (art. 273.2 LSC). El fundamento radica en el principio de integridad de la cifra de capital social que, como es sabido, en la normativa societaria juega como cifra de garantía de los acreedores. Si el valor del neto patrimonial es inferior (a causa de pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores) la cifra de capital social nominal no reflejaría la realidad. En el caso de repartir el beneficio, estarían saliendo recursos de la empresa que deberían ser destinados a recuperar el equilibrio entre el capital social y el neto patrimonial, con el fin de ofrecer una imagen real a los acreedores de la sociedad.

Sin embargo, la referencia al neto patrimonial no se efectúa respecto del determinado en aplicación de las reglas contables, sino de las específicas establecidas por el Código de Comercio (artículo 36) con tal finalidad⁵⁰.

⁴⁹ Tal y como señalan en la página 110 Alonso, R. A., & Marroquín, B. B. (1997). Tratamiento contable y fiscal de los gastos de investigación y desarrollo en la normativa española: Ejemplo ilustrativo. In *Anales de estudios económicos y empresariales* (No. 12, pp. 101-122). Servicio de Publicaciones.

⁵⁰ “Para el cálculo del patrimonio neto a efectos de distribución de dividendos en la SA y SL, partiremos de la cifra de patrimonio neto contable y deberemos realizar los siguientes ajustes: con signo positivo, los dividendos pasivos, la cifra de capital (nominal y prima) registrado contablemente como pasivo; y con signo negativo o positivo (según el caso) los ajustes por cambios de valor originados en operaciones de cobertura de flujos de efectivo pendientes de imputar a la cuenta de pérdidas y ganancias.” Elorza, I. F., & Rouco, C. G. (2009). El

En último lugar, y siendo este un límite que solo aplica al tipo de la sociedad anónima, cuando la sociedad reduce su capital para reestablecer el equilibrio entre el capital social y el neto patrimonial a causa de pérdidas (cuestión que ocurre de manera obligatoria cuando las pérdidas han disminuido el patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital y transcurre un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio neto, como indica el art. 327 LSC), la sociedad solo podrá repartir dividendos cuando la reserva legal alcance un 10% del nuevo capital social (art. 326 LSC)⁵¹.

8.2 La distribución de dividendos con cargo a beneficios o a reservas

La distribución de un dividendo ordinario puede realizarse con cargo al beneficio del ejercicio, una vez han sido aprobadas las cuentas anuales, o bien con cargo a reservas de libre disposición⁵².

En virtud del art. 273.2 LSC, no todas las reservas son distribuibles. Solo lo son las calificadas como de libre disposición, entre las que se encuentran las reservas ordinarias y las reservas por prima de asunción de participaciones y de emisión de acciones.

La indisponibilidad de la reserva puede establecerse en una limitación legal, estatutaria o por acuerdo de la junta. La distribución de reservas limitadas por estipulación estatutaria requerirá la previa modificación de los estatutos sociales.

8.3 El derecho del socio al dividendo acordado

Como se ha señalado, es la junta general de socios a la que compete adoptar el acuerdo sobre el dividendo, tanto para distribuir beneficios como reservas de libre disposición. Solo a partir

concepto de patrimonio neto a efectos mercantiles tras la reforma contable y otras modificaciones legales posteriores. *Revista de derecho del mercado de valores*, (5), p. 316.

⁵¹ García - Cruces González, J. A. (2016). *Derecho de sociedades mercantiles*, p. 412.

⁵² *Ibid.*, p. 180.

de que lo adopte, se convierte en un derecho concreto de cobro para el socio y en una deuda para la sociedad.

En virtud del art. 276 LSC, cuando la junta general acuerde el reparto de dividendos, deberá determinar el momento y la forma de pago de este. Si no lo hiciere, la ley establece que se entenderá pagadero en dinero (efectivo) en el domicilio social de la sociedad a partir del día siguiente al del acuerdo por la junta. El plazo máximo legal para el abono de los dividendos (en su totalidad) es de 12 meses desde el acuerdo.

Es preciso señalar a estos efectos que, en las sociedades anónimas, en las que cabe la existencia de acciones parcialmente liberadas y, por tanto, de dividendos pasivos, el dividendo se satisface, por imperativo legal, en proporción al capital desembolsado (art. 275.2 LSC) y no en proporción al capital suscrito.

Sin embargo, cabe el establecimiento de privilegios mediante, por ejemplo, la creación de acciones que otorguen el derecho a percibir un dividendo mayor que las demás. La creación de participaciones sociales y la emisión de acciones que confieran algún privilegio frente a las ordinarias, requerirán que se siga el procedimiento previsto para la modificación de estatutos.

8.4 Excepciones a la proporcionalidad del dividendo. Las acciones privilegiadas y las acciones sin voto. Accionistas en mora y acciones propias

8.4.1. Las acciones privilegiadas

Los artículos 95 y siguientes de la LSC establecen determinadas protecciones para la distribución de dividendos a sus titulares. Dichas obligaciones son: (i) la sociedad tendrá obligación de repartir dividendos si existieran beneficios distribuibles (no siendo obligatorio en el caso de acciones ordinarias). Frente a esta obligación cabe pacto estatutario en contrario, salvo en sociedades cotizadas, en virtud del art. 489 LSC; (ii) las acciones o participaciones preferentes deben recibir el dividendo antes que los titulares de las ordinarias. Es decir, que hasta que los titulares de acciones privilegiadas no las cobren, no podrán hacerlo los

ordinarios y (iii) los estatutos sociales deberán establecer las consecuencias de no distribuir todo o parte del dividendo preferente no satisfecho como, por ejemplo, si se acumulan o no.

8.4.2. Acciones sin voto

En el caso de las participaciones o acciones sin derecho de voto, sus titulares tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo – fijo o variable – que establezcan los estatutos sociales. El reparto del dividendo mínimo es obligatorio para la sociedad siempre que existan beneficios distribuibles. Una vez se acuerde el dividendo mínimo – que tendrá carácter preferente con respecto al dividendo ordinario – los titulares de las acciones o participaciones sin derecho a voto tendrán derecho al dividendo ordinario que corresponda a las participaciones o acciones ordinarias. Si no existieren beneficios distribuibles o la cuantía no llegase a cumplir con el mínimo establecido en los estatutos, la parte del dividendo mínimo no pagada deberá ser satisfecha en los cinco ejercicios siguientes⁵³.

8.4.3. El caso de las acciones parcialmente desembolsadas

Cabe también señalar en este punto que los accionistas en mora (solo pueden serlo en las sociedades anónimas, cuando deben pagar – y no lo han hecho en plazo – los dividendos pasivos) no tienen derecho a percibir dividendos. Pero, según dispone el art. 83.2 LSC, este derecho, en cuanto a los dividendos no prescritos, se recupera cuando paguen la deuda contraída con la sociedad con, en su caso, sus respectivos intereses.

8.4.4. Las acciones propias

El art. 148 LSC establece que las acciones propias no tienen derecho a dividendo. La solución legal es que los dividendos que corresponderían a estas acciones se atribuyen de manera proporcional a las demás acciones.

⁵³ *Vid.*, art. 99 LSC.

8.5. La forma de pago del dividendo. El dividendo en especie

Con carácter general, los dividendos han de ser pagados en dinero. Sin embargo, no hay impedimento legal para que puedan abonarse en especie.

Es necesario indicar, sin embargo, que la interpretación mayoritaria de la doctrina⁵⁴ señala que, salvo que los estatutos sociales prevean lo contrario, los socios no están obligados a admitir el dividendo en especie (en general, en cualquier formato distinto al dinero).

Si el dividendo fuese distribuido en especie, desde un punto de vista económico de la sociedad que distribuye el dividendo, el valor del bien entregado debe equivaler al importe monetario del dividendo aprobado por la junta. Si bien pueden existir diferencias entre el valor contable del activo (bien) entregado y el importe en términos monetarios del dividendo, debiendo darse un resultado positivo o negativo que deberá ser incluido en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio correspondiente⁵⁵. Esto es, si el valor en libros es distinto del valor de mercado del bien que se entrega, cuando este se emplea para retribuir al accionista, debe ser valorado a valor de mercado. La diferencia entre el valor de mercado y el valor contable (tanto positiva como negativa) se integra en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio en curso.

⁵⁴ Sirvan como ejemplos Paz-Ares en «Aproximación al estudio de los dividendos en especie», Revista Jurídica del Notariado (RJN), no 3, 1992, 207, 209 (nota 3), y «La llamada “reversión de dividendos”», Revista General del Derecho (RGD), no 577-578, 1992, y, más recientemente, Iribarren, M., “Los dividendos electivos o scrip dividends” RDM 284 (2012) pp. 141 y ss.

⁵⁵ Tal y como se desprende de la resolución del ICAC nº 120 de diciembre 2019, referente al tratamiento contable de diversas cuestiones relativas al pago de dividendos.

9. Dividendo a cuenta

9.1 Descripción y características

Un tipo especial de dividendo es el dividendo a cuenta, mediante el que se realiza un pago adelantado o anticipado.

Se trata de dividendos que se acuerdan por el órgano de administración o este los propone a la junta porque se estima que la sociedad va a obtener beneficios. Los beneficios correspondientes a un ejercicio solo son tales a partir del momento en que la junta general aprueba las cuentas anuales de la sociedad. El dividendo a cuenta es, por tanto, una forma de anticipar la retribución de los accionistas⁵⁶.

Se trata, en esencia, de un pago de dividendos que se realiza antes de que la empresa cierre el ejercicio contable, con cargo a las cuentas que se formularán una vez se cierre aquél. Autores como Garrigues-Uría argumentan a favor del pago de anticipos, señalando que es "perfectamente lícito el reparto de un dividendo a cuenta del beneficio final del propio ejercicio, uso este que está muy extendido en las grandes sociedades, en las cuales el beneficio anual y su cuantía suelen ser constantes"⁵⁷.

El dividendo a cuenta es, por tanto "Parte de [las] ganancias correspondientes a un ejercicio todavía en curso, cuya efectiva consecución luce en un estado contable espacialmente elaborado para proceder a su reparto, que la Junta General o el órgano de administración de una sociedad anónima [sociedad de capital] decide distribuir entre sus accionistas, expresadas en dinero y normalmente satisfechas mediante la correspondiente entrega de sumas de dinero"⁵⁸. Su regulación actual se encuentra en los art. 277 y 278 LSC.

⁵⁶ Calisto, J. D. (1987). Los llamados dividendos a cuenta en el Derecho Mercantil. *THEMIS: Revista de Derecho*, (7), p. 43.

⁵⁷ Garrigues, J., Uría, R., Menéndez, A. M., & Olivencia, M. (1976). *Comentario a la ley de sociedades anónimas*. Joaquín Garrigues y Rodrigo Uría., p. 403.

⁵⁸ Fuentes, J. M. (2016). *Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima: un estudio de los artículos 216 y 217 LSA*. Thomson Reuters. Capítulo I, apartado IV. S.P.

El dividendo a cuenta debe confirmarse (o ampliarse) con el dividendo definitivo aprobado por la junta general ordinaria. Al dividendo ordinario que completa la remuneración de los socios se le denomina, en ocasiones, dividendo complementario.

En cuanto a su naturaleza jurídica, históricamente fueron considerados como préstamos, pues su reparto se condicionaba a que la sociedad obtuviese efectivamente beneficios. Actualmente, las cautelas legales son las mismas que para la distribución de dividendos ordinarios, pero, a diferencia de estos últimos, el dividendo a cuenta, como se ha indicado, puede ser acordado tanto por la junta como por los administradores⁵⁹.

9.2. Justificación del dividendo a cuenta

Este tipo de dividendos suele tener una doble justificación:

- (i) El interés de los socios de recibir con antelación parte de su remuneración, lo que les permite adelantar financieramente los rendimientos de su inversión con respecto al tiempo inicialmente planteado.
- (ii) El efecto “anuncio” frente a potenciales inversores. La distribución de un dividendo a cuenta estimula la inversión en la sociedad.

9.3 El órgano decisor

El órgano competente para su aprobación es, de acuerdo con el art. 277 LSC, tanto el órgano de administración como la junta general.

El acuerdo se condiciona a: (i) que la sociedad cuente con liquidez suficiente para su pago y (ii) la cantidad a distribuir no exceda de la cuantía de los resultados obtenidos desde el fin del último ejercicio.

⁵⁹ Mayordomo Martínez, J. L. (2018). El reparto de dividendos a cuenta., p. 23.

Esta facultad es indelegable y, por ello, no podrá ser dejada a la decisión de ningún tercero (experto independiente, asesor, consultor, etc.) Por otro lado, nada impide que se regule estatutariamente esta operación. Podría establecerse, por ejemplo, una reserva en favor de uno de los dos órganos: la junta general o el órgano de administración. Será necesario, en todo caso, que se respeten los restantes requisitos establecidos por la ley con carácter imperativo.

9.4 El procedimiento

Como se ha señalado, la LSC establece dos requisitos para la distribución de dividendos a cuenta:

El primero es que la sociedad cuente con liquidez suficiente para su pago. Para su acreditación, los administradores habrán de formular un estado contable (art. 277 a) LSC). El estado contable, deberá ser elaborado, en todo caso, por los administradores de la sociedad. Además, de acuerdo con el RD 1514/2007 por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad, “deberá abarcar un período de un año desde que se acuerde la distribución del dividendo a cuenta” y contendrá una reformulación de los flujos de caja de la compañía durante el último año, así como de una estimación de los flujos futuros. Cabe recordar que la finalidad última del estado contable es demostrar – y garantizar – que la sociedad tiene liquidez suficiente para afrontar el futuro más próximo. El mencionado estado contable será incorporado al finalizar el ejercicio a la memoria de la sociedad.

El segundo de los requisitos es que la cantidad a repartir no exceda la cuantía de los resultados obtenidos por la sociedad en el ejercicio en curso, una vez se hayan deducido las pérdidas de ejercicios anteriores, las dotaciones a reservas (tanto legales como estatutarias) y la estimación del impuesto que se deberá pagar sobre esos resultados positivos (art. 277 b) LSC).

9.5 ¿Se trata de un dividendo realmente “a cuenta”?

La cuestión que se plantea es ¿cuáles son las consecuencias de que, una vez cerrado el ejercicio, el beneficio distribuible por la sociedad sea inferior al dividendo a cuenta acordado?

Pues bien, solo existe obligación de restitución cuando los accionistas hubieran actuado de mala fe, conociendo, o habiendo podido conocer, la irregularidad del acuerdo. A estos efectos, la carga de la prueba de que los perceptores conocían la irregularidad de la distribución o que, habida cuenta de las circunstancias, no podían ignorarla, recae en la sociedad (art. 947 C.Com.). El plazo de prescripción de la acción de restitución es de tres años. Por lo que, la ley no establece ninguna previsión a efectos de reducir el dividendo a cuenta con posterioridad, más allá de la mala fe.

9.6. El momento de la distribución del dividendo a cuenta

Con frecuencia se plantea, si puede ser distribuido un dividendo a cuenta una vez cerrado el ejercicio al que este corresponde cuando sus cuentas todavía no han sido aprobadas o si, por el contrario, solo cabe el acuerdo antes de la finalización del ejercicio el que corresponde el beneficio distribuido.

La doctrina es mayoritariamente favorable a la primera alternativa porque (i) el riesgo que supone toda distribución interina es menor cuando se realiza con cargo a un ejercicio cerrado, en el que se conoce cuál es el resultado final, aun no habiendo sido aprobadas sus cuentas, que si se realiza el reparto con cargo al resultado de un ejercicio en curso, pudiendo pasar cualquier cosa hasta que dicho ejercicio termine, y (ii) la finalidad del art. 277 LSC no se pone en peligro en caso de admitir esta práctica. El momento en el que se aprueban las cuentas es el que delimita el momento final antes del cual puede repartirse un dividendo a cuenta.

Por todo ello, y como anteriormente se ha señalado, la doctrina entiende que sí puede repartirse dividiendo a cuenta con cargo a resultados de ejercicios cerrados pero cuyas cuentas anuales no han sido aprobadas⁶⁰.

10. La remuneración del accionista mediante la emisión de acciones liberadas

10.1 Descripción y regulación

La remuneración al socio puede articularse, también, mediante la entrega gratuita de acciones o participaciones.

Se trata de los supuestos de ampliación de capital mediante la emisión de acciones o la creación de participaciones totalmente liberadas. Los antiguos socios recibirán derechos de asignación gratuita en proporción a su participación en la sociedad, sin que estos tengan que realizar desembolso alguno.

El efecto para la sociedad será el de una mera reclasificación entre cuentas de patrimonio neto: un cargo a cuentas de reservas disponibles con abono a capital. El importe de la mencionada transferencia contable será igual al número de acciones o participaciones que se van a emitir o crear, multiplicado por su valor nominal.

La regulación legal general de los aumentos de capital está en los arts. 295 y ss. LSC. En su aplicación, es la junta general el órgano encargado de acordar el aumento de capital⁶¹, pudiendo delegar en los administradores su ejecución⁶². Cabe también la posibilidad de que los administradores realicen una o varias ampliaciones de capital, hasta una cifra máxima determinada por la junta, lo que se conoce como “capital autorizado”.

⁶⁰ Sirva como ejemplo Fuentes, J. M., *Op. cit.*, pp. 1437-1455.

⁶¹ En el caso que nos ocupa, al incrementarse el capital por la vía de crear nuevas acciones, se dejará de lado el análisis de la segunda vía: ampliar capital mediante incremento del valor nominal de las acciones ya existentes.

⁶² *Vid.*, art. 297 LSC.

La emisión de nuevas acciones liberadas no incrementa el valor de la sociedad ni modifica la participación de los socios, salvo en los supuestos en los que los socios transmiten (o no ejercitan) los derechos de asunción gratuita que reciben.

En efecto, los socios pueden enajenar en el mercado, cuando se trate de sociedades cotizadas, los derechos de asignación gratuita correspondientes a las acciones de su propiedad, a un precio que será, normalmente, igual al de cotización de las acciones menos un descuento.

Es importante señalar que, este tipo de remuneración, es la base del dividendo elección o *scrip dividend* que posteriormente se analiza. La principal diferencia entre ambos es que en este último será la sociedad la que ofrezca a los accionistas la recompra de sus derechos de asignación gratuita.

10.2 Límites

El aumento de capital con cargo a reservas está regulado específicamente en el art. 303 LSC. En él, se establecen las reservas con cargo a las que la sociedad podrá acordar la ampliación de capital, las cuales son: (i) las reservas de libre disposición, (ii) reservas por prima de asunción de participaciones sociales o de emisión de acciones y (iii) la reserva legal, en su totalidad si la sociedad fuera de responsabilidad limitada, o en la parte que exceda del diez por ciento del capital, una vez este hubiera sido aumentado, si la sociedad fuera anónima.

Además, como se verá en el estudio del *scrip dividend* (apartado 11 del presente trabajo) la ampliación deberá basarse en un balance aprobado por la junta general con menos de seis meses de antigüedad a la fecha del acuerdo de aumento de capital, que debe ser verificado por el auditor de cuentas de la sociedad o por un auditor externo si la sociedad no estuviera obligada a verificación contable.

10.3 La ampliación de capital liberada y su efecto sobre la cotización

Las ampliaciones liberadas implican la emisión de nuevas acciones. Sin embargo, como consecuencia de este acuerdo, no se modifican los activos de la compañía ni sus flujos de caja. Tampoco varía ni el riesgo que asumen los accionistas, ni su porcentaje de propiedad en la empresa. Por todo ello, no cabría esperar, al menos desde un punto de vista teórico, efecto alguno sobre la capitalización de la sociedad. Sin embargo, la cotización de cada título debería reducirse en proporción al efecto dilución resultado de la emisión de las nuevas acciones.

Esta conclusión teórica no se ve, sin embargo, confirmada por distintos estudios empíricos que han identificado que esta operación produce rentabilidades positivas⁶³. Su causa se ha atribuido, generalmente, a la denominada “hipótesis de señalización” que puede definirse en los siguientes términos: en un mercado de valores real, no todos los grupos de interés tienen un acceso simétrico a la información de la sociedad. La propuesta por los administradores (que son *insiders* cualificados) de que la junta adopte un acuerdo de ampliación de capital liberada, se percibe por el mercado como un dato favorable sobre las perspectivas futuras de la empresa. Se afirma, por ello, que estos programas de retribución suponen una señal al mercado sobre el verdadero valor de la empresa, mayor que el reflejado por el actual precio de cotización⁶⁴. Hay, en este sentido, dos factores a tener en cuenta. Por un lado, la sociedad contará en el futuro con una cifra de reservas inferior para hacer frente a su política de dividendos. Por otro, el número de acciones emitidas habrá aumentado⁶⁵. Por tanto, aquellas sociedades que decidan repartir dividendos en acciones transmiten al mercado su confianza en que, en el futuro, los beneficios que obtendrán, les permitirán hacer frente a política de dividendos y que su cuantía será mayor con objeto de no reducir el beneficio y el dividendo por acción.

⁶³ *Vid.*, como ejemplo de estudio empírico el llevado a cabo en sociedades españolas en la década de los 90 por Guirao, J. Y. (2001). El efecto de las ampliaciones liberadas en el valor de las acciones. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 30(107), pp. 28 y 29.

⁶⁴ Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1), p. 20.

⁶⁵ Grinblatt, M. S., Masulis, R. W., & Titman, S. (1984). The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of financial economics*, 13(4), pp. 474 y ss.

Sin embargo, esta señal informativa puede tener un coste significativo para la sociedad, no solo en términos de los gastos de registro y transacción derivados del proceso de emitir nuevos títulos, sino, también, por la reducción de la capacidad de la sociedad para pagar dividendos en el futuro y de que estos sean equivalentes a los pagados hasta entonces, en términos de dividendo por acción o participación.

11. *Scrip dividend*: “Dividendo elección” o “Dividendo opción”

11.1 Concepto y fundamento económico

Los dividendos electivos o *scrip dividends* no son, en realidad, dividendos en un sentido jurídico. Se utiliza esta denominación para expresar que se trata de un instrumento alternativo de remuneración al accionista que, también puede configurarse como complementario al dividendo ordinario.

En términos de su operativa, consiste en un aumento de capital liberado (art. 303 LSC) que tiene la particularidad de que es la sociedad quien ofrece al accionista la posibilidad de elegir cómo ser retribuido: en efectivo, con acciones emitidas por la sociedad o mediante una combinación de ambas⁶⁶.

Es una práctica tomada de otros países y, singularmente, de los Estados Unidos, que, en España, se ha estructurado mediante la práctica societaria, ante la ausencia de su regulación específica.

El sistema del *scrip dividend* permite, por un lado, al accionista, optar por recibir su remuneración en dinero o en acciones de nueva emisión y, por otro, a la sociedad, reducir la cuantía del desembolso dinerario al que hacer frente. Por tanto, permite compatibilizar el interés de la sociedad por reducir la utilización de tesorería de la sociedad con el del socio, que así lo desee, de percibir su remuneración en efectivo.

⁶⁶ Blanco, M. I. (2012). Los dividendos electivos o scrip dividends. *Revista de derecho mercantil*, (284), p. 1.

Este sistema tiene, sin embargo, la limitación de que la sociedad no puede conocer, de forma previa, el porcentaje de accionistas que optarán por recibir nuevas acciones u optar por la remuneración en efectivo (mediante la venta del derecho de asignación gratuita, como posteriormente se explica).

Por supuesto, cabe que la sociedad efectúe previsiones sobre la base de su experiencia. Así, por ejemplo, en el *scrip dividend* llevado a cabo por Telefónica en junio de 2020, el 36,99% de los accionistas optaron por vender los derechos de asignación gratuita que les correspondieron, mientras que el 63,01% recibió acciones (aumentando, por esta última causa, el capital social de la compañía en un 2,63%)⁶⁷.

Es importante señalar que este método de retribución puede ser utilizado por cualquier sociedad de capital, si bien, son las empresas cotizadas quienes lo han empleado más en los últimos años. Sectorialmente, hay determinadas entidades, como los bancos, que, por las necesidades de capital impuestas por los supervisores, las han aplicado de manera especialmente frecuente.

El aumento de capital tendrá el efecto de diluir la participación de aquellos socios que decidan vender sus derechos, además de que provocará un beneficio por acción menor, a consecuencia de la creación de nuevas acciones.

11.2 Posición jurídica del accionista.

El primer elemento a destacar es que todos y cada uno de los accionistas de la sociedad deberán tener la posibilidad de elegir entre dividendo o asignación de acciones. Si esto no fuera así, se estaría lesionando el principio de igualdad de trato, recogido en el art. 97 LSC. A estos efectos, el accionista deberá elegir, en el plazo concedido por la sociedad, entre.

⁶⁷ Telefónica (2020). *Política de retribución al accionista*. Recuperado el 25 de enero de 2021, de <https://cutt.ly/mj6BaO8>

- (a) No transmitir sus derechos de asignación gratuita y suscribir las nuevas acciones. En este caso, el accionista recibirá tantas acciones nuevas como le correspondan proporcionalmente por las acciones que posea.
- (b) Transmitir la totalidad o parte de los derechos de asignación gratuita a la sociedad. Esta última deberá pagar por cada derecho de asignación el precio fijo al que se hubiera comprometido en el compromiso irrevocable de compra adoptado al definir los términos de la operación. Para determinar el precio, la sociedad deberá seguir la fórmula que, a tal fin, hubiera sido aprobada por la junta general.

Por regla general, las sociedades suelen limitar el compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita exclusivamente a aquellos accionistas a los que les corresponden inicialmente y no a aquellos otros que los hubieran adquirido en el mercado bursátil. Es decir, lo limitan a aquellos accionistas que figuren como tales en los correspondientes registros en el momento de anunciar la operación del *scrip dividend*. En relación con las implicaciones fiscales para el accionista que elige el cobro en efectivo, su fiscalidad es igual que la de un dividendo.

- (c) Vender la totalidad o parte de los derechos de asignación gratuita en el mercado. Estos derechos de asignación son negociables en el mercado con las mismas condiciones que las acciones de las que derivan. De conformidad con el apartado 2 del art. 306 LSC, el plazo para hacerlo deberá ser, como mínimo, de quince días naturales. Si se trata de una sociedad cotizada, estos derechos de asignación cotizarán en el mercado. A diferencia de la opción (b) en esta la sociedad no compra esos derechos, sino que son vendidos en el mercado al precio determinado, en función de la oferta y la demanda. Fiscalmente⁶⁸, el accionista obtendrá una renta gravable. La venta en el mercado puede ser favorable, ya que no está sujeta a retención hasta que no se vendan las acciones que dieron origen a los mismos. Por ello, hay casos en los que, aun valiendo estos derechos de asignación menos en el mercado de lo que ofrece la sociedad, podría resultar preferible seguir esta opción⁶⁹.

⁶⁸ García, A. G. (2014). Aspectos prácticos del *scrip dividend* español. *Revista de derecho del mercado de valores*, (14), 3, p. 13.

⁶⁹ Tardón, S. A. (2013). Singularidades de los *scrip dividends* como nueva tendencia de retribución a los accionistas. *Revista de derecho del mercado de valores*, (13), pp. 123-140.

La diferencia entre acudir al mercado a vender el derecho de asignación o hacerlo a la sociedad es, también, relevante desde otros puntos de vista. Lo es especialmente en la incidencia que tiene en el número de acciones de nueva emisión que se tendrán que emitir. En efecto, solo aquellos derechos de asignación “devueltos” no serán convertidos en acciones, pero todos aquellos vendidos en el mercado, se convertirán en acciones de nueva creación. Como posteriormente se explicará, los derechos de asignación que sean devueltos a la sociedad deberán ser objeto de renuncia por la misma, con la finalidad de no incurrir en la prohibición de adquirir acciones propias (art. 134 LSC).

Desde la perspectiva de la cotización, el precio del derecho de adquisición puede variar en el mercado, como ya se ha comentado. Con respecto al precio de la acción, ocurre lo mismo que en la opción (b).

No obstante, es relativamente frecuente que se dé una combinación de opciones por parte de los accionistas. Esto se debe en muchas ocasiones a que el accionista debe suscribir un número entero de acciones, por lo que puede darse la circunstancia de que tenga más derechos de asignación de los que necesita para suscribir un número entero de acciones (o lo que es lo mismo, que no llegue al número de derechos de asignación necesarios que restan en su poder para conseguir una acción) y, por tanto, deba o bien comprar en el mercado los derechos que le faltan o, en su defecto, venderlos.

De no pronunciarse en tiempo y forma, la práctica seguida habitualmente es que, por defecto, recibirá derechos de asignación, en lugar de dividendos⁷⁰.

Una vez ejecutada la ampliación de capital liberada, su precio en el mercado se ajustará a la nueva realidad: más acciones de la misma sociedad a un precio menor, ya que el valor contable de la empresa no ha cambiado⁷¹.

⁷⁰ García Cañibano, M. P. (2017). La remuneración del accionista mediante el scrip dividend, p. 29.

⁷¹ González, A. B. (2014). Los *scrip dividends*: efectos en la contabilidad de la sociedad, en la distribución de la propiedad y en la cotización de las acciones. *Revista de derecho del mercado de valores*, (15), 1., p. 3.

11.3 Régimen jurídico.

Es relevante indicar que el procedimiento y los requisitos legales para acordar un dividendo elección son distintos de los exigidos para el pago de un dividendo (ya sea con cargo a beneficios o a reservas)⁷².

En este caso, se debe seguir el procedimiento de aumento de capital, lo que modifica los quórum y procedimientos necesarios en la junta general, en comparación con el pago de un dividendo.

Diversos autores hacen un análisis exhaustivo de la operativa de esta forma de remunerar⁷³. A modo de síntesis, en la práctica esta operación se presenta como una ampliación de capital liberada con emisión de acciones de nueva creación, y con el compromiso de la empresa de adquirir, a aquellos accionistas que lo deseen, lo que se denomina derechos de asignación, que son los derechos a percibir un determinado número de acciones en el aumento de capital. Aquellos socios que decidan vender los derechos de asignación no recibirán acciones sino dinero en efectivo, y a esto se le conoce como la elección de dividendo en el *scrip dividend*. La otra alternativa, es vender los derechos en el mercado, como ya se ha indicado⁷⁴.

Por tanto, el régimen jurídico del *scrip dividend* participa de los regímenes de la distribución de dividendos y de la ampliación de capital liberada (emitiendo nuevas acciones) con medios propios (arts. 275 y ss. Y art. 303 LSC). Como consecuencia de ser una combinación de ambos regímenes, en la práctica esta operación se materializa mediante una interrelación ordenada de ambos, siendo parte de una operación común, pero manteniendo sus características principales, que son claramente identificables durante todo el proceso del *scrip dividend*⁷⁵.

Si se compara el procedimiento de la aprobación del dividendo y de la ampliación de capital liberada, ambas requieren un acuerdo de la junta general, si bien los quórum de constitución de la junta y las mayorías para adoptar los acuerdos no son las mismas. En el caso de los

⁷² Blanco, M. I., *Op. cit.*, p. 4.

⁷³ *Vid.*, *Ibid.*, pp. 1-40.

⁷⁴ de la Mata, C. M. A. (2017). El dividendo flexible: análisis de su evolución en el IBEX 35, p. 21.

⁷⁵ Tardón, S. A., *Op. cit.*, p. 126.

dividendos (art. 201.1 LSC) es suficiente la adopción del acuerdo con las mayorías ordinarias, como ocurre con la decisión sobre la propuesta de aplicación del resultado (arts. 193 y 194 LSC), mientras que en el supuesto de la ampliación de capital (arts. 194 y 201.2 LSC), es preciso el quórum y mayorías reforzadas⁷⁶.

Los administradores, en ambos casos, están limitados a ejecutar lo acordado en la junta, con la excepción de poder delegar en ellos el hecho de elegir la fecha en la que el capital se incrementará en la cuantía acordada en junta, y de fijar todas aquellas condiciones de dicho aumento que no hayan sido establecidas en el acuerdo. Teniendo como límite temporal un año (art. 297.1a LSC)⁷⁷. Además, es altamente frecuente que la junta delegue en el órgano de administración la ejecución de esta operación (ampliación de capital). Si el órgano de administración es un Consejo de Administración, suele delegarse con expresa facultad de sustitución en la Comisión Delegada o en el Presidente Ejecutivo del Consejo, al amparo del art. 297.1 a) LSC.

Por otro lado, surge la duda de cómo debe determinarse la cuantía de la ampliación si es una facultad propia de la junta, en base a la LSC, y en el momento de tomar una decisión sobre la misma, se desconoce qué opción tomará cada accionista. La forma de abordar esta cuestión es similar a los casos en los que se produce una suscripción incompleta en un aumento de capital, situación en la que la cifra acordada por la junta y la cifra en la que finalmente se amplía el capital difieren.

Este supuesto de suscripción incompleta está previsto y aceptado por la ley para las sociedades anónimas, siempre que en la emisión hubieran previsto esta posibilidad. Para el caso que nos ocupa, no sucede exactamente lo mismo. La diferencia es que en el *scrip dividend*, la cifra final en la que se aumentará el capital depende de dos variables: el número de accionistas que participe en la ampliación y el valor real que se considere para la acción (para lo cual habrá que seguir los criterios que la junta especifique). Por ello, aun no estando

⁷⁶ García, A. G., *Op. cit.*, p. 3.

⁷⁷ García Cañibano, M. P., *Op. cit.*, p. 27.

determinada la cifra en la que se amplía el capital por la junta, esta cifra es determinable en base a criterios objetivos, no dependiendo por tanto de la voluntad de los administradores.

Otra de las exigencias que establece la ley para ampliar capital con medios propios y para repartir dividendos es la de que ambas operaciones han de estar basadas en un balance aprobado por la junta general (arts. 273.1 y 303.2 LSC). Balance que sirve como justificación de que en el ejercicio anterior ha habido beneficios que pueden ser repartidos, o bien que existen fondos (medios propios) suficientes para realizar la ampliación de capital. El balance de la operación ha de ser el del ejercicio cuyos beneficios quieren ser distribuidos. Este balance no ha de ser especial, ya que para aumentos de capital con fondos propios no es necesario. Por ello, basta con que sea un balance aprobado por la junta general y que no hayan pasado más de seis meses desde su aprobación. En último lugar, el balance ha de ser verificado por auditores, independientemente de si las cuentas de la sociedad que va a realizar la operación están sujetas a auditoría (art. 303.2 LSC).

En el caso del *scrip dividend* se deben considerar, además, dos cuestiones: (i) prohibición de adquirir acciones propias (art. 134 LSC) y (ii) indisponibilidad de determinadas reservas, como la reserva legal, con las cuales por expresa prohibición de la LSC no se puede remunerar a los accionistas.

El primero de los problemas surgiría si la finalidad de la sociedad fuera la suscripción de las acciones de nueva emisión. Por ello, la sociedad debe renunciar a los derechos de asignación gratuita que recompre de sus accionistas. Por medio de la renuncia, decae cualquier posibilidad de entender que hay una adquisición originaria de acciones propias, expresamente prohibida por el art. 134 LSC. La segunda de las cuestiones se analiza posteriormente, al determinar las partidas del balance con las que se puede realizar la operación (apartado 11.4).

11.4 Partidas del balance con cargo a las que puede realizarse la operación

Siguiendo con el régimen jurídico aplicable, resulta interesante analizar con qué partidas del balance se puede hacer frente al *scrip dividend*. Se pueden emplear tanto los beneficios, como el remanente y las reservas. Es decir, en teoría, todas las reservas de libre disposición.

Además, en el caso del aumento del capital social con recursos propios, la reserva legal puede ser empleada en su totalidad (si la sociedad que lleva a cabo el *scrip dividend* es una sociedad limitada) o en la parte que exceda del diez por ciento del capital tras el aumento, en el caso de las sociedades anónimas (art. 303.1 LSC). Es, tal y como se plantea, una excepción al principio de indisponibilidad de la reserva legal, y la justificación reside en la identidad de finalidades entre capital y reserva legal. La posibilidad de disposición de parte de la reserva legal no es de aplicación en la distribución de dividendos ya que, en este caso, es totalmente indisponible (art. 274.2 LSC).

Sin embargo, en el caso del *scrip dividend*, el cálculo de la cuantía de la reserva legal capitalizable se desconoce a priori, ya que no se conoce el número de derechos de asignación gratuita de acciones que, por decisión de sus titulares, van a ser transmitidos a la sociedad, por lo que, la posibilidad de usar tal reserva, queda totalmente descartada.

11.5 Competencias de la Junta General

Tal y como se ha indicado en el apartado 11.3. anterior, el acuerdo de ampliación de capital es, en todo caso, competencia de la junta general, en tanto que supone una modificación estatutaria. La ampliación de capital liberada no es una excepción. Por ello, para poder llevar a cabo el dividendo elección, la junta debe aprobar sendas operaciones, con las mayorías que la ley señala para cada una de ellas.

Una vez aprobadas, puede delegar en el órgano de administración determinadas cuestiones, que se analizan en el apartado siguiente.

11.6 Funciones del órgano de administración

La junta general es la competente para acordar la ampliación de capital. Las facultades de ejecución de este acuerdo corresponderán al órgano de administración, en virtud de las delegaciones realizadas por la junta. Entre otros, corresponderá a este órgano la determinación de la fecha en la que el acuerdo de ampliación social debe llevarse a cabo, así

como el establecimiento de las condiciones de la ampliación, cuando la junta no las haya previsto. En resumen, entre sus funciones pueden citarse⁷⁸:

- Fijar el importe definitivo del aumento, una vez los accionistas hayan decidido su elección. Al ser determinable en base a criterios objetivos, no queda al arbitrio del órgano de administración, como se ha explicado anteriormente.
- Establecer la fecha en la que se producirá el aumento (respetando el plazo de un año desde el acuerdo de la junta).
- Concretar las reservas con cargo a las que se va a realizar el aumento (respetando lo señalado por el art. 303 LSC).
- Renunciar a los derechos de asignación adquiridos por la sociedad a aquellos accionistas que finalmente elijan el dividendo en efectivo, así como la renuncia a aquellos derechos de asignación que estén en su poder, derivados de las acciones en autocartera, que sean necesarios para que el número de acciones a emitir sea un número entero y no una fracción.

11.7 Diferencias con la ampliación de capital liberada

La diferencia fundamental entre los *scrip dividends* y la ampliación de capital liberada es que en el caso de los *scrip dividends*, aunque los accionistas que opten por no recibir gratuitamente las acciones conservan la posibilidad de vender los derechos de asignación gratuita en el mercado, existe un compromiso irrevocable por parte de la sociedad de adquirir los derechos de esos accionistas a un precio determinado⁷⁹.

El compromiso por parte de la sociedad de recompra de estos derechos de asignación diferencia claramente ambas operaciones, además de ser una característica esencial de este tipo de remuneración al accionista⁸⁰, ya que permite a los accionistas recibir una cuantía dineraria equivalente al del dividendo en efectivo.

⁷⁸ Tardón, S. A., *Op. cit.*, p. 131.

⁷⁹ *Ibid.*, p. 125.

⁸⁰ *Id.*

Derivado del anterior, el segundo de los elementos diferenciadores entre ambas figuras, y que supone una peculiaridad propia de los *scrip dividends* es que son los accionistas, con su elección, los que determinan la cuantía dineraria que distribuye la sociedad. Como hemos visto anteriormente, de manera general, la distribución de dividendos requiere un acuerdo de la junta (art. 160 y 253 LSC) en el que se establezca el destino de las ganancias. Este acuerdo también es necesario en el caso de los *scrip dividends*, pero al ser lo accionistas quienes deciden sobre su método de retribución, podría ocurrir que ninguno eligiera el reparto en efectivo (dividendo) y que todos acudieran a la ampliación. Por ello, la doctrina afirma que, en esta forma de remunerar, el poder efectivo sobre el reparto concreto de dividendos (en efectivo) lo ostentan los accionistas.

11.8 Derechos políticos y ley de mercado de valores

Quien no acude a la ampliación ve diluida su participación en la sociedad, ya que mantiene el mismo número de acciones sobre un total, que, a consecuencia de la ampliación, resulta mayor. En cambio, el socio que acude a la ampliación ve incrementado el número de acciones de su propiedad en la misma proporción en que el capital de la sociedad aumenta, por lo que no ve diluida su participación. En la práctica, los socios que quieran mantener su participación en la sociedad, deberán acudir a la ampliación.

Aun así, este perjuicio o posible perjuicio no sirve para negar la validez de esta forma de remunerar al accionista. Ya que, “el derecho de los socios al reparto de las ganancias, dicho en pocas palabras, ni es absoluto ni confiere poder para impedir que la sociedad amplíe su capital”⁸¹.

Cabe también señalar que, en el caso de las sociedades cotizadas en el mercado español, el hecho de anunciar que se va a llevar a cabo un *scrip dividend* se considera información privilegiada, por lo que, en base al art. 226 de la Ley del Mercado de Valores, su reparto debe ser comunicado al mercado, con los requisitos que en la mencionada ley se establecen.

⁸¹ Blanco, M. I., *Op. cit.*, p. 9.

11.9 “Efecto esterilización” del dividendo elección

En último lugar, se analizará brevemente el conocido como “efecto esterilización” del *scrip dividend*⁸². Algunas sociedades, con la finalidad de neutralizar el efecto dilutivo de carácter económico que se produce en las ampliaciones de capital derivadas de esta forma de retribuir al accionista, realizan una recompra posterior de acciones para su amortización (deben ser amortizadas ya que, como se ha explicado, el art. 134 LSC, recoge la prohibición de adquirir acciones propias) como complemento retributivo. A modo de resumen, lo que ocurre es que la remuneración y su efecto contable coincide con el efecto que tendría que toda la remuneración hubiese sido vía dividendo en efectivo (con algún matiz como el trasvase de reservas a capital social, por ejemplo, que solo afectan en aspectos contables para la propia sociedad).

En conclusión, de cara al accionista, la retribución mediante *scrip dividend* puede ser más atractiva que otras ya que se le permite elegir. Como contrapartida, aquellos casos ya comentados en los que, quien decide ser retribuido mediante dividendo, ve diluida su participación en la compañía por la emisión de nuevas acciones de las que no suscribe ninguna. Cuestión que no ocurriría si se repartiese un dividendo ordinario⁸³. Por ello, en función de la estrategia de inversión que siga cada accionista, puede ser una alternativa muy buena o que suponga una complicada decisión en la que diversos intereses se ven contrapuestos.

⁸² González, A. B., *Op. cit.*, p.9.

⁸³ *Ibid.*, pp. 9 y 10.

12. Recompra de acciones propias

12.1 Delimitación

La recompra de acciones propias consiste en la adquisición por parte de la sociedad emisora de una parte de sus acciones que se encuentran en circulación. Es un método de remunerar al accionista por dos vías: (i) el accionista recibe un pago, a cambio de la titularidad de la acción que la empresa está recomprando (ii) las acciones que permanecen en circulación pueden revalorizarse.

Esta forma de remuneración suele responder a un objetivo concreto, y plantea una serie de ventajas e inconvenientes que posteriormente se exponen. Tras la recompra, la sociedad puede elegir entre amortizar las acciones, constituir (o aumentar) la autocartera, proceder a su venta en un momento posterior (siempre que esté dentro de los límites legales) o entregárselas a los trabajadores y/o administradores como parte de su remuneración en especie. Si bien, lo que realmente genera valor para el accionista, puesto que cumple con las dos vías de remuneración antes expuestas, es la recompra con su posterior amortización de acciones (por la vía de una reducción de capital). Esta última es la opción que se analiza en el presente apartado.

Por ello, los accionistas podrán decidir entre: (i) vender la totalidad de sus acciones en el proceso de recompra (salvo que se viesen afectadas por el prorrateo) y su remuneración, en este caso, consistirá en el precio que la empresa pague por ellas; (ii) vender parte de sus acciones y, en este caso, recibirán remuneración por las dos vías posibles (efectivo por el precio de compra y revalorización de las acciones mantenidas), o, (iii) no vender ninguna acción. Su remuneración deberá consistir en la revalorización de sus acciones.

El motivo por el que las acciones restantes en circulación se revalorizan es, que a resultados de la sociedad constantes, si se reduce el número de acciones en circulación, habrá una mayor proporción de beneficio por acción, viéndose, potencialmente, reflejado en el precio de la

acción⁸⁴, ya que, como se ha señalado, si hay menos acciones en circulación, el precio de estas subirá en base a la ley de la oferta y la demanda.

12.2 Análisis económico de la compra de acciones propias. Impacto en la cotización

DeAngelo et al. hicieron un análisis exhaustivo sobre los motivos – principalmente económicos – que podían llevar a las empresas a preferir la retribución al accionista vía recompra de acciones en lugar de vía dividendos⁸⁵. (i) Porque permite corregir el precio de la acción en el mercado, principalmente en los casos en los que la acción cotiza por debajo del precio marcado por la empresa, (ii) mejora la ratio beneficio por acción (BPA o EPS, en inglés), al reducirse el número de acciones, entre otros motivos, como se ha expuesto. (iii) La recompra de acciones no conlleva una promesa implícita de mantener una política de retribución fija, como si ocurre con los dividendos ordinarios, (iv) por cuestiones de fiscalidad del inversor.

Además, Mascareñas señala otras ventajas: (v) permite eliminar un grupo determinado de accionistas minoritarios, (vi) reduce los costes administrativos, (vii) es una forma de hacerse con las acciones que forman parte de un sistema de incentivos para sus empleados, sin necesidad de diluir la participación del resto de accionistas⁸⁶.

Pettit, analiza, por su parte, la importancia que tiene el hecho de que la recompra de acciones supone que la sociedad tenga que soportar una salida de caja o, en su defecto, endeudarse para poder pagar el efectivo con el que van a recomprarlas. Esto influirá en la estructura de capital de la empresa⁸⁷. Determinados autores⁸⁸, señalan que la única forma de que la recompra de acciones pueda ser, realmente, considerada una política de retribución al

⁸⁴ Tardón, S. A. (2015). La creación de valor para el accionista a través de la recompra de acciones. *Revista de derecho del mercado de valores*, (16), 4.

⁸⁵ DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J., *Op. cit.*

⁸⁶ Mascareñas, J., *Op. cit.*, pp. 22 y 23.

⁸⁷ Pettit, J., *Op. cit.*, p. 7.

⁸⁸ Entre los que se encuentra Tardón, S. A. (2015)., *Op. cit.*

accionista, es si la misma se realiza con cargo a efectivo (es decir, si tienen un exceso de liquidez con la que afrontar la operación).

Aun así, el hecho de que las deudas aumenten puede ser beneficioso para la compañía. Como es bien sabido, el coste sobre la deuda (normalmente vía intereses) es fiscalmente deducible, aunque con determinados límites, por lo que, el coste total de la deuda puede ser menor que el de la remuneración que los accionistas esperan por el capital desembolsado, reduciendo, por tanto, el coste de capital. Pettit señala, en la misma línea, que se pueden manejar las situaciones de riesgo en las que la deuda es elevada si la empresa es capaz de predecir, con cierto nivel de confianza, sus flujos de caja futuros. Por otro lado, elevar la deuda “[hace a los gestores prevenir invertir en proyectos que den retornos por debajo del coste de capital]”⁸⁹ ya que deben hacer frente a esos pagos que vencen paulatinamente relativos a las deudas (intereses, cupones, etc.). Por ello, un excesivo nivel de deuda, bajo unas determinadas circunstancias, puede ser de gran utilidad para el interés societario.

Sin embargo, se señala, también, como efecto negativo de la masiva utilización de recompras de acciones, que puede llevar a los inversores a pensar que la empresa no tiene posibilidades de crecimiento a las que destinar dichos recursos, por lo que el precio de la acción bajará, ya que los inversores a largo plazo venderán las acciones, por temor a estas expectativas.

Desde una perspectiva económica, la siguiente cuestión para la propuesta del órgano de administración sería determinar el volumen de acciones a recomprar. Parece evidente que tal volumen depende de la finalidad que se persiga. Si lo que se busca es conseguir una determinada estructura de capital, habrá que estimar cuál es la proporción de deuda sobre capital deseada. Si lo que se busca es regular el precio de la acción en el mercado, la cuestión es más compleja, pues depende de muchos factores. La siguiente tabla nos indica cómo afecta el hecho de recomprar acciones en el precio de la acción post-recompra, pero teniendo en cuenta siempre el precio al que cotiza de forma previa con respecto a su valor real (siempre y cuando cotice a un precio inferior del que nos indica su valor real).

⁸⁹ Pettit, J., *Op. cit.*, p. 8.

Figura I: incremento del precio de cotización al recomprar acciones, usando como referencia el precio al que cotizan y su diferencia con el valor real.

Fuente: Pettit (2001)⁹⁰.

		Percentage of Shares Repurchased				
		5%	10%	15%	20%	25%
Discount of Share Price Relative to Real Value	10%	1	1	2	3	4
	15%	1	2	3	4	6
	20%	1	3	4	6	8
	25%	2	4	6	8	11
	30%	2	5	8	11	14
	35%	3	6	10	13	18
	40%	4	7	12	17	22
	45%	4	9	14	20	27
	50%	5	11	18	25	33

Manconi et al. identificaron en su estudio que la influencia que tiene la recompra de acciones en valores que cotizan a un precio inferior del que el equipo directivo considera, es distinta en función del tamaño de la compañía y del mercado en el que cotiza. Su análisis comprende más de 9.000 empresas de fuera de los Estados Unidos, con datos de recompras desde 1998 hasta 2010. Concluyeron que los incrementos en el precio de cotización tras la recompra son mayores en empresas pequeñas que cotizan en mercados ilíquidos que en empresas grandes que cotizan en mercados que ofrecen mayor liquidez. Además, indicaron que si el mercado en el que opera la empresa está acostumbrado a la recompra de acciones, el efecto en el precio de la acción es menor que si es algo más novedoso para el mercado⁹¹.

Además, Manconi et al. critican, en base a los datos, las recientes corrientes que ponen en duda la utilidad de la recompra de acciones. Se piensa que estas operaciones de recompra de acciones benefician al inversor a corto plazo, en detrimento del inversor a largo plazo. Pero

⁹⁰ Pettit, J., *Op. cit.*, p. 8.

⁹¹ Manconi, A., Peyer, U., & Vermaelen, T. (2019). Are buybacks good for long-term shareholder value? Evidence from buybacks around the world. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(5), p. 1901.

en este estudio demuestran que esto no es así. Para analizar el valor creado (o destruido) a largo plazo, se analizaron los retornos de un periodo de cuatro años posteriores al anuncio de la recompra de acciones. Señalan que, de media, los anuncios de recompra de acciones produjeron retornos positivos tanto a corto plazo como a largo plazo⁹².

Pero ¿por qué a pesar de todas sus ventajas, muchos inversores siguen prefiriendo, entre otros, el dividendo regular en lugar de la recompra de acciones? Pettit reflexiona sobre esto e indica que⁹³: (i) muchos inversores institucionales solo invierten en acciones con un dividendo – relativamente – fijo y (ii) los dividendos regulares son más predecibles y esto brinda más “seguridad” al inversor de que va a recibir algún tipo de remuneración. Por ello, si los inversores (actuales o potenciales) de una compañía son muy aversos al riesgo, la empresa puede mantenerlos (o atraerlos) estableciendo un calendario de dividendos, para que así los pagos puedan estar medianamente controlados en el tiempo.

12.3 Alternativas para estructurar la operación desde un punto de vista económico

Otro elemento clave a la hora de remunerar al accionista mediante la recompra de acciones es la forma en la que se realiza la operación. Pettit analiza los distintos métodos y concluye que son tres (iii) las formas para ello⁹⁴:

(i) Recompra de acciones en mercado abierto: la empresa anuncia que va a recomprar “x” número de acciones, pero no establece ni el precio, ni el momento de ejecución. Posteriormente, ejecuta con la mayor discreción posible. Algunos mecanismos reguladores de empresas cotizadas establecen límites en cuanto al volumen de esta operación. Las empresas suelen emplear este mecanismo porque, con él, consiguen evitar especulación. Algunos autores señalan, sin embargo, que este mecanismo reduce al efecto revalorización de las acciones y da una imagen de debilidad al mercado, ya que, como Pettit señala: “[si los

⁹² *Ibid.*, p. 1900.

⁹³ Pettit, J., *Op. cit.*, pp. 10 y 11.

⁹⁴ *Ibid.*, pp. 9, 10 y 11.

gestores están convencidos del valor de su compañía, ¿por qué no hacen una oferta pública firme de comprar sus acciones a un precio determinado?]]”.

(ii) Ofertas a precio fijo: las empresas suelen emplear este método cuando quieren recomprar un gran número de acciones (normalmente por encima del 15%). Ofrecen un periodo temporal (por ejemplo, de 20 o 30 días) durante el cual los accionistas pueden decidir vender o no vender sus acciones al precio fijado. Se suele ofrecer una prima sobre el valor de cotización. Esta forma produce un mayor incremento en el precio de las acciones en el mercado que la anterior. El principal motivo, porque al ofrecer una prima el valor de cotización en el momento de anunciar la operación, indican al mercado que la acción está valorada por debajo de su valor real, si bien la finalidad de ofrecer dicho premium es atraer a accionistas a vender sus acciones, principalmente.

(iii) Ofertas basadas en subasta: se suele emplear el método alemán de subastas, en el que los accionistas que están dispuestos a vender informan a la empresa de cuál es el precio por acción al que aceptarían la operación. Es un método más inseguro para la empresa, porque puede ser que no consiga recomprar la totalidad de acciones que quería recomprar, pero lo cierto es que el precio que paga es menor, en media, que el que paga en el caso de ofrecer un precio fijo. Pettit identifica que, de conformidad con sus análisis estadísticos, el precio que se ofrece por encima del valor de cotización de la acción es de un 13% en el caso de la subasta y de un 21% en el caso de la oferta fija, en media⁹⁵.

12.4. Regulación legal y alternativas jurídicas de la compra de acciones propias

De acuerdo con la normativa española, las sociedades anónimas tienen la facultad de adquirir, dentro de determinados límites y cumpliendo ciertos requisitos, sus propias acciones, bien para su amortización bien para mantenerlas en autocartera y, en su caso, proceder posteriormente a su venta o utilización para diversas finalidades.

⁹⁵ *Ibid.*, p. 11.

Las sociedades anónimas cotizadas tienen, además, la posibilidad de realizar operaciones de autocartera a través del mercado bursátil en el que cotizan sus acciones, con los consiguientes riesgos que ello puede conllevar (como se verá posteriormente) para la integridad y transparencia del mercado.

Con respecto al régimen jurídico, la operación de recomprar acciones con la finalidad de amortizarlas – o lo que es lo mismo – con la premisa de reducir capital, está recogida en los art. 144 y 338 – 342 LSC.

En primer lugar, es importante indicar que, como señala Tardón: “hemos de tener en cuenta que, conforme a lo previsto en el artículo 144 letra a) LSC, estas adquisiciones derivativas de acciones en ejecución de un acuerdo de reducción del capital se encuadran dentro del ámbito de los denominados «supuestos de libre adquisición», esto es, quedan excepcionados del régimen general de adquisiciones derivativas para la constitución de autocartera previsto en el artículo 146 LSC”⁹⁶. Por tanto, la operativa desde un punto de vista jurídico consiste en que la sociedad, a través de la junta general de accionistas, órgano competente, emite un acuerdo de reducción de capital conforme al régimen previsto en la LSC (arts. 338 y ss. LSC), que se ejecuta mediante la adquisición de una parte de las acciones por la propia sociedad emisora de estas, para su posterior amortización. Es, por consiguiente, la adquisición de acciones propias el mecanismo para llevar a cabo la ejecución del acuerdo tomado por la junta, no pudiendo aplicarse este régimen a amortizaciones de acciones que ya poseía la sociedad en su autocartera de forma previa a la hipotética reducción⁹⁷.

Pasando a analizar el acuerdo de reducción de capital, en primer lugar, cabe destacar que el art. 338 señala la necesidad de realizar un ofrecimiento de recompra a todos los accionistas, esto es, que se cumpla el principio de paridad de trato⁹⁸. El art. 339 LSC, por su parte, señala que la propuesta de adquisición ha de publicarse en el BORME y en un periódico de gran circulación en la provincia del domicilio social. La oferta deberá mantenerse, al menos, durante un mes, y el anuncio publicado deberá contener las consecuencias o la forma de

⁹⁶ Tardón, S. A. (2015)., *Op. cit.*, p. 5.

⁹⁷ Alonso, A. V. (2003). *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Civitas.

⁹⁸ *Vid.*, art 97 LSC

proceder en el caso de que las acciones ofrecidas no alcanzaran el número fijado en el acuerdo de la junta⁹⁹.

El art. 340 LSC regula la cuestión referente a la aceptación de la oferta. Concretamente, recoge los supuestos de exceso e insuficiencia de aceptaciones.

- En el caso de haber un exceso, es decir, que los accionistas ofrezcan vender más acciones de las que la sociedad quería comprar u ofreció comprar, se establece que se reducirán las acciones ofrecidas por cada socio en proporción al número cuya titularidad ostente cada uno de ellos, con el fin de respetar el límite impuesto por el acuerdo de la junta de la sociedad.
- En el caso de que se produjere una insuficiencia de aceptaciones, salvo pacto contrario de la junta, se entenderá que el capital únicamente queda reducido en la cantidad correspondiente a las aceptaciones recibidas.

En último lugar, el art. 342 recoge la obligación de amortizar; esto es, la finalidad de la adquisición derivativa de las acciones propias por la sociedad emisora de estas debe ser la de amortizarlas. En esta línea, la ley establece el plazo máximo de un mes para proceder a tal amortización.

Por tanto, los efectos que tiene esta operación sobre el patrimonio empresarial son: (i) se reduce el capital social en el nominal amortizado (a valor nominal) y (ii) aparece una cuenta, denominada autocartera, con signo negativo y que por tanto reduce el patrimonio neto. Esta situación continúa así hasta que la autocartera es amortizada. Por su parte, si la operación se realiza con tesorería propia, se reducirá el activo en tal cantidad o, en su caso, si la operación es financiada con deuda, aparecerá el pasivo correspondiente.

Por su parte, las distintas alternativas jurídicas para la recompra de acciones propias pueden estructurarse de las siguientes formas:

- (i) Las sociedades cotizadas pueden comprar (o vender) sus acciones en el mercado actuando de forma anónima y discrecional a través de operaciones que suelen

⁹⁹ Tardón, S. A. (2015)., *Op. cit.*, p. 7.

canalizarse en los mercados oficiales mediante órdenes introducidas en el libro de órdenes central a través de un miembro del mercado.

Esta operativa, que suele desarrollarse mediante órdenes de compra en los momentos de exceso de papel o en los que se considera que el precio es atractivo y mediante órdenes de venta en los momentos de exceso de demanda, es lo que se conoce como operativa discrecional de autocartera.

- (ii) Las sociedades cotizadas pueden intervenir en el mercado bursátil de forma planificada y anunciada a través de lo que se conoce como programas de recompra de acciones propias (o *share buy-back programmes*).

En estos casos, el emisor decide adquirir hasta un determinado número de acciones propias con alguna finalidad concreta (para su amortización en el marco de un plan de retribución a los accionistas, para su entrega a beneficiarios de planes sobre acciones de la sociedad, para atender la conversión de instrumentos convertibles, para servir de contraprestación en operaciones corporativas, etc.) y formula un plan para intervenir en el mercado durante un plazo determinado a efectos de conseguir dicho objetivo (siempre asegurando la igualdad de trato de todos los accionistas conforme a lo dispuesto en el artículo 97 de la Ley de Sociedades de Capital).

Dado que existe un plan de adquisición de acciones propias determinado en cuanto a plazo y volumen, y no se trata, por tanto, de la mera compra (o venta) de acciones de forma discrecional en función de las condiciones de mercado y esta información puede ser susceptible de afectar al precio de cotización de las acciones, la decisión de implementar un programa de recompra de acciones propias debe considerarse información privilegiada y, como tal, debe comunicarse al mercado.

Los programas de recompra de acciones propias se utilizan habitualmente como sistema de retribución al accionista mediante la devolución de liquidez a los socios, consiguiendo mejorar las ratios financieras por acción (como consecuencia de la amortización de las acciones adquiridas).

- (iii) La recompra de acciones propias debe estructurarse como una oferta pública de suscripción de acciones cuando las acciones objetivo hayan sido emitidas por una sociedad cotizada y el porcentaje a adquirir supere el 10 por ciento del capital social de la sociedad emisora. Será de aplicación, en este caso, el artículo 128 y ss. de la Ley del Mercado de Valores y los artículos 10 y 12 del Real Decreto de OPAS.

Por otro lado, si la recompra de acciones se produce con otra finalidad, entre las que se encuentran, como se ha señalado: (i) constituir (o aumentar) la autocartera, (ii) proceder a su venta pero en un momento posterior o, (iii) simplemente, entregárselas a los trabajadores y/o administradores como parte de su remuneración en especie, en estos casos, debido a que no se va a producir una reducción de capital, les resulta de aplicación el régimen general previsto para las adquisiciones derivativas en el art. 146 LSC¹⁰⁰. Por tanto, para poder adquirir sus propias acciones, la sociedad debe cumplir con las dos condiciones que dicho art. Recoge en su apartado 1¹⁰¹.

- Es necesario un acuerdo de la junta general de accionistas en el que se establezcan las modalidades, condiciones y términos de la adquisición (nº de acciones a adquirir, contravalor a pagar, duración – que no podrá exceder de cinco años – ...).
- Que, una vez acabada la adquisición derivativa de las acciones, el patrimonio neto no puede resultar inferior a la cifra que resulte de sumar el importe del capital social más las reservas legal o estatutariamente indisponibles.

¹⁰⁰ Muñoz Martínez, M. Á. (2017). La recompra de acciones propias en el IBEX 35, p. 10.

¹⁰¹ Tardón, S. A. (2015)., *Op. cit.*, p. 6.

12.5 Recompra de acciones y normativa sobre abuso de mercado

Como se ha señalado, a la forma planificada y anunciada de intervenir en el mercado, es a lo que se conoce como programas de recompras de acciones propias (o *share buy-back programmes*) propiamente dicho. La decisión de canalizar de esta forma la operativa de recompra de acciones, en el caso del mercado español, se considera información privilegiada (porque puede afectar al precio de la acción) y, como tal, debe ser comunicada al mercado. Puede ser instrumentada de dos formas (en el caso de sociedades cotizadas):

- a. Mediante una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) que debe ser aprobada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al quedar sujeta al Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. La recompra de acciones deberá ser instrumentada de esta forma cuando el valor total de la misma supere el 10% del capital social. Se establece este umbral ya que el art. 509 LSC establece que será el diez por ciento (10%) del capital social el máximo que podrá tener en autocartera una sociedad cotizada.
- b. Realizarlo conforme al régimen contemplado en el Reglamento (UE) nº 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado (desarrollada en el Reglamento Delegado (UE) nº 2016/1052 de la Comisión de 8 de marzo de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) nº 596/2014 en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a las condiciones aplicables a los programas de recompra y a las medidas de estabilización). Esta es, con diferencia, la forma que más se emplea, sirviendo como referencia que, la última vez que se instrumentó un programa de recompra de acciones mediante una OPA en nuestro país, data de 2015.

El objetivo de esta regulación es establecer los requisitos bajo los cuales los programas de recompra se consideran una práctica aceptada y, por consiguiente, están exentos de las prohibiciones relativas al abuso de mercado.

Para poder beneficiarse de la exención prevista en el Reglamento UE nº 596/2014, los programas de recompra deben cumplir determinados requisitos referentes tanto a su finalidad como a la operativa del procedimiento y a la transparencia del mismo.

Por lo que se refiere a su finalidad, el art. 5.2 del mencionado reglamento regula la cuestión. Establece que, los programas de recompra deberán tener uno de los objetivos siguientes como su único propósito:

- La reducción de capital.
- El cumplimiento de las obligaciones inherentes a los instrumentos financieros de deuda convertibles en acciones; o
- El cumplimiento de las obligaciones derivadas de los programas de opciones de acciones u otras asignaciones de acciones para los empleados o los miembros de los órganos de administración o supervisión del emisor o de una empresa asociada.

En cuanto a los requisitos de operativa y transparencia, se encuentran en el artículo 5.1 del Reglamento (UE) nº 596/2014 y se desarrollan en Reglamento Delegado (UE) nº 2016/1052, en los términos siguientes:

- Anuncio del programa: los detalles del programa se deben hacer públicos (en la práctica se hace a través de la publicación de la correspondiente comunicación de información privilegiada). En el anuncio, se deberá incluir: el propósito del programa, el importe máximo asignado al mismo, el número máximo de acciones a adquirir y la duración.
- Información sobre la evolución del programa: el emisor deberá informar a la autoridad competente y difundir públicamente la información sobre las operaciones relativas al programa. Cada operación deberá ser comunicada en el plazo de siete sesiones diarias del mercado, a partir de la fecha en la que tuvo lugar la misma.
Además, el emisor deberá incluir en su sitio web las operaciones publicadas y mantener dicha información a disposición del público durante, al menos, cinco años.
- Operativa del programa: las condiciones de operativa y los límites en cuanto a precios y volumen se encuentran en el art. 3 del Reglamento Delegado (UE).

Además, el Reglamento Delegado estipula una restricción de llevar a cabo determinadas actividades durante el programa de recompra de acciones. El emisor no podrá, durante el periodo del programa, realizar las actividades siguientes (art. 4 del Reglamento Delegado (UE)):

- La venta de acciones propias.
- La negociación durante los 30 días anteriores a la publicación de un informe financiero intermedio o anual.
- Ni la negociación cuando el emisor tenga información privilegiada y haya decidido retrasar su divulgación pública.

Sin embargo, estas limitaciones no serán de aplicación si se cumple alguna de las siguientes circunstancias:

- Que el emisor tenga en marcha un programa temporal de recompra (apartado 2.a del artículo 4 del Reglamento Delegado (UE)).
- Que el emisor encomiende la gestión del programa de recompra a una empresa de inversión o una entidad de crédito independiente del emisor (apartado 2.b del artículo 4 del Reglamento Delegado (UE)).
- Que, si el emisor es una empresa de inversión o entidad de crédito, el área que realice la operación sea un área separada y aislada, que tome las decisiones de forma independiente, y que no haya una transmisión de información entre áreas, lo que se conoce en el mundo financiero como “*chinese Walls*” o “murallas chinas” por su traducción al español (apartados 3 y 4 del artículo 4 del Reglamento Delegado (UE)).

13. Conclusiones

- Primera. Se han identificado hasta 19 fórmulas de retribuir al accionista, si bien todas ellas se pueden agrupar de acuerdo con tres criterios: (i) si el pago se realiza en dinero o en especie, (ii) si la distribución se realiza contra beneficios del ejercicio o contra reservas de libre disposición y (iii) si afecta a la composición del accionariado de la sociedad.
- Segunda. En este trabajo se han analizado cinco fórmulas, aunque con distintas modalidades: (i) dividendo; (ii) dividendo a cuenta; (iii) emisión de acciones liberadas; (iv) *scrip dividend*, especialmente analizado por su auge durante los últimos años y (v) la recompra de acciones.
- Tercera. La política de remuneración tiene, en mercados reales, un impacto en el precio de cotización¹⁰². No obstante, es más difícil aislar el efecto directo que la política de remuneración al accionista tiene sobre el precio de cotización de las acciones porque este último se ve afectado por una pluralidad de factores, en muchas ocasiones, coyunturales.
- Cuarta. La decisión sobre la política de remuneración al accionista puede estar influenciada por los conflictos de agencia y estos, a su vez, verse moderados por aquella. Estos conflictos pueden suponer la extracción de beneficios privados de los que, desde fuera (accionistas significativos y de control) o desde dentro de la sociedad (gestores), la controlan. Los que pretendan obtener beneficios por esta vía (que no necesariamente supone una tacha de ilegalidad) querrán, normalmente, reducir el nivel de remuneración al accionista, puesto que, a más remuneración, menos recursos para su aprovechamiento privado. Sin embargo, hay situaciones en las que, un nivel razonable de dividendos puede utilizarse para hacer más tolerable la

¹⁰² *Vid.*, Miller y Scholes (1982) y Nielkel (1994).

extracción de beneficios privados, aunque lleguen de forma equivalente a todos los accionistas.

- Quinta. La política de remuneración a los accionistas puede afectar a la sostenibilidad y a la visión a largo plazo de las sociedades. Determinados autores han subrayado que una política muy agresiva de distribución de dividendos, especialmente si es exigida por inversores institucionales cortoplacistas (*headfunds*, etc.), puede ir en detrimento de las inversiones necesarias y del compromiso de la sociedad con otros *stakeholders* y con el entorno. Aunque no se trata de una hipótesis compartida, unánimemente, por la doctrina, cuenta con un apoyo significativo tanto de los estudiosos como de las instituciones públicas y privadas.
- Sexta. La tributación de las distintas formas de remuneración a los accionistas tiene especial relevancia en el diseño de la política por diversas razones: (i) por un lado, no todos los accionistas tributan de la misma forma por la distribución de dividendos: por ejemplo, determinados inversores institucionales (fondos de pensiones, sociedades de capital riesgo, sociedades y fondos de inversión) están, en España, exentos de tributar por dividendos o lo hacen a un tipo reducido, y (ii) no todos los sistemas de retribución al accionista tributan de la misma manera.
- Séptima. La política de dividendos, o mejor, en sentido genérico, de remuneración del accionista, debe ser aprobada por el órgano de administración de las sociedades cotizadas y hecha pública, al tratarse de información privilegiada.
- Octava. La competencia para la aprobación de la modalidad elegida para la retribución del accionista corresponde, con carácter general (y, a excepción del dividendo a cuenta), a la junta general de socios, a propuesta del órgano de administración.
- Novena. La remuneración de los accionistas de las sociedades cotizadas está fuertemente influenciada por el impacto que la política de remuneración tiene

sobre la regulación del mercado de valores. Estas sociedades tienen diversas obligaciones de transparencia que afectan de lleno a la decisión de remunerar. Actualmente, en la Ley del Mercado de Valores, en desarrollo de la normativa comunitaria de aplicación, se diferencia entre información privilegiada y otra información relevante. La primera es aquella información de carácter concreto que puede afectar al precio de cotización, mientras que la segunda, no tendría impacto en el precio de cotización. En el caso de la remuneración al accionista, hay obligación de comunicar cualquier información referente a ella. Será catalogada como información privilegiada siempre que pueda afectar al precio de cotización, y esto ocurrirá en todo lugar en el caso de la política de remuneración al accionista, así como en el caso de la remuneración específica, salvo que esta última sea plenamente coherente con la política y, por tanto, los inversores y accionistas sea lo que esperen de la sociedad.

Décima. En el caso del dividendo definitivo, se trata de una de las posibles aplicaciones del beneficio del ejercicio, aunque puede distribuirse – también – con cargo a reservas de libre disposición. Con carácter general, se tratará de una deuda en dinero, aunque, si así lo reconocen los estatutos sociales, podrá acordarse en especie.

Undécima. El *scrip dividend* permite, por un lado, al accionista, optar por recibir su remuneración en dinero o en acciones de nueva emisión y, por otro, a la sociedad, reducir la cuantía del desembolso dinerario al que hacer frente. La principal diferencia frente a la simple emisión de acciones liberadas, es que en el *scrip* existe un compromiso irrevocable por parte de la sociedad de adquirir los derechos de asignación a un precio determinado.

En el caso del *scrip dividend*, la operación debe realizarse con cargo a reservas de libre disposición.

En la práctica societaria es frecuente que un *scrip dividend* sea sucedido por una operación de recompra y posterior amortización de acciones, con la

finalidad de neutralizar el efecto dilutivo de carácter económico que se produce.

Duodécima. La recompra de acciones permite al accionista recibir su remuneración por dos vías: (i) pago por la acción recomprada y (ii) si mantiene acciones tras la recompra, las mismas pueden revalorizarse, en base a la oferta y la demanda.

Aunque diversos estudios indican que los anuncios de recompra de acciones producen retornos positivos tanto a corto como a largo plazo, muchos inversores prefieren el dividendo como forma de remuneración, ya que estos son más regulares y por tanto más predecibles, brindando en consecuencia más seguridad al inversor de que va a recibir algún tipo de remuneración.

La recompra de acciones propias deberá estructurarse como una oferta pública de suscripción de acciones cuando se trate de una sociedad cotizada y el porcentaje a adquirir supere el 10 por ciento del capital social de la sociedad emisora.

Decimotercera. En último lugar, se recogen en la siguiente tabla de elaboración propia las principales diferencias entre las cinco modalidades de retribución al accionista analizadas en el presente trabajo:

<i>Modalidad</i>	<u>Competencia</u>	<u>Requisitos</u>	<u>Forma</u>	<u>LMV</u>
Dividendo	Junta General.	1. Cubrir las atenciones previstas en la ley (dotación a la reserva) y en los estatutos. 2. El patrimonio neto no puede ser ni antes ni después de la operación inferior al capital social.	Establecida por la junta. Si no: - En efectivo. - En el domicilio de la sociedad. Plazo de 12 meses para su pago desde el acuerdo de la junta.	Normalmente considerada información privilegiada.

		3. Debe ser con cargo al beneficio del ejercicio o a reservas de libre disposición.		
Dividendo a cuenta	Junta General u Órgano de Administración (indelegable en ambos casos).	1. Liquidez suficiente para su pago. 2. Cantidad a distribuir no puede exceder los resultados obtenidos hasta el momento (con matices).	- Estado contable para justificar liquidez (elaborado por los administradores).	Normalmente considerada información privilegiada.
Emisión de acciones liberadas	Junta General (puede delegar la ejecución).	Se pueden emplear reservas disponibles, reservas por prima de asunción y reserva legal (totalmente en S.L y lo que exceda del 10% del capital aumentado en S.A).	- Balance aprobado con no más de 6 meses de antigüedad verificado por auditor. Cabe el “capital autorizado”	Normalmente considerada información privilegiada.
Scrip dividend	Junta General (al tratarse de una ampliación de capital liberada, aunque esta operación no está regulada en la legislación española).	Se realiza como una emisión de acciones liberadas con dos diferencias: 1. Compromiso de recompra de derechos de asignación por la empresa. 2. Junta General es competente pero el	Combinación de regímenes de (1) ampliación de capital liberada con medios propios y (2) distribución de dividendos. Junta órgano competente (mayoría reforzada para	Se considera información privilegiada (art. 226 LMV).

		<p>accionista es quien decide.</p> <p>Normalmente va acompañada de una posterior recompra de acciones que se amortizan para complementar la retribución (efecto esterilización).</p>	<p>ampliación) y ejecuta el órgano de administración.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Balance aprobado con no más de 6 meses de antigüedad. - Con cargo a reservas NO indisponibles (no cabe reserva legal). <p>Los derechos de asignación recomprados, deben ser renunciados.</p>	
Recompra de acciones	Junta General (al tratarse de la compra de acciones propias).	<p>Operada como una recompra de acciones con posterior amortización (no sujeto al régimen general de adquisiciones derivativas, art 146 LSC).</p> <p>Junta emite un acuerdo de reducción de capital que se ejecuta mediante la adquisición de acciones, y luego se amortizan.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Debe ofrecerse a todos los accionistas. (art. 97 LSC). 2. Publicación en BORME y periódico. <p>La oferta debe durar mínimo 1 mes.</p>	<p>Mecanismo: adquisición de acciones propias (arts. 338 LSC y ss.)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Exceso de aceptaciones: se reducen a cada socio en proporción a la titularidad que ostente - Insuficiencia: capital se reduce en la cuantía lograda (art. 340 LSC). - Plazo de 1 mes para amortizar las acciones recompradas (art. 342 LSC). 	Se considera información privilegiada (art. 226 LMV).

14. Referencias

1. Legislación

Boletín Oficial de las Cortes Generales - Senado 5 de marzo de 2021 (N.º 151). (2021, marzo). Disponible en:

https://www.senado.es/legis14/publicaciones/pdf/senado/bocg/BOCG_T_14_151.PDF

BOE (2010): Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Disponible en

<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

BOE (2015): Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de Ley del Mercado de Valores. Disponible en

https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-11435

BOE (2006): Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. Disponible en: [BOE-A-2006-20764](#)

2. Obras doctrinales

Alonso, A. V. (2003). *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Civitas.

Alonso, R. A., & Marroquín, B. B. (1997). Tratamiento contable y fiscal de los gastos de investigación y desarrollo en la normativa española: Ejemplo ilustrativo. En *Anales de estudios económicos y empresariales* (No. 12, pp. 101-122). Servicio de Publicaciones.

Arrazola, M., Hevia, J. D., & Mato, G. (1992). Determinantes de la distribución de dividendos. *Investigaciones económicas*, 16(2), pp. 235-258.

Bagwell, L. S., & Shoven, J. B. (1989). Cash distributions to shareholders. *Journal of Economic perspectives*, 3(3), pp.129-140.

Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of financial economics*, 1(1).

Blanco, M. I. (2012). Los dividendos electivos o scrip dividends. *Revista de derecho mercantil*, (284).

Brealey, Myers, Allen, Principios de finanzas corporativas, McGrawHill, 2006.

Calisto, J. D. (1987). Los llamados dividendos a cuenta en el Derecho Mercantil. *THEMIS: Revista de Derecho*, (7), pp. 43-48.

Cebriá, L. H. (2013). *El abuso de la posición jurídica del socio en las sociedades de capital: control societario y los abusos de la mayoría, de minoría y de igualdad*. Bosch.

Committee on Capital Markets Regulation. (2020, abril). *Short-termism, Shareholder Activism and Stock Buybacks*. <https://www.capmktreg.org/wp-content/uploads/2020/04/Short-termism-04.08.2020-1.pdf>

Conover, C. M., Jensen, G. R., & Simpson, M. W. (2016). What difference do dividends make? *Financial Analysts Journal*, 72(6), pp. 28-40.

Coto, D. J. G., & Domingo, J. G. (2019). Los dividendos de las cotizadas españolas marcan diferencias. *Economistas*, (162), pp. 192-203.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2009). *Corporate payout policy*. Now Publishers Inc.

Elorza, I. F., & Rouco, C. G. (2009). El concepto de patrimonio neto a efectos mercantiles tras la reforma contable y otras modificaciones legales posteriores. *Revista de derecho del mercado de valores*, (5), pp. 309-317.

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1).

- Fernández del Pozo, L. (1997). *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles: (estudio especial del artículo 213 de la Ley de Sociedades Anónimas)*. Civitas
- Fuentes, J. M. (2016). *Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima: un estudio de los artículos 216 y 217 LSA*. Thomson Reuters.
- García, A. G. (2014). Aspectos prácticos del scrip dividend español. *Revista de derecho del mercado de valores*, (14), 3.
- García Cañibano, M. P. (2017). La remuneración del accionista mediante el scrip dividend.
- García - Cruces González, J. A. (2016). *Derecho de sociedades mercantiles*.
- García Novoa, C. & Bolsas y Mercados Españoles. (2013, junio). *Algunas consideraciones jurídicas sobre la fiscalidad de la retribución al accionista individual*.
- Garrigues, J., Uría, R., Menéndez, A. M., & Olivencia, M. (1976). *Comentario a la ley de sociedades anónimas*. Joaquín Garrigues y Rodrigo Uría.
- Gil Lafuente, A. M., & Paula, L. B. (2011). La gestión de los grupos de interés: una reflexión sobre los desafíos a los que se enfrentan las empresas en la búsqueda de la sostenibilidad empresarial. *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, 11, pp. 71-90.
- González, A. B. (2014). Los Scrip dividends: efectos en la contabilidad de la sociedad, en la distribución de la propiedad y en la cotización de las acciones. *Revista de derecho del mercado de valores*, (15), 1.
- Grinblatt, M. S., Masulis, R. W., & Titman, S. (1984). The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of financial economics*, 13(4), pp. 461-490.
- Guirao, J. Y. (2001). El efecto de las ampliaciones liberadas en el valor de las acciones. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 30(107), pp. 11-38.

Iturriaga, F. L., & Hoffmann, P. S. (2007). Endeudamiento, dividendos y estructura de propiedad como determinantes de los problemas de agencia en la gran empresa española. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 10(31), pp. 119-146.

Jensen, M. C., y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), pp. 305-360.

Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American economic review*, 90(2), pp. 22-27.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), pp. 3-27.

Lebrón, M. J. G. (2018). El art. 348 bis LSC como mecanismo de protección del socio externo ante una gestión desleal del grupo. *Revista de derecho de sociedades*, (54), 2.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), pp. 97-113.

Manconi, A., Peyer, U., & Vermaelen, T. (2019). Are buybacks good for long-term shareholder value? Evidence from buybacks around the world. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(5), pp. 1899-1935.

Mascareñas, J. (2002). La política de dividendos. *Manuscript, Madrid*.

de la Mata, C. M. A. (2017). El dividendo flexible: análisis de su evolución en el IBEX 35.

Mateos, J. (2019). Nueva normativa de abuso de mercado aplicable a los emisores españoles: principales consideraciones aplicables al ámbito transaccional. In *2019 Práctica Mercantil para abogados: los casos más relevantes en 2018 de los grandes despachos* (pp. 577-598). Wolters Kluwer.

Mayordomo Martínez, J. L. (2018). El reparto de dividendos a cuenta.

de Miguel Hidalgo, A., García, J. P., & García, M. B. L. (2004). El conflicto accionista-directivo: problemas y propuestas de solución. *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, 813, pp. 225-246.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), pp. 411-433.

Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and taxes: Some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, 90(6), pp. 1118-1141.

Muñoz Martínez, M. Á. (2017). La recompra de acciones propias en el IBEX 35.

Niekel, M. N. (1994). Factores influyentes en el reparto de dividendos: Análisis de regresión aplicado a la Bolsa de Madrid. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, pp. 33-69.

Ofer, A. R., y Thakor, A. V. (1987). A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends. *The Journal of Finance*, 42(2), pp. 365-394.

Pettit, J. (2001). Is a share buyback right for your company? *Harvard Business Review*, 79(4).

Roe, M. J. (2018). Stock Market Short-Termism's Impact. *U. Pa. L. Rev.*, 167, 71.

Sánchez Calero, F. (1955). La determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima. *Roma/Madrid*.

Tardón, S. A. (2013). Singularidades de los scrip dividends como nueva tendencia de retribución a los accionistas. *Revista de derecho del mercado de valores*, (13).

Tardón, S. A. (2015). La creación de valor para el accionista a través de la recompra de acciones. *Revista de derecho del mercado de valores*, (16), 4.

Vargas, A. C., & Águila-Real, J. A. (2014). Abuso de la mayoría en el reparto de dividendos y derecho de separación del socio en las sociedades de capital. *Liber amicorum Juan Luis Iglesias*.

Varona, F. J. A. (2018). Aplicación del derecho de separación del socio por falta de distribución de dividendos (art. 348 bis LSC) y propuestas de reforma. *Revista de derecho de sociedades*, (52), 9.

3. Recursos de internet

BME, Bolsas y Mercados Españoles (2013): Fórmulas de remuneración al accionista. Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos.

BME (Bolsas y Mercados españoles). *Informe anual año 2019*. Recuperado 12 de diciembre de 2020, de <https://cutt.ly/AhDkCgK>

CNMV. (2020). *Nuevo procedimiento de comunicación de información de emsiores*. <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t=%7Bf98d9471-9f4a-40a9-8401-2741119a4859%7D>

Telefónica (2020). *Política de retribución al accionista*. Recuperado el 25 de enero de 2021, de <https://cutt.ly/mj6BaO8>