UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE DERECHO
Departamento de Derecho Mercantil

TESIS DOCTORAL

Las operaciones de *Scrip dividends* de las sociedades cotizadas

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Susana Aragón Tardón

Directores

Juan Sánchez-Calero Guilarte
Reyes Palá Laguna

Madrid, 2018

© Susana Aragón Tardón, 2017

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho Mercantil

TESIS DOCTORAL

LAS OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS* DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

Estudio comparativo de los regímenes británico, francés y español

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Susana Aragón Tardón

DIRECTORES

D. Juan Sánchez-Calero Guilarte

Dª Reyes Palá Laguna

Madrid, 2017

ÍNDICE

ABREVIATURAS Y SIGLAS 11

RESUMEN 17

ABSTRACT 19

INTRODUCCIÓN 21

Capítulo I

LAS OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS* EN ESPAÑA

1. Introducción 29

2. La utilización de las operaciones de *scrip dividends* como fórmula de retribución al accionista en las sociedades integrantes del Ibex 35 31

2.1. *Sector de los servicios financieros e inmobiliarios* 36

2.1.1. Banco Santander 36

2.1.2. BBVA 37

2.1.3. Banco Popular 38

2.1.4. Bankinter 40

2.1.5. CaixaBank 41

2.1.6. Banco Sabadell 43

2.2. *Sector del petróleo y la energía* 44

2.2.1. Iberdrola 44

2.2.2. Gas Natural 45

2.2.3. Repsol 46

2.3. *Sector de los materiales básicos, la industria y la construcción* 47

2.3.1. Gamesa Corporación Tecnológica 47

2.3.2. ACS 48

2.3.3. Acerinox 49

2.3.4. Ferrovial 50

2.4. *Sector de la tecnología y las telecomunicaciones* 51

2.4.1. Telefónica 51

3. La utilización de los *scrip dividends* como fórmula de retribución al accionista en otras sociedades cotizadas 52

3.1. *Sociedades del sector de los bienes de consumo* 53

3.1.1. Almirall 53

3.1.2. Faes Farma 54

4. Los motivos de la utilización de las operaciones de *scrip dividends* como modalidad retributiva. Especial referencia al sector de los servicios financieros e inmobiliarios 55

Conclusiones preliminares 60

Capítulo II

LOS *SCRIP DIVIDENDS* EN REINO UNIDO (*SHARES IN LIEU OF CASH*)

1. Introducción 65

2. Los motivos del recurso a los *scrip dividends* en Reino Unido 67

3. La utilización de los *scrip dividends* en las sociedades cotizadas en el mercado británico 71

4. Las variedades de *scrip dividends* 74

4.1. *Según el valor* del *scrip dividend* 75

4.1.1. *Standard scrip dividends* 76

4.1.2. *Enhanced scrip dividends* 76

4.2. *Según la duración de la vigencia de la elección del accionista* 80

4.2.1. *Scrip dividend alternative* 80

4.2.2. *Scrip dividend scheme* 81

5. El régimen aplicable a los *scrip dividends* en Reino Unido 82

5.1. *Régimen jurídico* 82

5.2. *Las formalidades societarias para poder ofrecer scrip dividends en pago del dividendo* 86

5.2.1. La previsión estatutaria del pago de *scrip dividends* 86

5.2.2. La aprobación del *scrip dividend* por la junta general de accionistas 90

5.2.3. Previsiones especiales: la *Scrip Dividend Circular* 92

5.3. *El porcentaje del dividendo a recibir en acciones* 92

5.4. *La clase de las nuevas acciones a emitir* 93

5.5. *El precio de referencia de las nuevas acciones y la determinación del número de nuevas acciones que corresponde a cada accionista* 96

5.5.1. *Standard scrip dividends* 97

5.5.2. *Enhanced scrip dividends* 100

5.6. *Los desajustes entre el importe del dividendo a percibir y el número de acciones a recibir [«fractional entitlements»]* 102

5.7. *La cancelación de la oferta* 106

Conclusiones preliminares 109

Capítulo III

EL PAGO DEL DIVIDENDO EN ACCIONES EN FRANCIA (*LE PAIEMENT DU DIVIDENDE EN ACTIONS*)

1. Introducción 113

2. Origen y causas de la creación del pago del dividendo en acciones en Francia 115

3. La utilización del pago del dividendo en acciones en las sociedades cotizadas en el mercado francés 116

4. El régimen jurídico del pago del dividendo en acciones en Francia 120

4.1. *El marco legal del pago del dividendo en acciones* 120

4.2. *La naturaleza jurídica del pago del dividendo en acciones en el Derecho francés* 122

4.3. *Presupuestos y requisitos del pago del dividendo en acciones* 124

4.3.1. El presupuesto general para la distribución de dividendos: la existencia de beneficios distribuibles 125

4.3.2. Los requisitos para el pago del dividendo en acciones 125

a. El desembolso previo del capital 125

b. La expresa previsión estatutaria 126

c. El acuerdo de distribución de dividendos como facultad exclusiva de la junta general ordinaria 129

4.4. *El contenido del acuerdo de la junta general ordinaria* 131

4.4.1. El porcentaje del dividendo a recibir en acciones 131

4.4.2. La clase de las nuevas acciones a emitir 134

4.4.3. Los desajustes entre el dividendo a percibir y las acciones a asignar [«*le cas des rompus*»] 136

4.4.4. El aspecto temporal de la oferta 137

4.4.5. El cálculo del precio de emisión de las acciones 138

4.5. *El ejercicio de la opción por los accionistas* 144

4.6. *La ejecución del aumento de capital* 146

Conclusiones preliminares 148

Capítulo IV

EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS* EN EL DERECHO ESPAÑOL

1. Introducción 151

2. La inexistencia de una regulación específica para las operaciones de *scrip dividends* en España 152

2.1. *La configuración legal del derecho a participar en las ganancias sociales* 152

2.1.1. La caracterización del derecho a participar en las ganancias sociales en la LSC 154

2.1.2. Las posiciones doctrinales sobre la forma en que debe satisfacerse el dividendo 157

a. La necesidad de satisfacer el dividendo en metálico 157

b. La posibilidad de satisfacer el derecho al dividendo en bienes no pecuniarios 160

2.2. *La regulación estatutaria* 162

2.3. *Recapitulación* 166

3. La configuración jurídica de la operación de *scrip dividends* 167

3.1. *La estructura de la operación de scrip dividends. Hipótesis posibles* 168

3.1.1. La sucesión de operaciones 170

3.1.2. La simultaneidad de operaciones 171

3.1.3. La coordinación de operaciones 172

3.2. *La «operación base»: el aumento de capital con cargo a reservas.* 173

3.2.1. La atribución de los derechos de asignación gratuita 175

3.2.2. La especialidad: el compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad 179

4. El procedimiento de aprobación y ejecución de las operaciones de *scrip dividends* 180

4.1. *La aprobación de la operación de scrip dividends: los acuerdos de la junta general de accionistas* 181

4.1.1. La junta general de accionistas competente 182

a. La hipótesis restrictiva 183

b. La hipótesis coordinadora 185

4.1.2. El régimen de quórum y mayoría 186

4.2. *El contenido de los acuerdos de la junta general de accionistas* 189

4.3. *La «no ejecución» del aumento de capital* 195

4.4. *El cálculo del precio de referencia* 198

4.4.1. El número de sesiones de referencia 200

4.4.2. El criterio temporal para determinar las sesiones bursátiles de referencia 201

4.4.3. La cotización de cada sesión que se toma como referencia 202

4.4.4. La aplicación de un descuento sobre el precio de referencia 203

4.5. *La ejecución por el consejo de administración en virtud de la delegación* 206

5. Las actuaciones ante el supervisor del mercado de valores 212

5.1. *La excepción a la publicación del folleto informativo* 213

5.1.1. El supuesto de hecho 213

5.1.2. Los requisitos para la aplicación de la excepción 215

5.2. *El «documento informativo»* 215

5.3. *Las comunicaciones posteriores a la ejecución* 219

Conclusiones preliminares 223

Capítulo V

LAS OPCIONES DEL ACCIONISTA EN LAS OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS* EN ESPAÑA

1. Introducción 229

2. La suscripción de acciones de nueva emisión 231

2.1. *Modalidad del aumento de capital* 232

2.2. *El balance de la operación y las reservas con cargo a las que se realiza el aumento de capital* 234

2.3. *El número de derechos de asignación necesarios para recibir una acción nueva* 238

2.4. *Los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva [«picos»]* 241

2.4.1. Los derechos de asignación gratuita «faltantes» 242

2.4.2. Los derechos de asignación gratuita «sobrantes» 243

2.4.3. Consideraciones 243

2.5. *La suscripción de acciones de nueva emisión como «opción subsidiaria»* 247

2.6. *La fiscalidad de la suscripción de acciones de nueva emisión* 250

3. La venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad mediante la aceptación del compromiso irrevocable de compra 251

3.1. *El ámbito objetivo del compromiso irrevocable de compra de derechos asumido por la sociedad* 253

3.1.1. La limitación del objeto del compromiso de compra 254

3.1.2. La extensión del objeto del compromiso de compra 255

3.1.3. Consideraciones 256

3.2. *El precio de compra de los derechos en virtud del compromiso asumido por la sociedad* 260

3.3. *La cuenta con cargo a la que se adquieren los derechos de asignación gratuita* ... 263

3.4. *La aceptación del compromiso de compra por los titulares de los derechos* .. 269

3.5. *Los efectos de la adquisición de los derechos de asignación gratuita por la sociedad. Los «mecanismos antidilución»* ... 271

3.5.1. La reducción de capital social mediante la amortización de acciones propias ... 274

3.5.2. La entrega de acciones de la autocartera ... 277

3.5.3. La recompra de acciones para su amortización ... 279

3.6. *La fiscalidad de la venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad* ... 283

4. La venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario 284

4.1. *La transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita* ... 286

4.2. *Las condiciones de transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita* . 286

4.3. *El plazo para la transmisión de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario* ... 288

4.4. *El precio de venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario* ... 289

4.5. *Los efectos de la venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario* ... 290

4.6. *La fiscalidad de la venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario* ... 293

5. Combinación de las distintas opciones ... 294

6. Los factores condicionantes de la elección del accionista ... 297

6.1. *La tipología de accionistas: el binomio «liquidez-participación»* ... 298

6.2. *La tendencia bursátil de las acciones de la sociedad* ... 300

6.2.1. La tendencia bursátil a corto plazo ... 301

6.2.2. La tendencia bursátil a largo plazo 303

6.3. *El precio de cotización de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario* 304

6.4. *El régimen fiscal aplicable a las distintas opciones del scrip dividend: el «efecto impositivo»* 306

6.5. *La conjugación de factores condicionantes* 308

Conclusiones preliminares 311

Capítulo VI

CONCLUSIONES FINALES

CONCLUSIONES FINALES 317

TABLAS 335

TABLA 1: Pagos del dividendo en *scrip dividend en las sociedades integrantes del Ibex 35* 337

TABLA 2: *Scrip dividends en las sociedades integrantes del FTSE 100* 341

TABLA 3: *Paiement du dividende en actions en las sociedades integrantes del CAC 40* 349

TABLA 4: *Calendario (tipo) de la operación* 353

BIBLIOGRAFÍA 355

DOCUMENTOS DE TRABAJO 373

ANEXOS 377

ANEXO 1: Relación cronológica de Hechos Relevantes utilizados 379

ANEXO 2: Jurisprudencia y resoluciones citadas 383

ANEXO 3: Normativa extranjera citada 385

ABREVIATURAS Y SIGLAS

AA. VV.	Autores varios
ACT	*Advance Corporation Tax*
ad. ex.	*ad exemplum*, por ejemplo
AMF	*Autorité des Marchés Financiers*
ANSA	*Association Nationale des Sociétés par Actions*
App Cas	*Appeal Case*
BALO	*Bulletin des Annonces Legales Obligatoires*
BCE	Banco Central Europeo
BdE	Banco de España
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BMIS Joly	*Bulletin Mensuel d'Information des Sociétés Joly*
BOE	Boletín Oficial del Estado
BORME	Boletín Oficial del Registro Mercantil
Bull. ANSA	*Bulletin de l'Association Nationale des Sociétés par Actions*
Bull. CNCC	*Bulletin Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes*

Bull. COB	*Bulletin Mensuel de la Commission des Opérations de Bourse*
Bull. Joly Sociétés	Bulletin Joly Sociétés
CA 2006	*Companies Act 2006*
Cap.	Capítulo
CC	Código Civil
CDC	Cuadernos de Derecho y Comercio
Ch D	*Chancery Division*
CGI	*Code Général des Impôta*
***cit*.**	Citado/a
CNCC	*Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes*
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COB	*Commission des Opérations de Bourse*
Coord./Coords.	Coordinador/es
CRD IV	Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE

CRR	Reglamento (UE) nº 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012
CSR	*Company Secretary's Review*
Dir./Dirs.	Director/es
DOUE	Diario Oficial de la Unión Europea
DRIP(s)	*Dividend Reinvestment Plan(s)*
Ed.	Editorial
Edic. / Édit./ Edit.	Edición / *Édition* /*Edition*
Ej.	Ejemplo
FCA	*Financial Conduct Authority*
FSMA 2000	*Financial Services and Markets Act 2000*
HR	Hecho relevante
ICCLR	*International Company and Commercial Law Review*
ICTA 1998	*Income and Corporation Taxes Act 1998*
Ídem	Lo mismo
infra	Con posterioridad en el texto

IPC(s)	*Investor Protector Committee(s)*
ITTOIA 2005	*Income Tax (Trading and Other Income) Act 2005*
JCP	*Juris-Classeur Périodique (La semaine juridique)*
JCP E	*Juris-Classeur Périodique (La semaine juridique), édition Entreprise*
JCP CI	*Juris-Classeur Périodique (La semaine juridique), édition Commerce et Industrie*
JORF	*Journal Officiel de la République Française*
LIRPF	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
LR	*Listing Rule(s)*
LSA 1951	Ley de 17 de julio de 1951 sobre régimen jurídico de las sociedades anónimas
LSA 1989	Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital

LSE	*London Stock Exchange*
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
NLJ	*New Law Journal*
nº	Número
OPA(s)	Oferta(s) Pública de Adquisición
pág./págs.	Página/s
passim	Por todas partes
PLC	*Practical Law for Companies*
RCDI	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario
RD 1310/2005	Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDM	Revista de Derecho Mercantil
RDMV	Revista de Derecho del Mercado de Valores
RDOPA	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

RdS	Revista de Derecho de Sociedades
RGD	Revista General de Derecho
S.A.	Sociedad Anónima
SI	*Statutory Instruments*
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SMN	Sistema Multilateral de Negociación
ss.	siguientes
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
supra	Con anterioridad en el texto
T.	Tomo
TRLMV	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores
UE	Unión Europea
Vid.	Véase
Vol.	Volumen

RESUMEN

En los últimos años, un importante número de sociedades cotizadas en el mercado español, mayoritariamente, sociedades integrantes del índice Ibex 35, han incorporado a sus políticas de retribución al accionista una nueva fórmula retributiva que aspira a convertirse en una alternativa a los dividendos en efectivo: las operaciones de *scrip dividends*. Esta fórmula, importada del Derecho anglosajón, permite a los accionistas optar entre recibir como remuneración a su participación en la sociedad un importe en efectivo o recibir gratuitamente nuevas acciones. Como consecuencia de dicha posibilidad de elección, las operaciones de *scrip dividends* proporcionan flexibilidad a los accionistas, ya que les permite adaptar a sus necesidades concretas la remuneración que les corresponde.

Pese a su extendida utilización, las operaciones de *scrip dividends* no son una figura regulada en el Derecho español, sino que se han configurado *ad hoc* a través de la práctica societaria. Por el contrario, en otros países como, por ejemplo, Reino Unido o Francia, en los que estas operaciones de *scrip dividends* se configuran como una modalidad de pago del dividendo, sí que existe una regulación específica que resulta de aplicación a esta fórmula retributiva.

En España, actualmente, la estructura de estas operaciones se determina como una coordinación de la distribución de dividendos y un aumento de capital con cargo a reservas. Consecuentemente, el régimen jurídico aplicable se deriva de esta estructura, ya que para su aprobación y ejecución deben cumplirse las reglas procedimentales propias de cada una de estas operaciones, lo que genera ciertas deficiencias en la regulación actual.

En este trabajo se realiza un análisis exhaustivo del actual régimen español con la referencia de la experiencia acumulada de los regímenes comparados, para identificar las posibles deficiencias y, en su caso, realizar las correspondientes propuestas de mejora.

Palabras clave: *Dividendo en acciones, dividendo en efectivo, sociedades cotizadas, aumento de capital, reservas, derechos de asignación gratuita, precio de*

referencia, compromiso irrevocable de compra, junta general de accionistas, consejo de administración.

ABSTRACT

Over the last years, an outstanding number of listed companies in Spanish market, mainly, those which are part of Ibex 35 index, have incorporated to their shareholder remuneration policies a new formule which aims to become an alternative to cash dividends: scrip dividends operations. This formule, imported from anglosaxon legal regimes, let shareholders make an election between receiving a cash amount or receiving free new shares as their remuneration to their participation in the company. As a consequence of this election possibility, scrip dividends' operations provide flexibility to the shareholders, because they can adapt their remuneration to their particular needs.

Despite its wide utilisation, scrip dividends operations are not regulated in the Spanish legislation, they have been formed *ad hoc* through the practice experience of the companies. On the contrary, in other countries such as United Kingdom or France, where these scrip dividends operations are configurated as a way of pay the dividend, an specific regulation exists and it is applicable to this remuneration formule.

At present, in Spain, the structure of these operations is determined as a coordination of the distribution of dividends and a capital increased charged to reserves. Consequently, the legal framework aplicable to them, is derived from this structure and it conserves the procedimental rules of each of these operations for the approvation and execution. This generates some defects in the current regulation.

This dissertation analyses exhaustively the current Spanish legal regime with reference in the accumulated experience of compared regimes, in order to identify the eventual defects and, where appropiate, to suggest improvement proposals.

Keywords: *Scrip dividends, cash dividends, listed companies, increase of share capital, reserves, free allocation rights, reference price, fixed cash amount, anual general meeting, board of directors.*

INTRODUCCIÓN

En la práctica societaria existen distintas vías para satisfacer el derecho del socio a la participación en las ganancias sociales reconocido a los accionistas *ex* artículo 93 letra a) LSC. Estas diferentes formas de remuneración a los accionistas, concretamente, el importe, la forma, la regularidad y la fiscalidad aplicable, entre otros elementos, constituyen un criterio determinante para los potenciales inversores, que les permitirá adquirir acciones de una u otra sociedad, en atención a la manera en que se vean satisfechas sus expectativas económicas de participación en los beneficios de la sociedad.

Por otro lado, estas «*Políticas de Retribución al Accionista*» también producen sus correspondientes efectos en la situación de la sociedad ya que, la decisión de repartir dividendos, es interpretada por los inversores como una señal de la buena marcha y la buenas expectativas económicas de la sociedad.

Sin embargo, la crisis financiera cuyo inicio convencionalmente datamos en el año 2008, ha tenido una incidencia significativa y desfavorable en los resultados financieros de las sociedades. Por este motivo, éstas han tratado de encontrar vías de remuneración que les permitan continuar transmitiendo una imagen positiva al mercado, por satisfacer la remuneración a sus accionistas, pero que, a su vez, no impliquen una carga excesiva para la tesorería de la sociedad, es decir, que no les generen la necesidad de realizar un desembolso de efectivo importante para remunerar a sus accionistas.

Con la finalidad de lograr este objetivo, se ha generalizado la utilización de los «*scrip dividends*»: una fórmula de remuneración al accionista importada del Derecho anglosajón y con una extendida utilización entre las sociedades internacionales, que aporta una mayor flexibilidad retributiva a los accionistas, ya que les permite adaptar las retribuciones que perciben como consecuencia de su inversión en la sociedad, a sus diferentes necesidades y circunstancias particulares. En los *scrip dividends*, el accionista puede optar por la percepción de una cantidad en efectivo, que se

correspondería con el dividendo tradicional, o por la suscripción de nuevas acciones de la sociedad.

Esta vía que, en la práctica española, recibe denominaciones como la de «*Dividendos Flexibles*», «*Dividendos Electivos*» o «*Dividendo/Acción*», ha sido, y es, utilizada por un importante número de sociedades, principalmente, sociedades cotizadas, aunque también tenemos constancia de que esta fórmula ha sido utilizada como vía de remuneración por sociedades anónimas no cotizadas.

Pese a su extendida utilización, en las operaciones de *scrip dividends*, la realidad societaria ha ido por delante de la norma jurídica, ya que estas operaciones no son una figura regulada en el ordenamiento jurídico español, es decir, no existe un régimen jurídico propio que les sea aplicable. Sin embargo, esta ausencia de una regulación específica no ha sido óbice para que, en la práctica, a través de la coordinación de distintas operaciones societarias, se lleven a cabo estas operaciones, permitiendo al accionista elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones.

Como consecuencia de esta configuración jurídica *ad hoc,* en la práctica, las operaciones de *scrip dividends* en España presentan determinadas singularidades, problemas e, incluso, deficiencias, que no resultan adecuados para que estas operaciones se instituyan como alternativas a los tradicionales dividendos en efectivo, tal como proponemos en esta Tesis Doctoral.

JUSTIFICACIÓN Y OBJETIVO

De acuerdo con lo expuesto con anterioridad, de cara a instituir esta modalidad retributiva como una verdadera alternativa al tradicional dividendo en efectivo, consideramos oportuno abordar un estudio exhaustivo y un análisis crítico de la forma en que se vienen desarrollando estas operaciones de *scrip dividends* en España y la configuración jurídica que adoptan.

Para ello, resulta necesario realizar este estudio, tanto desde la observación de la práctica de las sociedades cotizadas como desde un punto de vista científico-jurídico, no sólo en España, sino también en otros regímenes de Derecho comparado.

De esta manera, se pretende contar con una base que nos permita detectar las deficiencias o necesidades que plantean estas operaciones, adquirir los conocimientos necesarios para llevar a cabo una comparativa entre los distintos regímenes y analizar críticamente la configuración de estas operaciones en España. Así, podremos realizar propuestas de mejora o, incluso, proponer una regulación específica para estas operaciones, de manera que no se desvirtúe la finalidad de la operación y queden verdaderamente protegidos los derechos e intereses de los accionistas intervinientes.

ESTRUCTURA Y METODOLOGÍA

Para realizar el análisis de la configuración jurídica de las operaciones de *scrip dividends* en España, hemos considerado conveniente comenzar por un estudio de su utilización entre las sociedades cotizadas en la Bolsa Española, de cara a determinar, la incidencia real de estas operaciones en las políticas retributivas de dichas sociedades (**Capítulo I**).

Para ello, hemos realizado un análisis de la información relativa a la retribución accionarial que publican las propias sociedades, principalmente, en sus páginas web, en sus memorias anuales o en los hechos relevantes remitidos a la CNMV *ex* artículo 228 TRLMV. En el referido análisis nos hemos centrado en las sociedades cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), con especial atención a las sociedades integrantes del índice bursátil de la Bolsa Española, el Ibex 35, entre las que la utilización de esta fórmula retributiva presenta una incidencia significativa. Para ello, hemos realizado un estudio individualizado por sociedades de la utilización de las operaciones de *scrip dividends* en los ejercicios 2009-2015.

Igualmente, hemos analizado del contexto económico-financiero que ha motivado la utilización de estas operaciones por parte de las sociedades españolas.

A continuación, con el objetivo de poder realizar el referido análisis crítico y dado el reducido número de estudios doctrinales sobre los *scrip dividends* en España, ha sido necesario recurrir a la regulación y doctrina comparada, al tiempo que se ha analizado la utilización de esta figura en las sociedades cotizadas en mercados internacionales (**Capítulo II** y **Capítulo III**).

Pese a que, a nivel mundial son varios los países que aplican fórmulas de retribución al accionista similares (*stock dividends* en Estados Unidos, *wahldividende* en Alemania, *dividendi in azioni* en Italia, etc.) hemos decidido seleccionar dos países del ámbito europeo como marco de referencia, concretamente, los *scrip dividends* (*stricto sensu*)[1] de Reino Unido y el *paiement du dividende en actions* de Francia.

La elección de estos países como objeto de análisis no ha sido casual.

Por un lado, Reino Unido es un país anglosajón, al igual que Estados Unidos, país de origen de esta fórmula retributiva, con el que comparte, por tanto, tradición jurídica. Al mismo tiempo, en Europa, las sociedades británicas fueron las primeras sociedades que ofrecieron a sus accionistas la posibilidad del pago del dividendo en acciones.

Por otro lado, la elección de la figura francesa como objeto de estudio obedece a la claridad, concisión y pertinencia con que esta figura ha sido regulada en la legislación francesa, concretamente, en el *Code de Commerce*.

---

[1] Consideramos oportuno añadir la aclaración *stricto sensu* para referirnos a la operación del Reino Unido (Cap. II) para diferenciarla de las fórmulas de retribución flexible al accionista de España que, en ocasiones, reciben la misma denominación. En este sentido, aunque ambas operaciones mantienen el esquema de permitir al accionista elegir entre recibir el dividendo en efectivo o recibirlo en acciones, presentan sus propias características, de manera que la operación que consideramos como genuina es la operación británica.

Por ello, las referencias a «*scrip dividend(s)*» realizadas en este trabajo, pese a que no vayan seguidas de la aclaración *stricto sensu*, salvo indicación expresa en otro sentido, hacen referencia a la operación británica, mientras que a la operación española nos referiremos mediante el término «operaciones de *scrip dividends*».

A efectos de determinar el impacto de utilización de la figura en los distintos países y para obtener unos resultados comparables, en los tres países se ha tomado como referencia el principal índice bursátil de cada mercado (Ibex 35, FTSE 100 y CAC 40, respectivamente) y se ha utilizado el mismo período de referencia (ejercicios 2009-2015).

El estudio de esta fórmula retributiva en los regímenes de Derecho comparado aporta un conocimiento directo de su regulación, de la doctrina científica referente a la materia y de la práctica societaria en estos países. Concretamente, mediante el referido estudio, se ha pretendido determinar en qué contexto surgió esta operación societaria, el régimen jurídico que les resulta de aplicación y su configuración jurídica. En este sentido, se ha prestado especial atención a la regulación de los distintos aspectos de la operación y a la evolución normativa, especialmente, a las soluciones jurídicas que se han ido aportando para los problemas o deficiencias que dichas operaciones han generado en la práctica. Esta experiencia acumulada de las operaciones en estos países, ha resultado de gran interés y utilidad para los objetivos de esta Tesis Doctoral, ya que nos ha aportado ideas para los problemas que plantean las operaciones de *scrip dividends* en España o para «adelantarnos» y, consiguientemente, evitar aquellos problemas que estas operaciones pudieran plantear en el futuro.

Tras el análisis de la operación en los regímenes comparados, en los capítulos siguientes nos hemos centrado en el análisis de las operaciones de *scrip dividends* en España.

El primero de los capítulos destinados a este fin (**Capítulo IV**) está dedicado al análisis del régimen jurídico de las operaciones de *scrip dividends* en Derecho español.

Para ello, comenzamos el capítulo con un análisis doctrinal del derecho del socio a participar en las ganancias sociales reconocido por el artículo 93 letra a) LSC y de su régimen jurídico. El objetivo de este análisis es determinar, por un lado, la ausencia de regulación específica para estas operaciones y, por otro lado, el respaldo jurídico que presenta un pago del dividendo en bienes no pecuniarios.

A continuación, analizamos la configuración jurídica de estas operaciones en España. Como consecuencia de la ausencia de regulación específica, hemos tenido que determinar esta configuración desde la práctica societaria.

Para la determinación de esta configuración jurídica, hemos realizado una laboriosa tarea de recopilación y estudio de la información hecha pública por las sociedades con ocasión de cada una de sus operaciones de *scrip dividends*, bien en sus propias páginas web con ocasión, por ejemplo, de la celebración de las juntas generales de accionistas, o de la información comunicada a la CNMV, tal como hechos relevantes o documentos informativos, entre otros.

En este estudio hemos advertido que, en la práctica, el marco normativo de referencia que resulta de aplicación a estas operaciones es el propio de dos operaciones —la distribución de dividendos y el aumento de capital con cargo a reservas—, principalmente, constituido por la normativa societaria y la normativa del mercado de valores.

Consecuentemente, el aumento de capital con cargo a reservas se erige como la «operación base», en la que la atribución de los derechos de asignación gratuita y la especialidad del compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita que asume la sociedad, resultan esenciales para poder ofrecer las distintas opciones a los accionistas.

En este sentido, debido a que dichas operaciones sí que se encuentran reguladas en la normativa española, a lo largo del capítulo realizamos un análisis detallado de sus principales aspectos, tanto formales como materiales, con las singularidades y especialidades propias que resultan necesarias al ejecutarse en el marco de las operaciones de *scrip dividends*. Todo ello teniendo presente, como criterio principal, el enfoque doctrinal de todas las figuras jurídicas implicadas en dichas operaciones.

Tras el análisis del régimen jurídico y la configuración de las operaciones de *scrip dividends* en España, dedicamos el siguiente capítulo (**Capítulo V**) a examinar detalladamente los aspectos concretos de las distintas opciones que se presentan al

accionista conforme a dicha configuración. En este sentido, hemos considerado oportuno realizar este estudio diferenciado e individualizado, debido a que cada una de las opciones presenta unas características y, en su caso, deficiencias propias, que deben ser tratadas en el contexto propio que les corresponde.

A estos efectos, hemos considerado cuatro opciones del accionista.

La primera opción, la suscripción de acciones de nueva emisión, opera jurídicamente como una ampliación de capital con cargo a reservas *ex* artículo 303.

La segunda opción, la venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad mediante la aceptación del compromiso irrevocable de compra, es la opción que se considera como equivalente al tradicional dividendo en efectivo.

La tercera opción, la venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario, se deriva de la imposibilidad de limitar las opciones del accionista en cada una de las operaciones intervinientes en la configuración jurídica que se otorga a estas operaciones en España y, por tanto, esta opción no se presenta en otros regímenes comparados.

Finalmente, la cuarta y última opción, es una combinación de las opciones anteriores conforme considere conveniente el accionista.

Asimismo, la última parte de este capítulo está dedicada a identificar y analizar cuáles son los factores que pueden condicionar la elección del accionista para elegir la opción que mejor se adapta a sus preferencias y necesidades particulares, y en qué sentido.

Finalmente, el último capítulo lo hemos dedicado a las conclusiones finales de esta Tesis Doctoral (**Capítulo VI**). De acuerdo con el análisis realizado en los distintos capítulos, estas conclusiones finales pueden agruparse en tres grupos.

En el primer grupo se recogen las «conclusiones generales de la operación» las cuales se refieren a unos aspectos de las operaciones de *scrip dividends* que podemos

considerar comunes, ya que son independientes a la configuración jurídica que se otorgue a estas operaciones.

En el segundo grupo están las «conclusiones sobre el régimen actual de las operaciones de *scrip dividends* en España», relativas a las propuestas de mejora para subsanar los problemas y/o deficiencias detectados en la configuración actual de estas operaciones.

En el tercer y último grupo se encuentran una propuesta de *lege ferenda*, ya que consideramos que la actual configuración de estas operaciones en España no resulta adecuada para que esta operación se instituya como una retribución alternativa al tradicional dividendo en efectivo.

Capítulo I

LAS OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS* EN ESPAÑA

1. Introducción

La crisis financiera cuyo inicio convencionalmente datamos en el año 2008, ha tenido una incidencia significativa y desfavorable en los resultados financieros de las sociedades cotizadas. Por este motivo, estas sociedades han tratado de encontrar vías que les permitan continuar transmitiendo una imagen positiva al mercado, al satisfacer la remuneración a sus accionistas[2], pero que, a su vez, no impliquen una carga excesiva para la tesorería de la sociedad, es decir, que no les generen la necesidad de realizar un desembolso de efectivo importante para remuneración a sus socios.

Con la finalidad de lograr este objetivo, entre las sociedades cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) y, especialmente, entre las sociedades integrantes del Ibex 35, se ha generalizado la utilización de los «*scrip dividends*»[3]: una fórmula de remuneración al accionista importada del Derecho anglosajón y que permite al accionista elegir el modo en el que se le satisface el dividendo en función de sus circunstancias individuales, al poder optar entre la percepción de una cantidad fija en efectivo mediante la transmisión de sus derechos de asignación gratuita a la sociedad, en virtud del compromiso de compra asumido por ésta, o bien venderlos en el mercado; la asunción gratuita de nuevas acciones de la sociedad; o, por último, optar por una combinación de ambas posibilidades.

[2] En este sentido, AZOFRA PALENZUELA, V. («Las decisiones de distribución de dividendos en la gran empresa española: sus variables determinantes», *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, 1, 1986, págs. 257-274, pág. 259) afirma que "Las empresas distribuyen dividendos para satisfacer a sus accionistas actuales y atraer a otros nuevos".

[3] Entre las sociedades cotizadas españolas estas operaciones también han recibido la denominación de «*Dividendo Flexible*», «*Dividendo Elección*», «*Dividendo Alternativo*», «Dividendo/Acción» o «*Dividendo Opción*», entre otras.

La primera sociedad cotizada española en ofrecer operaciones de *scrip dividends* como sistema de retribución a sus accionistas fue el Banco Santander, introduciendo esta propuesta de retribución en el orden del día de la junta general ordinaria de accionistas de 19 de junio de 2009. La primera retribución a sus accionistas a través de este sistema de *scrip dividends* tuvo lugar a finales del tercer trimestre de ese mismo año, en equivalencia al que hubiera sido el segundo dividendo a cuenta del ejercicio 2009 de la sociedad.

A partir del año 2009, han sido numerosas las sociedades cotizadas españolas que se han sumado a la utilización de esta fórmula retributiva (*scrip dividends*). En este sentido, hemos de apuntar que entre las sociedades integrantes del Ibex 35 esta fórmula flexible de retribución presenta una incidencia mayor, pero las operaciones de *scrip dividends* también han sido utilizados como fórmula retributiva a los accionistas por otras sociedades cotizadas en el mercado continuo, pero no integrantes de dicho índice bursátil e, incluso, sociedades cotizadas en Sistemas Multilaterales de Negociación (SMNs) como, por ejemplo, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)[4].

Asimismo, la utilización de esta fórmula retributiva no es exclusiva de las sociedades cotizadas ya que, en el panorama societario español, también podemos encontrarnos sociedades anónimas no cotizadas que ofrecen a sus accionistas la posibilidad de elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones[5].

---

[4] *Vid*. *ad*. *ex*. Renta Insular Canaria, S.A., SICAV que introdujo esta propuesta de retribución al accionista en el orden del día de su junta general ordinaria de accionistas de 28 de febrero de 2014 (BORME nº 15, de 23 de enero de 2014, pág. 401) y de 16 de junio de 2015 (BORME nº 88, de 12 de mayo de 2015, pág. 4733).

[5] *Vid*. *ad*. *ex*. Corporación Alimentaria Guissona, S.A., que introdujo este nuevo esquema de retribución al accionista en su junta general ordinaria de accionistas de 9 de mayo de 2013 (http://www.cag.es/corporacio/asamblea/2013/propuestas_acuerdo.pdf), y posteriormente lo ha aprobado de nuevo en las juntas generales ordinarias de accionistas de 8 de mayo de 2014 (http://cag.es/corporacio/asamblea/2014/propuestas_acuerdo_junta_2014.pdf), de 7 de mayo de 2015 (https://www.cag.es/corporacio/asamblea/2015/propuestas_acuerdo_junta_2015.pdf) y de 5 de mayo de 2016 (http://www.cag.es/corporacio/asamblea/2016/2016_propuestas_acuerdo_junta.pdf).

En este sentido, las operaciones de *scrip dividends* ejecutadas por sociedades no cotizadas presentan diferencias en determinados aspectos de la operación como la forma de cálculo del valor de referencia de las nuevas acciones, la extensión del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» o la forma de materializar la tercera opción que se presenta a los accionistas en el marco de estas operaciones en base a la libre transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita.

Por este motivo, consideramos necesario partir de la observación de la realidad de nuestras sociedades y analizar las operaciones de *scrip dividends* realizadas por éstas. Este análisis de la práctica societaria lo realizaremos a través de un estudio detallado de la información hecha pública por las correspondientes sociedades, principalmente, a través de la información relevante que, como sociedades cotizadas, están obligadas a hacer pública y difundir *ex* artículo 228 TRLMV, pero también a través de sus memorias anuales o de la información publicada en sus páginas web. En el referido análisis distinguiremos a su vez, entre aquellas sociedades que integran el Ibex 35 y las que cotizan en el SIBE o en otros mercados secundarios.

2. La utilización de las operaciones de *scrip dividends* como fórmula de retribución al accionista en las sociedades integrantes del Ibex 35

Como hemos indicado, una amplia mayoría de las sociedades cotizadas españolas que utilizan, o han utilizado, las operaciones de *scrip dividends* como fórmula de retribución a sus accionistas pertenecen al Ibex 35[6].

Desde que en el año 2009 Banco Santander realizara la primera operación de *scrip dividends* en España, han sido un total de catorce sociedades[7], de las treinta y cinco sociedades integrantes del índice bursátil Ibex 35, las que han acudido a esta fórmula de retribución, al menos en alguna de las remuneraciones periódicas a sus accionistas (*Vid*. Tabla 1)[8].

Así, en el año 2010, fueron dos las sociedades que comenzaron a utilizar las operaciones de *scrip dividends* para retribuir a sus accionistas, Iberdrola y Gamesa. El

[6] Se ha tomado como referencia la composición del índice Ibex 35 a fecha 31 de diciembre de 2015.

[7] Acerinox, ACS, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankinter, BBVA, CaixaBank, Ferrovial, Gamesa, Gas Natural, Iberdrola, Repsol y Telefónica.

[8] Algunas de las sociedades integrantes de este índice, al margen de las referidas también han aprobado en sus juntas generales de accionistas los correspondientes acuerdos de aumento de capital social con cargo a reservas para instrumentar un dividendo flexible (*scrip dividend*), pero dichos acuerdos no han sido ejecutados y, por tanto, no han remunerado a sus accionistas a través de esta fórmula. *Vid*. *ad ex*. el punto octavo del orden del día de la junta general ordinaria de accionistas de Sacyr de fecha 16 de junio de 2016 (HR 238553 y HR 239847).

año siguiente fue el año en el que más sociedades cotizadas incorporaron estas operaciones a sus esquemas retributivos, con un total de cinco, al comenzar a utilizarse por BBVA, Banco Popular, Gas Natural, Bankinter y CaixaBank. En 2012, otras tres sociedades (Telefónica, Repsol y ACS), recurrieron a esta nueva fórmula de retribución flexible. Durante los años 2013, 2014 y 2015, comenzaron a remunerar a sus accionistas a través de operaciones de *scrip dividends* a razón de una por año, Acerinox, Ferrovial y Banco Sabadell, respectivamente[9].

En términos del número de sociedades que han recurrido a esta fórmula flexible de retribución en un mismo ejercicio, son los ejercicios 2011, 2014 y 2015 aquellos en los que un mayor número de sociedades la han utilizado, con un total de once sociedades en cada uno de estos años[10]. A continuación, igualmente refiriéndonos en términos de número de sociedades, se encuentra el ejercicio 2013 con un total de nueve[11], los ejercicios 2010 y 2012 en los que fueron siete el número de sociedades que lo utilizaron[12] y, finalmente, el ejercicio en que comenzaron a utilizarse las operaciones de *scrip dividends* en España, 2009, en el que únicamente tres sociedades realizaron retribuciones a sus accionistas a través de esta fórmula[13].

[9] A este respecto, hemos considerado como fecha de referencia para el inicio de la utilización del *scrip dividend* la fecha de la junta general ordinaria de accionistas en la que se introdujo esta fórmula de retribución flexible al accionista, sin perjuicio de que en todas estas sociedades salvo Santander y Bankinter, la primera retribución materializada a través de dicha fórmula se realizara con cargo a los resultados del ejercicio anterior.

[10] Las sociedades ACS, Banco Popular, Banco Santander, Bankinter, BBVA, CaixaBank, Gamesa, Gas Natural, Iberdrola, Repsol y Telefónica realizaron alguna de las retribuciones a sus accionistas con cargo a los resultados del ejercicio 2011 a través de operaciones de *scrip dividends*. Por su parte, las sociedades que recurrieron a esta fórmula para alguna de las retribuciones con cargo al ejercicio 2014 fueron Acerinox, ACS, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, BBVA, CaixaBank Ferrovial, Iberdrola, Repsol y Telefónica.

[11] Acerinox, ACS, Banco Popular, Banco Santander, BBVA, CaixaBank, Ferrovial, Iberdrola y Repsol.

[12] Por un lado, las sociedades Banco Popular, Banco Santander, BBVA, CaixaBank, Gamesa, Gas Natural e Iberdrola realizaron alguna de las retribuciones a sus accionistas con cargo a los resultados del ejercicio 2010 a través de operaciones de *scrip dividends*. Por otro lado, las sociedades que recurrieron a esta fórmula para alguna retribución con cargo al ejercicio 2012 fueron Acerinox, ACS, Banco Santander, BBVA, CaixaBank, Iberdrola y Repsol.

[13] Banco Santander, Gamesa e Iberdrola.

Ejercicio	Nº de sociedades que recurrieron al *scrip dividend*
2009	3
2010	7
2011	11
2012	7
2013	9
2014	11
2015	11

(Tabla de elaboración propia a partir de la información publicada por las sociedades)

Dentro de los sectores en que se clasifican las sociedades cotizadas en Bolsa[14], las catorce sociedades integrantes del Ibex 35 que han incorporado las operaciones de *scrip dividends* a sus políticas de retribución al accionista se circunscriben principalmente a cuatro de ellos: el sector de los servicios financieros e inmobiliarios,

[14] El 1 de enero de 2005 BME implantó una clasificación sectorial y subsectorial unificada en virtud de la cual todas las sociedades cuyas acciones se encuentran admitidas a cotización en las cuatro plazas bursátiles españolas pueden encuadrarse en seis sectores básicos: sector del petróleo y la energía, sector de los materiales básicos, la industria y la construcción, sector de los bienes de consumo, sector de los servicios de consumo, sector de los servicios financieros e inmobiliarios y sector de la tecnología y las telecomunicaciones (*Vid*. *Clasificación sectorial bursátil*. *Descripción general y especificaciones por subsector*, BME, enero 2015, pág. 4. Disponible en http://www.bolsamadrid.es/docs/Acciones/sect.pdf).

el sector del petróleo y la energía, el sector de los materiales básicos, la industria y la construcción y el sector de la tecnología y las telecomunicaciones. Por consiguiente, ninguna de las sociedades integrantes del Ibex 35 pertenecientes al sector de los bienes de consumo o al sector de los servicios de consumo han recurrido a las operaciones de *scrip dividends* como fórmula flexible de retribución al accionista.

Así, en el sector de los servicios financieros e inmobiliarios la utilización de las operaciones de *scrip dividends* como fórmula de retribución al accionista tiene una incidencia del 66,66%, ya que de las nueve sociedades integrantes del Ibex 35 que pertenecen a este sector es utilizada por seis de ellas: Banco Santander, BBVA, Banco Popular, Bankinter, CaixaBank y Banco Sabadell.

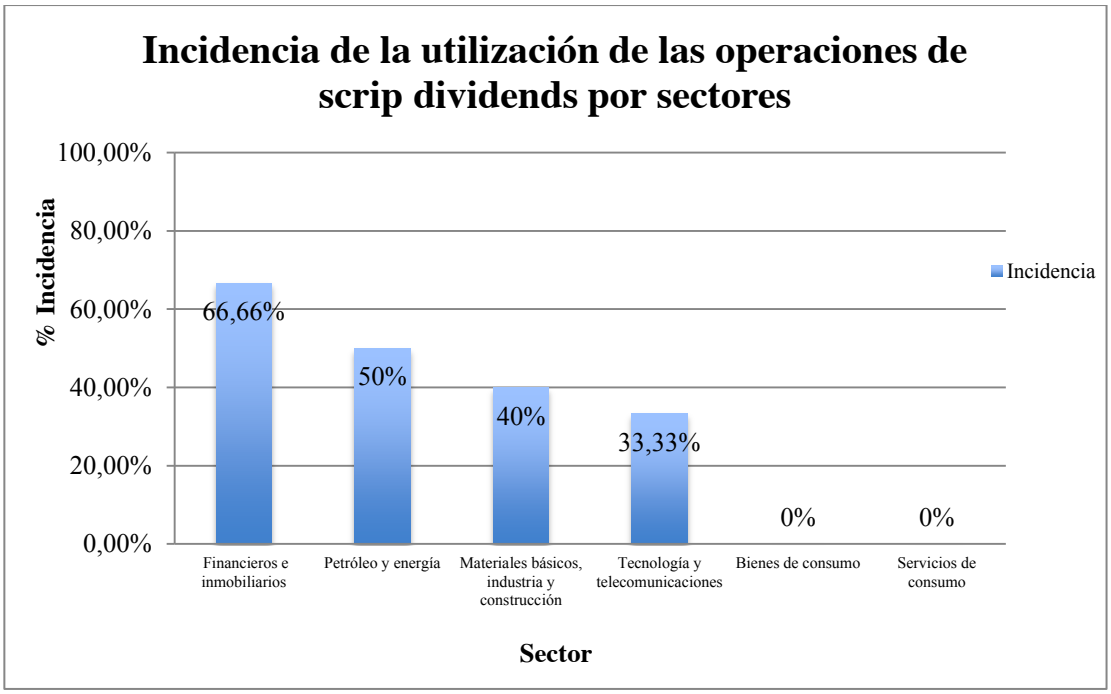
Por lo que respecta, al sector del petróleo y la energía, la incidencia se reduce al 50%, ya que tres de las seis sociedades integrantes del Ibex 35 pertenecientes a este sector recurren, o han recurrido, a las operaciones de *scrip dividends* para retribuir a sus accionistas. Estas sociedades son Iberdrola, Gas Natural y Repsol.

En el sector de los materiales básicos, la industria y la construcción son cuatro las sociedades que utilizan esta fórmula retributiva: Gamesa, ACS, Acerinox y Ferrovial. Sin embargo, pese a ser utilizada por una sociedad más que en el sector referido anteriormente, su incidencia es menor al ser un sector al que pertenece un mayor número de sociedades, en concreto, un total de diez. Consiguientemente, la incidencia de utilización de las operaciones de *scrip dividends* en este sector es del 40%.

Por último, de las tres sociedades integrantes del Ibex 35 que pertenecen al sector de la tecnología y las telecomunicaciones únicamente una de ellas, Telefónica, recurre a las operaciones de *scrip dividends* como fórmula de retribución a sus accionistas. De esta manera, la incidencia de utilización es del 33,33%.

Sector	Nº de sociedades que lo integran	Nº de sociedades que utilizan operaciones de *scrip dividends*	Incidencia
Servicios financieros e inmobiliarios	9	6	66,66%
Sector del petróleo y de la energía	6	3	50%
Sector de los materiales básicos, la industria y la construcción	10	4	40%
Sector de la tecnología y las telecomunicaciones	3	1	33,33%
Sector de los bienes de consumo	2	0	0%
Sector de los servicios de consumo	5	0	0%

(Tabla de elaboración propia a partir de la información publicada por las sociedades)



Pasamos a exponer las operaciones de *scrip dividends* ejecutadas por estas sociedades integrantes del Ibex 35. Para ello, hemos considerado conveniente

diferenciar estas sociedades sectorialmente y, dentro de cada sector, presentarlas siguiendo el criterio cronológico[15].

2.1. *Sector de los servicios financieros e inmobiliarios*

2.1.1. Banco Santander

Como ya hemos apuntado, Banco Santander fue la primera sociedad cotizada española que utilizó el sistema de *scrip dividends* como instrumento para remunerar a sus accionistas, bajo la denominación «*Programa Santander Dividendo Elección*».

Dicha fórmula retributiva fue introducida por la junta general ordinaria de accionistas celebrada el 19 de junio de 2009, en la que se aprobó el correspondiente aumento de capital para instrumentar el nuevo sistema de remuneración al accionista. La ejecución de este aumento de capital se acordó el 22 de septiembre de 2009[16], de manera que, por fechas de pago, la retribución a través de este sistema flexible se hizo coincidir con el que hubiera sido el segundo dividendo a cuenta del ejercicio 2009.

La aceptación de esta primera operación de *scrip dividends* entre los accionistas de Banco Santander fue bastante buena, ya que únicamente en torno al 19% de los titulares derechos de asignación gratuita optaron por recibir el dividendo en efectivo, frente al 81% aproximadamente que decidieron acudir a la ampliación de capital[17]. Sin embargo, en algunas de las remuneraciones posteriores de Banco Santander a través de operaciones de *scrip dividends*, la aceptación ha sido aún mayor,

[15] En la presentación de las sociedades dentro de cada sector hemos optado por un criterio cronológico respecto a la primera operación de *scrip dividends* de cada una de ellas, por considerarlo más ilustrativo y acorde a la finalidad de este análisis, en lugar de otro criterio, como podría ser el alfabético.

[16] HR 113988.

[17] Ha de tenerse en cuenta que en esta primera remuneración Banco Santander informó del resultado de la operación únicamente en términos de número de titulares de derechos de asignación gratuita que habían optado por recibir el dividendo en efectivo y por el número de acciones emitidas en virtud de los titulares que optaron por la recepción de nuevas acciones, no en términos porcentuales respecto a ambas opciones, como viene haciendo desde la segunda remuneración a través de este sistema hasta la actualidad.

Conforme a ello, la sociedad informó que los titulares de 1.516.251.652 derechos de asignación gratuita habían optado por recibir el dividendo en efectivo y que se habían emitido 72.962.765 nuevas acciones (HR 115638).

llegando a situarse en torno al 90% el porcentaje de titulares de derechos de asignación gratuita que han optado por recibir su dividendo en acciones.

Desde ese año 2009, todas las juntas generales ordinarias de accionistas de Banco Santander han aprobado los correspondientes aumentos de capital con cargo a reservas para mantener la aplicación de esta política de retribución flexible al accionista.

El calendario tradicional de pago de dividendos de Banco Santander constaba de cuatro pagos trimestrales al año. En este sentido, la introducción del nuevo sistema flexible de remuneración al accionista no ha alterado la periodicidad de estos pagos, si bien, lo que se ha producido es una combinación de pagos del dividendo en efectivo con remuneraciones a través de este sistema de *scrip dividends*. Sin embargo, en algunos ejercicios, concretamente, en los ejercicios 2012, 2013 y 2014, la totalidad de la remuneración al accionista, es decir, las cuatro remuneraciones anuales, se han materializado a través del «*Programa Santander Dividendo Elección*», es decir, a través de operaciones de *scrip dividends*.

Conforme a lo apuntado, desde el año 2009, Banco Santander ha realizado un total de veinte retribuciones a través del referido «*Programa Santander Dividendo Elección*». En todas ellas la preferencia dominante de los titulares de derechos de asignación gratuita ha sido la de recibir acciones de nueva emisión con una horquilla de aceptación entre el 73% y el 90%.

2.1.2. BBVA

Tradicionalmente, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) ha venido remunerando a sus accionistas mediante el pago de cuatro dividendos anuales, es decir, mediante una retribución trimestral. Estos pagos se venían realizando en efectivo.

Sin embargo, la junta general ordinaria de accionistas de la sociedad celebrada en fecha 11 de marzo de 2011 aprobó dos ampliaciones de capital con cargo a reservas con el objeto de satisfacer el dividendo complementario del ejercicio 2010 y de

atender el esquema de retribución al accionista previsto para el ejercicio 2011. Este esquema consistía en un programa de *scrip dividends*, que BBVA ha venido denominando «*Dividendo Opción*».

Así, desde ese año 2011, las juntas generales ordinarias de accionistas de BBVA de todos los años siguientes han continuado aprobando los correspondientes aumentos de capital con cargo a reservas, para mantener esta modalidad de retribución al accionista. En todos estos ejercicios, el objetivo de la sociedad no ha sido sustituir totalmente el tradicional dividendo en efectivo, sino que, en las cuatro remuneraciones anuales al accionista, se combinaran los pagos en efectivo con las remuneraciones a través el nuevo sistema de *scrip dividends*. Tal ha sido la política retributiva al accionista, ya que en todos los ejercicios, al menos uno de los pagos ha continuado produciéndose en efectivo, pese a la incorporación de las operaciones de *scrip dividends* a su esquema retributivo.

De esta manera, durante estos ejercicios de utilización del programa «*Dividendo Opción*», BBVA ha realizado un total de trece remuneraciones a través de este sistema de retribución flexible. La aceptación entre los accionistas de la entidad ha sido bastante buena, de manera que, en las distintas ejecuciones, el porcentaje de titulares de derechos de asignación gratuita que ha optado por recibir acciones de nueva emisión de BBVA se ha movido en una horquilla del 76% al 91%.

2.1.3. Banco Popular

Banco Popular comenzó a utilizar el sistema de retribución flexible al accionista tras la celebración de la junta general ordinaria de accionistas de 8 de abril de 2011, bajo la denominación «*Dividendo Banco Popular*. *Un dividendo a su medida*».

Desde entonces, todas las juntas generales ordinarias de accionistas e, incluso, la junta general extraordinaria de accionistas celebrada por la sociedad el 20 de diciembre de 2011, han aprobado los correspondientes aumentos de capital con cargo a reservas, para continuar con las operaciones de *scrip dividends* como modalidad de retribución al accionista.

De manera habitual, Banco Popular venía retribuyendo a sus accionistas mediante dividendos trimestrales, es decir, mediante cuatro pagos anuales realizados en efectivo. La introducción de la nueva fórmula de remuneración al accionista, en principio, no alteró esta periodicidad en las remuneraciones, combinándose las remuneraciones en efectivo con las remuneraciones a través del referido sistema de retribución flexible.

Sin embargo, los distintos acontecimientos, circunstancias societarias y exigencias legales sí que conllevaron ciertos cambios en la política retributiva de Banco Popular. De esta manera, en determinados ejercicios, se produjo una alteración en la periodicidad de los pagos de las retribuciones al accionista[18], se eliminaron las retribuciones en efectivo realizándose la totalidad de ellas a través del nuevo sistema retributivo[19] e, incluso, se llegaron a suspender las remuneraciones por cualquier vía, como sucedió en el ejercicio 2012[20].

Así, durante todos estos ejercicios desde la incorporación de las operaciones de *scrip dividends* a su política de retribución al accionista, Banco Popular ha realizado un total de doce remuneraciones a través de este programa «*Dividendo Banco Popular. Un dividendo a su medida*». La aceptación entre los accionistas de Banco Popular a lo largo de estas remuneraciones ha sido bastante buena, de manera que, en las distintas ejecuciones, el porcentaje de titulares que han optado por recibir acciones de nueva emisión de la sociedad se ha situado en torno al 80%, llegando incluso a superarlo en alguna de ellas.

No obstante, entre estas doce remuneraciones en el marco del referido programa, consideramos conveniente destacar aquella que se llevó a cabo a finales del primer semestre de 2012, en ejecución de los acuerdos de la junta general ordinaria de accionistas de 11 de junio de 2012. En virtud de los referidos acuerdos, se introducía la posibilidad, a elección del consejo de administración, de que las acciones que se

[18] Con cargo al ejercicio 2011, se realizaron únicamente tres pagos (octubre de 2011, marzo de 2012 y junio de 2012) y con cargo al ejercicio 2013, se realizó un único pago en febrero de 2014.

[19] Este es el caso de las remuneraciones con cargo al ejercicio 2014.

[20] HR 174235 y HR 174240.

entregaran a aquellos titulares de derechos de asignación gratuita no fueran de nueva emisión, sino que provinieran de la autocartera de Banco Popular. Esta última fue la alternativa por la que se decantó el consejo de administración de Banco Popular, de manera que, en esta operación de este sistema de retribución flexible, las acciones que recibieron los accionistas que no optaron por recibir su dividendo en efectivo no fueron de nueva emisión, sino acciones que Banco Popular tenía en su autocartera[21].

2.1.4. Bankinter

Bankinter es la sociedad cotizada del Ibex 35 que ha tenido una utilización de las operaciones de *scrip dividends* (o del «*Bankinter dividendo alternativa*», como fue denominado por la sociedad) más efímera, ya que únicamente las ha utilizado en una ocasión.

De manera habitual, Bankinter ha venido remunerando a sus accionistas mediante el pago de cuatro dividendos anuales, es decir, mediante una retribución trimestral, realizada en efectivo. Sin embargo, la junta general ordinaria de accionistas de la sociedad celebrada en fecha 28 de abril de 2011, aprobó un programa de retribución del accionista mediante el denominado *scrip dividend*, instrumentado a través de dos aumentos de capital social independientes entre sí con cargo a reservas, para combinarlo con pagos en efectivo.

Sobre la base del referido acuerdo de la junta general ordinaria de accionistas, Bankinter ejecutó el primer aumento de capital a finales del tercer trimestre de 2011, haciéndolo corresponder con el segundo dividendo a cuenta del ejercicio 2011.

La aceptación de esta operación entre los accionistas de Bankinter fue bastante moderada, ya que, pese a que la mayoría de los titulares de derechos de asignación gratuita eligieron recibir su dividendo en acciones de nueva misión de Bankinter, el

[21] HR 167220. Sobre esta práctica de remuneración al accionista en EE. UU. A través de acciones de la autocartera, *vid*. DE LA CUESTA RUTE, J. Mª, *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, Madrid, 1972, pág. 43.

número de titulares de derechos de asignación gratuita que optaron por una y otra opción fue muy semejante[22].

Debido a ello y, principalmente, como consecuencia de la capacidad de Bankinter para generar resultados y de su solvencia en aquel momento, la junta general ordinaria de accionistas de 15 de marzo de 2012 supuso el final de las operaciones de *scrip dividends* de Bankinter ya que, el consejo de administración de la sociedad, haciendo uso de la facultad que le había sido otorgada en los correspondientes acuerdos previos de aumento de capital, sometió a la aprobación de dicha junta general de accionistas la revocación del segundo de los aumentos de capital[23].

De esta manera, a partir de ese momento, Bankinter retomó su política de retribución al accionista mediante el pago de dividendos trimestrales en efectivo, que viene manteniendo hasta la actualidad.

2.1.5. CaixaBank

CaixaBank introdujo por primera vez la fórmula del *scrip dividend* para la remuneración de sus accionistas, en su junta general ordinaria de accionistas de 12 de mayo de 2011, bajo la denominación de «*Programa CaixaBank Dividendo/Acción*»[24]. Esta innovación en la política de remuneración al accionista tuvo su causa directa en la sesión del consejo de administración de fecha 24 de febrero de 2011, en la que se acordó que la sociedad mantendría el carácter trimestral de su retribución, al tiempo que se introduciría un nuevo esquema de retribución flexible al accionista para ser aplicado en determinados trimestres[25].

---

[22] Los titulares de 209.541.327 derechos de asignación gratuita aceptaron el compromiso irrevocable de compra de derechos de asignación gratuita asumido por Bankinter mientras que los titulares de 263.906.373 derechos de asignación gratuita optaron por recibir nuevas acciones (HR 150820).

[23] HR 157925.

[24] Ha de tenerse en cuenta que, pese a que utilicemos la actual denominación CaixaBank, esta sociedad comenzó con esta denominación y a ejercer su actividad como tal a partir del 1 de julio de 2011 (*Vid*. HR 146453). Con anterioridad su denominación era Criteria CaixaCorp, S.A.

[25] HR 138910.

Desde 2011, CaixaBank ha aprobado esta modalidad de retribución al accionista en todas sus juntas generales ordinarias de accionistas, así como en la junta general extraordinaria de accionistas celebrada el 26 de junio de 2012.

Tal como acordó el referido consejo de administración de fecha 24 de febrero de 2011, este nuevo esquema de retribución sólo tenía vocación de ser utilizado en determinados trimestres y no en la totalidad de pagos realizados anualmente al accionista en el marco de la política de retribución de la sociedad. De esta manera, en el ejercicio 2011, CaixaBank no sustituyó totalmente su anterior forma de remuneración a sus accionistas, sino que alternó ambas fórmulas, esto es, el tradicional dividendo en efectivo con el nuevo esquema flexible (*scrip dividends*). Sin embargo, en los ejercicios 2012 y 2013 la totalidad de los pagos realizados a los accionistas de la sociedad se materializaron a través del «*Programa CaixaBank Dividendo/Acción»,* volviéndose a combinar esta modalidad de retribución con el dividendo en efectivo a partir del ejercicio 2014.

De acuerdo con lo expuesto, desde el inicio de este programa de retribución flexible al accionista, CaixaBank ha realizado un total de diecisiete remuneraciones a través de este programa. Tras un análisis de los resultados de estas operaciones retributivas de CaixaBank, podemos afirmar que los accionistas de esta sociedad han mantenido una posición favorable hacia la retribución en acciones, ya que en todas las operaciones menos en una, los accionistas se han decantado claramente por esta opción. Prácticamente en todas ellas, el porcentaje de titulares de derechos de asignación gratuita que han optado por recibir su dividendo en acciones nuevas de CaixaBank ha sido superior al 90%.

Precisamente, entre estas operaciones de CaixaBank se encuentra la operación de *scrip dividends* realizada por una sociedad cotizada española que ha tenido una mayor aceptación entre los accionistas. En concreto, esta operación se acordó en fecha 22 de septiembre de 2011 y se corresponde con la ejecución del segundo de los aumentos de capital con cargo a reservas aprobado por la junta general de accionistas de 12 de mayo de 2011. En ella, únicamente el 1,84% de los titulares de los derechos de asignación gratuita optaron por recibir su dividendo en efectivo mientras que un

98,16% eligió acudir a la ampliación de capital y recibir acciones nuevas de CaixaBank[26].

Resulta destacable que, la operación ejecutada inmediatamente después de la referida con anterioridad fue la única remuneración a través de operaciones de *scrip dividends* de CaixaBank en la que los accionistas no se decantaron claramente por recibir el dividendo en acciones. Esta operación fue acordada el 24 de mayo de 2012 y se corresponde con la ejecución del primer aumento de capital con cargo a reservas aprobado la junta general ordinaria de accionistas de 19 de abril de 2012. En esta operación, el resultado fue diametralmente opuesto, ya que el 83,12% de los titulares de derechos de asignación gratuita optaron por recibir el dividendo en efectivo, mientras que solamente el 16,88% optaron por recibirlo en acciones[27].

2.1.6. Banco Sabadell

Banco Sabadell ha sido la última sociedad integrante del Ibex 35 en introducir la fórmula del *scrip dividend* como modalidad de retribución a sus accionistas, ya que lo introdujo en la junta general ordinaria de accionistas celebrada el 28 de mayo de 2015[28], en virtud de lo acordado por el consejo de administración de la sociedad celebrado el 25 de enero de 2015[29].

Sin embargo, ya con anterioridad a la utilización de esta fórmula de retribución flexible al accionista, esta sociedad aplicaba otras modalidades de retribución al accionista como retribución complementaria al tradicional dividendo en efectivo. En este sentido, las juntas generales ordinarias de accionistas de Banco Sabadell celebradas el 25 de marzo de 2010, el 31 de mayo de 2012, el 26 de marzo de 2013, el 27 de marzo de 2014 y el 28 de mayo de 2015 han venido aprobando una retribución complementaria al dividendo del correspondiente ejercicio, consistente en un reparto

[26] HR 151968.

[27] HR 168199.

[28] HR 223652.

[29] HR 217922.

en especie con cargo a la reserva voluntaria por prima de emisión de acciones, mediante la entrega a los accionistas de acciones propias procedentes de la autocartera.

Conforme a lo expuesto, la primera remuneración realizada a través de este sistema «*Sabadell Dividendo Flexible*» se llevó a cabo en junio de 2015, en el marco de las remuneraciones al accionista con cargo al ejercicio 2014, con una buena aceptación entre los accionistas de Banco Sabadell. Así, en dicha operación, únicamente los titulares del 10,62% de los derechos de asignación gratuita optaron por recibir su dividendo en efectivo, mientras que los titulares del restante 88,36% acudieron a la ampliación de capital[30].

Posteriormente, esta sociedad ha vuelto a aprobar esta fórmula de remuneración al accionista en la junta general ordinaria de accionista del año 2016[31] con la consiguiente ejecución, que también ha tenido buena aceptación entre los accionistas de la entidad[32].

2.2. *Sector del petróleo y la energía*

2.2.1. Iberdrola

Iberdrola fue la primera sociedad del sector del petróleo y la energía en introducir las operaciones de *scrip dividends* como fórmula de remuneración a sus accionistas. Esta modalidad de retribución fue aprobada en la junta general ordinaria de accionistas celebrada el 26 de marzo de 2010, bajo la denominación de «*Iberdrola Dividendo Flexible*», en virtud de lo acordado por el consejo de administración de la sociedad celebrado en fecha 15 de diciembre de 2009[33].

Desde entonces, todas las juntas generales ordinarias de accionistas de Iberdrola han aprobado los correspondientes aumentos de capital con cargo a reservas para instrumentar el referido sistema de remuneración flexible en dos de las

[30] HR 225140.

[31] HR 236866.

[32] HR 236867 y HR 237765.

[33] HR 117704.

retribuciones anuales al accionista, combinándolo con una retribución en efectivo en todos los ejercicios.

Así, Iberdrola ha realizado un total de catorce remuneraciones a través del referido programa «*Iberdrola Dividendo Flexible*». A lo largo de estas catorce operaciones retributivas, la aceptación por parte de los accionistas de Iberdrola ha sido bastante desigual, moviéndose en una horquilla entre 39% y 83%. Consecuentemente, hubo ciertas operaciones, en concreto, tres operaciones en las que los accionistas optaron mayoritariamente por recibir su dividendo en efectivo y, por tanto, los accionistas que optaron por recibir su dividendo en acciones representaron porcentajes inferiores al 50%[34]. No obstante, en las nueve remuneraciones restantes en las que la preferencia de los accionistas fue acudir a la ampliación de capital el porcentaje de aquellos que optaron por dicha opción también ha sido bastante variable. En este sentido, podemos encontrar tanto una operación en la que el 51,72% de los titulares de los derechos de asignación gratuita optaron por dicha opción[35], como otra en la que el porcentaje fue de 83,83%[36], encontrándose los porcentajes correspondientes a las restantes operaciones entre ambos valores.

2.2.2. Gas Natural

La sociedad Gas Natural introdujo las operaciones de *scrip dividends* como sistema de retribución flexible a sus accionistas en la junta general ordinaria de accionistas celebrada el 14 de abril de 2011. Sin embargo, esta sociedad únicamente recurrió a este sistema retributivo en dos ejercicios, el ejercicio 2010 y el ejercicio 2011. Desde entonces, no ha vuelto a utilizarlo, ya que ha retomado su tradicional remuneración en efectivo en todos los pagos.

De manera habitual, Gas Natural ha venido remunerando a sus accionistas mediante el pago de dos dividendos anuales, es decir, mediante una retribución semestral, abonando un dividendo a cuenta y un dividendo complementario, ambos en

[34] HR 148561, HR 156706 y HR 234308.

[35] HR 208608.

[36] HR 226390.

efectivo. La introducción de este sistema de retribución flexible al accionista no alteró la periodicidad en el pago de las retribuciones de la sociedad. Sin embargo, lo que sí que produjo fue una combinación del nuevo sistema de *scrip dividends* con el tradicional dividendo en efectivo.

De esta manera, en ambos ejercicios, Gas Natural continuó abonando el dividendo a cuenta en efectivo, siendo el dividendo complementario el que se vio sustituido por la fórmula del dividendo flexible.

Consiguientemente, Gas Natural realizó únicamente dos retribuciones a sus accionistas a través del sistema de *scrip dividends*. En la primera de estas retribuciones, los accionistas de la sociedad se decantaron claramente por la recepción del dividendo en acciones, ya que el 96,39% de los titulares de derechos de asignación gratuita eligieron dicha opción, frente al restante 3,61% que decidió recibir su dividendo en efectivo[37]. Sin embargo, en la segunda y última de estas remuneraciones a través del sistema de *scrip dividends*, las preferencias de los accionistas de Gas natural se invirtieron, de manera que el 81,81% de los titulares de derechos de asignación gratuita optaron por la recepción del dividendo en efectivo y el 18,19% los que decidieron acudir a la ampliación de capital[38].

2.2.3. Repsol

La sociedad Repsol introdujo las operaciones de *scrip dividends* como forma de remuneración a sus accionistas en la junta general ordinaria de accionistas de 31 de mayo de 2012, bajo la denominación de «*Repsol Dividendo Flexible*».

Desde 2012 hasta la actualidad, la sociedad ha aprobado esta fórmula como vía de remuneración al accionista en todas sus juntas generales ordinarias de accionistas.

Con anterioridad a la implantación de esta nueva fórmula de remuneración al accionista, Repsol realizaba dos pagos de dividendos en efectivo anuales con una periodicidad semestral que no se ha visto afectada por la introducción de la nueva

[37] HR 145675.

[38] HR 166770.

fórmula retributiva. Sin embargo, lo que se ha producido es una sustitución de dicha retribución en efectivo por una retribución a través del dividendo flexible en al menos uno de los pagos.

Conforme a lo expuesto, desde la introducción del sistema *scrip dividend* en su política retributiva, Repsol ha realizado un total de diez remuneraciones a través de este sistema. En todas ellas, la mayoría de los titulares de derechos de asignación gratuita, en concreto, en torno a dos tercios de los mismos, se han decantado por acudir a la ampliación de capital y recibir su dividendo en forma de nuevas acciones de Repsol. Por contra, el tercio restante de los titulares de derechos de asignación gratuita ha optado por recibir el dividendo en efectivo.

2.3. *Sector de los materiales básicos, la industria y la construcción*

2.3.1. Gamesa Corporación Tecnológica

La sociedad Gamesa Corporación Tecnológica, S.A. (en adelante, Gamesa) introdujo las operaciones de *scrip dividends* como sistema de retribución flexible a sus accionistas en la junta general ordinaria de 28 de mayo de 2010, bajo la denominación «*Gamesa Dividendo Flexible*». De esta manera, Gamesa fue la primera sociedad del Ibex 35 perteneciente al sector de los materiales básicos, la industria y la construcción en recurrir a este sistema retributivo.

Gamesa únicamente utilizó este sistema retributivo durante tres ejercicios, los ejercicios 2009, 2010 y 2011. De esta manera, la sociedad aprobó de nuevo en sus dos juntas generales ordinarias de accionistas siguientes los correspondientes aumentos de capital para instrumentar también este sistema retribución en las remuneraciones correspondientes a los ejercicios 2010 y 2011.

Tradicionalmente, Gamesa realizaba una única retribución anual a sus accionistas que se mantuvo con la introducción de este nuevo sistema de retribución. No obstante, cabe remarcar que, si bien la retribución correspondiente al ejercicio 2009 se realizó exclusivamente a través del programa «*Gamesa Dividendo Flexible*», las retribuciones realizadas a través de este programa con cargo a los ejercicios 2010 y

2011 se combinaron con un dividendo en efectivo, abonado en la misma fecha de ejecución del sistema de retribución flexible.

Conforme a lo expuesto, Gamesa realizó tres retribuciones a través de operaciones de *scrip dividends* en las que la aceptación de los accionistas hacia esta fórmula retributiva fue en aumento. Así, en la primera remuneración a través de este sistema flexible la aceptación fue moderada ya los titulares de derechos de asignación gratuita que optaron por recibir su dividendo en acciones representaban un 65,37%[39]. En la segunda de ellas, el porcentaje de titulares de derechos de asignación gratuita que eligieron dicha opción aumentó al 76,53%[40], hasta alcanzar el 87,95% en la última de las remuneraciones realizadas a través de esta fórmula[41].

2.3.2. ACS

La sociedad Actividades de Construcción y Servicios (ACS) introdujo las operaciones de *scrip dividends* como forma de remuneración a sus accionistas en la junta general ordinaria de accionistas de 31 de mayo de 2012, bajo la denominación de «*Dividendo opcional*»[42].

Esta innovación en la forma de remuneración al accionista tiene su causa directa en el consejo de administración celebrado en fecha 15 de diciembre de 2011, que acordó proponer en la siguiente junta general ordinaria de accionistas la aprobación de fórmulas flexibles de retribución a los accionistas, de modo que éstos pudieran elegir entre recibir dinero y/o acciones[43].

Desde el momento de la incorporación de las operaciones de *scrip dividends* a su política retributiva, ACS ha recurrido a esta fórmula flexible en todas las remuneraciones realizadas al accionista, sin alterar la periodicidad semestral con la

[39] HR 128110.

[40] HR 147793.

[41] HR 170719.

[42] HR 165812.

[43] HR 154812.

que venía realizándose el pago de los dividendos con anterioridad a recurrir a esta fórmula de remuneración.

De esta manera, ACS ha realizado un total de nueve retribuciones a sus accionistas a través del sistema «*Dividendo opcional*». Inicialmente, en concreto, en las dos primeras remuneraciones realizadas a través del sistema de *scrip dividends*, la mayoría de los accionistas optó por continuar recibiendo su dividendo en efectivo[44]. Sin embargo, a partir de la tercera ejecución, las preferencias de los accionistas se han invertido y los accionistas de ACS prefieren recibir su dividendo en acciones de nueva emisión de la sociedad, aunque no con una diferencia muy amplia pues la horquilla se sitúa entre el 50% y el 60%.

En relación con las operaciones de *scrip dividends* realizadas por ACS presentan la singularidad de que, junto con los acuerdos de ampliación de capital para materializar el sistema retributivo, las correspondientes juntas generales ordinarias de accionistas acuerdan reducir el capital de manera simultánea a la ejecución del aumento en un importe nominal igual al de la ejecución. De esta manera, se mantiene inalterada la cifra de capital social y, por tanto, se evita el efecto dilutivo generado por las ampliaciones de capital para aquellos accionistas que opten por recibir su dividendo en efectivo bien por haber vendido sus derechos en el mercado o por habérselos vendido a la sociedad.

2.3.3. Acerinox

El consejo de administración de Acerinox celebrado en fecha 23 de abril de 2013, hizo referencia por primera vez al *scrip dividend,* al decidir proponer a la junta general ordinaria de accionistas de ese año, la aprobación de un aumento de capital con cargo íntegramente a reservas voluntarias con la finalidad de instrumentar el referido sistema flexible de remuneración a los accionistas a través del sistema de *scrip dividends*. De esta manera, la referida propuesta se presentó a la junta general de accionistas celebrada el 5 de junio de 2013.

[44] HR 171149 y HR 190709.

Desde ese momento, esta modalidad de retribución al accionista ha sido aprobada por todas las juntas ordinarias generales de accionistas.

Con anterioridad a la introducción de esta fórmula de remuneración, la sociedad mantenía una política de retribución al accionista materializada en el pago de dividendos cuatrimestrales, es decir, el pago de tres dividendos anuales. La implantación de este nuevo sistema de retribución al accionista bajo la denominación «*Dividendo opción o Dividendo flexible*», ha producido que la sociedad haya sustituido estos tres pagos tradicionales por un pago único a finales del primer semestre del año siguiente al ejercicio cuyo resultado se aplica, instrumentalizado a través del sistema de *scrip dividends*.

Conforme a lo expuesto, desde el año 2013, Acerinox ha remunerado en cuatro ocasiones a sus accionistas a través del sistema de *scrip dividends*. En este sentido, si bien es cierto que en todas estas remuneraciones la mayoría de los accionistas de Acerinox se ha decantado por acudir a la ampliación de capital, la diferencia entre éstos y aquellos accionistas que han decidido continuar recibiendo su dividendo en efectivo no ha sido tan amplia como en otras sociedades que utilizan las operaciones de *scrip dividends*.

2.3.4. Ferrovial

Ferrovial es una de las sociedades cotizadas del Ibex 35 que más tarde ha comenzado a utilizar la fórmula del *scrip dividend* para remunerar a sus accionistas, ya que lo introdujo por primera vez en la junta general ordinaria de accionistas de 26 de junio de 2014, bajo la denominación de «*Ferrovial Dividendo Flexible*».

Posteriormente, esta sociedad ha vuelto a aprobar esta fórmula de remuneración al accionista en las juntas generales ordinarias de accionistas de los años 2015 y 2016.

Con anterioridad a la implantación de esta nueva fórmula de remuneración al accionista, Ferrovial mantenía una política retributiva en virtud de la cual se realizaban dos pagos de dividendos en efectivo anuales. Esta periodicidad en el pago del

dividendo no se ha visto afectada, si bien, desde su aprobación por la junta general ordinaria de accionistas de 2014, la totalidad de las retribuciones se han realizado a través de este programa «*Ferrovial Dividendo Flexible*».

Conforme a lo expuesto, en este período, Ferrovial ha realizado un total de seis remuneraciones a sus accionistas a través de este sistema de *scrip dividends*. De estas remuneraciones debe remarcarse que es en la única sociedad de las que han utilizado esta fórmula de retribución flexible al accionista en la que, en todas las remuneraciones, los titulares de derechos de asignación gratuita que han optado por recibir su dividendo en efectivo han superado a los que han decidido acudir a la ampliación de capital, pese a que no lo hayan hecho de una forma muy diferenciada[45].

2.4. *Sector de la tecnología y las telecomunicaciones*

2.4.1. Telefónica

Telefónica ha sido la única de las sociedades del Ibex 35 pertenecientes al sector de la tecnología y las telecomunicaciones en recurrir a las operaciones de *scrip dividends* para remunerar a sus accionistas.

En relación con la política de remuneración a sus accionistas, esta sociedad ha venido recurriendo a una amplia variedad de modalidades retributivas[46]. Así, desde el ejercicio 1998 hasta el ejercicio 2003, Telefónica sustituyó el reparto de dividendos en efectivo por ampliaciones de capital liberadas. Desde el ejercicio 2003, la retribución a los accionistas de Telefónica se realizaba principalmente a través de pagos de dividendos en efectivo hasta el año 2012 cuando, en la junta general ordinaria de accionistas celebrada el 14 de mayo de 2012 Telefónica introdujo las operaciones de *scrip dividends* como modalidad de retribución al accionista en combinación con las

[45] HR 208602, HR 214316, HR 223289 y HR 231132.

[46] Información disponible en https://www.telefonica.com/es/web/shareholders-investors/la_accion/politica-de-retribucion-al-accionista.

modalidades tradicionales de retribución, bajo la denominación de «*Telefónica Dividendo Flexible*»[47].

Con posterioridad a la celebración de esta junta general ordinaria de accionistas, el 25 de julio de 2012, Telefónica decidió cancelar todas las retribuciones al accionista correspondientes al ejercicio 2012, como una medida excepcional y puntual debido al contexto económico y financiero extremadamente complejo. Al mismo tiempo, la sociedad informó que la compañía retomaría la remuneración al accionista en el ejercicio 2013 con dividendos en efectivo[48].

No obstante, pese al retorno a la remuneración en efectivo en el ejercicio 2013, en concreto, el 6 de noviembre de 2013, las posteriores juntas generales ordinarias de accionistas de Telefónica de los años 2014, 2015 y 2016, volvieron a aprobar retribuciones a sus accionistas mediante operaciones de *scrip dividends* que se combinaron con retribuciones en efectivo.

De esta manera, Telefónica ha realizado un total de cuatro remuneraciones a través de la fórmula del *scrip dividend*. En todas ellas, los titulares de derechos de asignación gratuita de la sociedad se han decantado mayoritariamente por recibir acciones de nueva emisión de la sociedad, si bien en las dos últimas ejecuciones, las correspondientes a los ejercicios 2014 y 2015, la preferencia por dicha opción ha sido más significativa, con una horquilla de aceptación del 80% al 85%[49].

3. La utilización de los *scrip dividends* como fórmula de retribución al accionista en otras sociedades cotizadas

Como hemos apuntado con anterioridad, la utilización de las operaciones de *scrip dividends* como fórmula de remuneración al accionista no es exclusiva de las sociedades cotizadas integrantes del Ibex 35, si bien es cierto que la incidencia de la

[47] HR 164034.

[48] HR 170908.

[49] HR 215132 y HR 232227.

utilización de esta fórmula retributiva por las sociedades no integrantes de dicho índice bursátil es menor.

Desde el año 2009, que nos conste, únicamente dos sociedades cotizadas en Bolsa al margen del Ibex 35 utilizan dicha fórmula de retribución al accionista: Almirall y Faes Farma[50]. Estas sociedades no integrantes del Ibex 35 pertenecen ambas al mismo sector, el sector de los bienes de consumo y, concretamente, al subsector de productor farmacéuticos y biotecnología. Este sector es un quinto sector, distinto de los sectores de aquellas sociedades del Ibex 35 que han acudido a las operaciones de *scrip dividends* para remunerar a sus accionistas.

3.1. *Sociedades del sector de los bienes de consumo*

3.1.1. Almirall

Almirall comenzó a utilizar las operaciones de *scrip dividends* como sistema de retribución flexible al accionista tras la junta general ordinaria de accionistas de 4 de mayo de 2012. Hasta ese momento, Almirall mantenía una política de retribución a sus accionistas en virtud de la cual realizaba el pago de un único dividendo anual en efectivo a finales del primer semestre del año siguiente al ejercicio cuyo resultado se aplicaba. El nuevo sistema de retribución flexible aprobado en la referida junta, no alteró la periodicidad en la retribución al accionista, de manera que, el pago único anual pasó a instrumentarse a través del sistema de *scrip dividends*.

Esta sociedad únicamente recurrió a esta nueva fórmula flexible de retribución al accionista en la remuneración correspondiente a dos ejercicios, el ejercicio 2011 y el ejercicio 2012. Con posterioridad, tras la suspensión de la retribución correspondiente al ejercicio 2013 como consecuencia de las pérdidas que arrojaban los

[50] Cabe hacer referencia a una tercera sociedad, Corporación Financiera Alba. Esta sociedad, en sus juntas generales ordinarias de accionistas de los dos últimos años, celebradas en fecha 10 de junio de 2015 y el 8 de junio de 2016, bajo su punto cuarto del orden del día, adoptó los correspondientes acuerdos de aumento de capital social con cargo a reservas para instrumentar un dividendo flexible (*scrip dividend*) (HR 222488, HR 224082, HR 238110 y HR 239565). Sin embargo, dichos acuerdos no han sido ejecutados y, por tanto, Corporación Financiera Alba aún no ha remunerado a sus accionistas a través de esta fórmula.

resultados de la sociedad, Almirall retomó su tradicional remuneración a través del dividendo en efectivo a partir del ejercicio 2014.

Conforme a lo expuesto, Almirall únicamente realizó dos remuneraciones a sus accionistas a través del sistema de *scrip dividends*. En ambas operaciones, la aceptación de los accionistas de la sociedad fue muy alta ya que, el porcentaje de titulares que optaron por recibir su dividendo en nuevas acciones de la sociedad superó el 95 %[51].

3.1.2. Faes Farma

La sociedad Faes Farma también introdujo las operaciones de *scrip dividends* en su política de remuneración al accionista en la junta general ordinaria del año 2012, celebrada el 7 de junio de 2012. Posteriormente, esta sociedad ha vuelto a aprobar esta fórmula de remuneración al accionista en todas las juntas generales ordinarias de accionistas.

En los dos primeros ejercicios de utilización, los ejercicios 2012 y 2013, la totalidad de las retribuciones del ejercicio, es decir, las dos retribuciones anuales, se realizaron a través de este sistema de *scrip dividends*. Sin embargo, a partir del ejercicio 2014, la sociedad ha comenzado a combinar las remuneraciones a través de este sistema flexible, con pagos de dividendos en efectivo, de manera que la primera de las remuneraciones anuales se ha realizado a través de este sistema de *scrip dividends* y la segunda de ellas mediante el pago en efectivo.

Conforme a lo expuesto, Faes Farma ha realizado un total de siete operaciones de *scrip dividends* en las que, los porcentajes de aceptación entre los accionistas de Faes Farma son muy similares a los del caso de Almirall. De esta manera, en todas las operaciones, el porcentaje de accionistas que han optado por recibir el dividendo en forma de acciones ha superado el 92%, reduciéndose, por tanto, el porcentaje de

[51] HR 165741 y HR 188611.

accionistas que han optado por recibir el dividendo en efectivo a porcentajes inferiores al 8%[52].

4. Los motivos de la utilización de las operaciones de *scrip dividends* como modalidad retributiva. Especial referencia al sector de los servicios financieros e inmobiliarios

Uno de los principales efectos de la crisis financiera de 2008 fue la incidencia negativa en las cuentas de resultados de las sociedades y la consiguiente reducción de sus beneficios. Esta disminución de los beneficios provocó un efecto directo en las retribuciones a los accionistas, las cuales también se vieron minoradas e, incluso, en algunos casos, suprimidas[53].

La decisión de una sociedad de reducir su *pay-out*, es decir, la parte de sus beneficios que destina al reparto de dividendos, es interpretada por el mercado como una señal negativa sobre la marcha y las expectativas económicas de dicha sociedad[54]. Por este motivo, resultaba necesario encontrar una vía de remuneración al accionista que permitiera a las sociedades transmitir una imagen positiva al mercado, sin que ello les supusiera tener que realizar un desembolso de efectivo importante para satisfacer estas remuneraciones.

En este escenario, las sociedades cotizadas en el mercado español —y, posteriormente, también sociedades no cotizadas— decidieron importar de los mercados internacionales una fórmula retributiva alternativa al tradicional dividendo

[52] HR 181031, HR 189442, HR 198622, HR 207473, HR 216724 y HR 233759.

[53] *Vid*. *ad ex*., las retribuciones correspondientes al ejercicio 2012 de Banco Popular.

[54] En este sentido, GINER BAGÜÉS, E. y SALAS FUMÁS, V. («Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles», *Investigaciones económicas*, Vol. XIX, 3, 1995, págs. 329-348, pág. 330) afirman que "Si la política de dividendos responde al objetivo de comunicar al mercado de capitales las expectativas sobre los beneficios futuros de la empresa, el reparto de dividendos también se ajusta en función de los resultados económicos. Un aumento de los beneficios, que coincide con unas expectativas de mejores resultados futuros por parte de los responsables de la gestión de las empresas, dará lugar a un aumento en los dividendos repartidos, con el propósito de transmitir al mercado las señales que anuncian la mejora en las expectativas de beneficios. Cuando los beneficios se contraen y los administradores anticipan unos peores resultados futuros, entonces la reducción de dividendos hace partícipe al mercado de unas expectativas menos favorables".

en efectivo. Esta fórmula retributiva alternativa no es otra que las operaciones de *scrip dividends* que nos ocupan, las cuales resultaban idóneas para dar respuesta a las necesidades de las sociedades[55].

Las operaciones de *scrip dividends* permiten a la sociedad continuar dotándose de medios económicos y de capital para el desarrollo de su actividad, al tiempo que satisfacen el derecho de sus socios de participar en las ganancias sociales. En tanto que los accionistas optan por suscribir nuevas acciones, estas operaciones son un poderoso instrumento de retención de tesorería y, consiguientemente, de fortalecimiento de los recursos propios de la sociedad[56]. La sociedad, en lugar de distribuir sus beneficios, retiene una parte sustancial de éstos para incorporarlos a su capital social y, por tanto, fortalecer sus recursos propios[57].

Aunque, como hemos analizado con anterioridad, esta fórmula de retribución al accionista ha sido utilizada por sociedades cotizadas pertenecientes a distintos sectores económicos, la retribución a través de estas operaciones de *scrip dividends* presenta una incidencia mayor entre las sociedades cotizadas pertenecientes al sector de los servicios financieros e inmobiliarios. Esta amplia y extendida utilización de las operaciones de *scrip dividends* entre las sociedades pertenecientes a este sector,

---

[55] En este sentido se expresó el artículo publicado por Fitch Ratings en fecha 17 de mayo de 2012 bajo el título *Uncertainty on Spanish Corporates' Scrip Dividend Future* (disponible en http://www.fitchratings.com/gws/en/fitchwire/fitchwirearticle/Uncertainty-on-Spanish?pr_id=750027) al afirmar que "*The payment of dividends in shares has allowed companies such as Iberdrola ('A-'/RWN) or Gas Natural ('A-'/RWN) to maintain or even increase the dividend pay-out to their shareholders while making a significant cash saving"*.

[56] En estos casos la operación actúa como un aumento de capital con medios propios y, por tanto, cumple la función propia de estos aumentos. *Vid*. sobre esta función, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Notas sobre la función económica del aumento de capital con medios propios», en AA. VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, T. III, Ed. Tecnos, Madrid, 1971, págs. 193-215; TORRENS SÁNCHEZ, A. M., «El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima: función económica (Boletín nº 28, año 1997, marginal 299)», en CORRAL DUEÑAS, F. (Coord.), *Trabajos y notas de colaboración del Boletín del Colegio de Registradores de España*. *Años 1986-2001*, T. II, Servicio de Estudios del Colegio de Registradores, Madrid, 2002, págs. 3547-3557, págs. 3552-3557; MARTÍNEZ NADAL, A., *El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima*, Ed. McGraw Hill, Madrid, 1996, págs. 41-68.

[57] La retención de beneficios generalmente es preferible al aumento de capital acudiendo al mercado, porque reduce costes e incertidumbres. En este sentido, FERNÁNDEZ DELGADO, L., DE MIGUEL MARTÍNEZ DE ARAGÓN, A. y TORTUERO ORTIZ, J., «Scrip dividends in Spain: Analysis of current features and latest trends», *ICCLR*, 5, 2013, págs. 179-188, pág. 179 afirman que "Retention of profits is generally preferable to raising equity capital from the marrket because the former avoids the costs and uncertainties of the latter".

obedece a que son un instrumento especialmente valioso para facilitar el cumplimiento de los requerimientos de capital impuestos a estas entidades[58].

Los requisitos de solvencia establecidos en los Acuerdos de Basilea III[59], han determinado la exigencia del mantenimiento de determinados ratios de Capital de Nivel 1 (*Common Equity Tier 1* o, simplemente, CET 1)[60] para las entidades financieras, en relación al nivel de activos ponderados por riesgo que tengan en sus balances. Para cumplir con estos requerimientos de capital, deben aplicarse políticas rigurosas de preservación del capital y de reforzamiento de los niveles de solvencia, principalmente, a través de las restricciones a la distribución de beneficios.

---

[58] *Vid*. sobre esta materia, UGENA TORREJÓN, R., «El nuevo marco general de actuación del sector bancario», en ALONSO LEDESMA, C. (Dir.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 35-58; SALAS FUMÁS, V., «Regulación del capital y resultados de la empresa bancaria», en FERNÁNDEZ TORRES, I. y TEJEDOR BIELSA, J. (Coords.), *La reforma bancaria en la Unión Europea y España*, Ed. Civitas-Thomson Reuters, 1ª edic., Pamplona, 2014, págs. 604-636.

[59] *Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios*, diciembre de 2010 (revisado en junio de 2011) (disponible en http://www.bis.org/publ/bcbs189_es.pdf).

Los requisitos de solvencia de las entidades de crédito establecidos en estos Acuerdos de Basilea III se encuentran recogidos, a nivel europeo, en el Reglamento (UE) nº 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012 [CRR] (DOUE L 176 de 27 de junio de 2013) y la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE [CRD IV] (DOUE L 176 de 27 de junio de 2013). Esta normativa se complementa con las llamadas normas técnicas vinculantes, de obligado cumplimiento y de aplicación directa en los Estados miembros.

A nivel nacional, estas normas comunitarias, se han transpuesto al ordenamiento jurídico español a través de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (BOE nº 156, de 27 de junio de 2014) y el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (BOE nº 39, de 14 de febrero de 2015) y la Circular 2/2016, de 2 de febrero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) nº 575/2013 (BOE nº 34, de 9 de febrero de 2016).

[60] EL CET 1 incluye aquellos elementos capaces de absorber pérdidas mientras la entidad está en funcionamiento como las acciones ordinarias, reservas y beneficios retenidos (artículos 26 y ss. CRR). Es el capital de mayor calidad, al representar los fondos inmediatamente disponibles de una entidad de crédito.

Con estos objetivos, tanto las autoridades nacionales como las autoridades internacionales, concretamente en Banco de España y el Banco Central Europeo, han realizado sus recomendaciones en materia de distribución de dividendos.

Así, el Banco de España, mediante Comunicación de fecha 27 de junio de 2013, afirmó que la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito debía ajustarse al principio de cautela y orientarse a asegurar en todo momento un adecuado nivel de capitalización. Para ello, debían tenerse en consideración no sólo los pagos de dividendos en efectivo, sino también los que se realizan mediante la entrega de acciones (es decir, las operaciones de *scrip dividends*). A estos efectos, para el ejercicio 2013, el supervisor bancario español recomendó limitar el reparto de dividendos y, en todo, caso que los dividendos en efectivo no supusieran más del 25% del beneficio consolidado atribuido[61].

Posteriormente, en fecha 21 de febrero de 2014, el Banco de España renovó esta recomendación para el ejercicio 2014, manteniendo la aplicación de criterios restrictivos en el reparto de resultados así como que los dividendos en efectivo con cargo al ejercicio 2014, no superen el 25% del beneficio consolidado atribuido[62].

Por su parte, en lo que se refiere al nivel supranacional, el BCE, desde el año 2015, ha realizado recomendaciones sobre las políticas de reparto de dividendos de las entidades de crédito. En este sentido, el BCE ha considerado que las entidades de crédito tienen que seguir preparándose para la aplicación plena y oportuna de la normativa comunitaria de solvencia de las entidades de crédito, en un entorno

---

[61] *Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito*, de fecha 27 de junio de 2013 (http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/13/Arc/fic/presbe2013_33.pdf): "(…) *durante el ejercicio 2013, y teniendo en cuenta las circunstancias de cada entidad, se limite el reparto de dividendos y que, en todo caso, los dividendos en efectivo que se satisfagan en este ejercicio no excedan del 25% del beneficio consolidado atribuido".*

[62] *Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito en 2014*, de fecha 21 de febrero de 2014 (http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/14/Arc/Fic/presbe2014_8.pdf): "*Dicha recomendación* [la de 21 de febrero de 2014] *renueva la formulada en junio del año pasado con relación a la política de dividendos para el ejercicio de 2013*. (…) *En concreto, el Banco de España recomienda que los bancos sigan aplicando durante el año en curso criterios restrictivos en el reparto de resultados y que, en todo caso, los dividendos en efectivo que se satisfagan con cargo al resultado del ejercicio 2014 no excedan del 25 % del beneficio consolidado atribuido".*

financiero y macroeconómico difícil, que afecta a su rentabilidad y a su capacidad para aumentar sus bases de capital. En este sentido, la aplicación de una política de reparto de dividendos conservadora es uno de los elementos necesarios para lograr una gestión adecuada del riesgo y un sistema bancario sólido. Para ello, el BCE ha recomendado que las entidades de crédito establezcan políticas de dividendos sobre la base de presunciones prudentes y conservadoras, a fin de seguir cumpliendo los requisitos de capital aplicables después de repartir dividendos[63].

En este entorno normativo, las operaciones de *scrip dividends* supusieron, y suponen, una vía de retribución al accionista muy eficaz para el cumplimiento de los requerimientos de capital, ya que son una política de reparto de dividendos conservadora y adecuada al riesgo, que permite a las sociedades retener capital de primera calidad en sus balances[64].

[63] Recomendación BCE/2015/2 del Banco Central Europeo de 28 de enero de 2015, sobre las políticas de reparto de dividendos (DOUE C 51 de 13 de febrero de 2015, págs. 1-4, pág. 1); Recomendación BCE/2015/49 del Banco Central Europeo de 17 de diciembre de 2015, sobre las políticas de reparto de dividendos (DOUE C 438 de 30 de diciembre de 2015, págs. 1-3, pág. 1); Recomendación BCE/2016/44 del Banco Central Europeo de 13 de diciembre de 2016, sobre las políticas de reparto de dividendos (DOUE C 481 de 23 de diciembre de 2016, págs. 1-3, pág. 1): "*Las entidades de crédito tienen que seguir preparándose para aplicar íntegramente a su debido tiempo el Reglamento (UE) nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo y la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en un entorno macroeconómico y financiero difícil, lo que afecta a la rentabilidad de las entidades de crédito y, consecuentemente, a su capacidad para aumentar sus bases de capital. Además, si bien las entidades de crédito tienen que financiar la economía, la política de reparto de dividendos conservadora es uno de los elementos necesarios para lograr una gestión adecuada del riesgo y un sistema bancario sólido*".

[64] En este sentido, FERNÁNDEZ, DE MIGUEL y TORTUERO, «Scrip dividends in Spain…», *cit*., pág. 179; ARAGÓN TARDÓN, S., «Singularidades de los *scrip dividends* como nueva tendencia de retribución a los accionistas», *RDMV*, 13, 2013, págs. 123-140, pág. 137; GARCÍA GARCÍA, A., «Aspectos prácticos del *scrip dividend* español», *RDMV*, 14, 2014, págs. 167-191, pág. 189.

Conclusiones preliminares

I. En conjunto, en el período 2009-2015 se han realizado un total de ciento veintiséis remuneraciones a los accionistas a través del sistema de los *scrip dividends*: ciento diecisiete en las sociedades integrantes del Ibex 35 y nueve en otras sociedades cotizadas en el mercado continuo.

También tenemos constancia de la utilización de esta fórmula retributiva por sociedades no cotizadas, las cuales ejecutan las operaciones de *scrip dividends* introduciendo a la operación las singularidades propias de su tipología societaria en aspectos como la forma de cálculo del valor de referencia de las nuevas acciones, la duración del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» o, incluso, la materialización de las opciones que se presentan a los accionistas.

Consecuentemente, podemos afirmar que las operaciones de *scrip dividends* ostentan un papel de relevancia en el marco de las políticas retributivas de las sociedades españolas, tanto desde el punto de vista del volumen económico de estas operaciones como del número de retribuciones al accionista realizadas anualmente a través de esta fórmula.

II. Dentro de las sociedades integrantes del Ibex 35, la utilización de las operaciones de *scrip dividends* como fórmula de retribución al accionista presenta una mayor incidencia entre las sociedades pertenecientes al sector de los servicios financieros e inmobiliarios. En concreto, todas las entidades bancarias integrantes del Ibex 35 salvo Bankia, que no ha pagado dividendo hasta el ejercicio 2014, han recurrido a esta fórmula retributiva.

La importante utilización de esta fórmula retributiva por estas sociedades obedece, principalmente, al fortalecimiento de los recursos propios de la sociedad que se deriva de su utilización, a través de la capitalización de las reservas en la proporción de los accionistas que han optado por recibir su dividendo en acciones. De esta manera, en tanto que la utilización de las operaciones de *scrip dividends* tengan una importante aceptación por los accionistas de las referidas sociedades bancarias,

éstas seguirán utilizándola debido a que les permite dar cumplimiento a las exigencias de capital impuestas tanto por las autoridades nacionales como supranacionales.

III. De entre las dieciséis sociedades cotizadas que han utilizado las operaciones de *scrip dividends*, únicamente cuatro de ellas han retomado una política retributiva en la que la totalidad de la remuneración se realiza en efectivo. Tal es el caso de las sociedades Bankinter, Gamesa, Gas Natural y Almirall.

Bankinter solamente utilizó las operaciones de *scrip dividends* en una ocasión, como dividendo a cuenta del ejercicio 2011. Por su parte, Gamesa realizó tres retribuciones a través de este sistema para satisfacer las remuneraciones correspondientes a los ejercicios 2009, 2010 y 2011. En lo que respecta a Gas Natural, únicamente realizó dos remuneraciones utilizando esta fórmula de dividendo flexible, en concreto, las correspondientes al dividendo complementario con cargo al ejercicio 2010 y al ejercicio 2011. Finalmente, Almirall únicamente lo utilizó en dos ejercicios, en el ejercicio 2011 y en el ejercicio 2012.

IV. Las doce sociedades restantes han mantenido las operaciones de *scrip dividends* en sus políticas retributivas a lo largo de todos los ejercicios desde su incorporación hasta la actualidad. Sin embargo, el modo en que estas sociedades han encuadrado estas operaciones en sus correspondientes políticas de retribución al accionista ha variado de unas a otras.

Algunas de estas sociedades (Banco Sabadell, BBVA, Iberdrola y Telefónica), pese a la incorporación de esta fórmula retributiva, han mantenido al menos un pago a través del tradicional dividendo en efectivo en todos los ejercicios, combinado ambas modalidades de retribución para satisfacer el montante anual correspondiente a cada accionista.

Otras sociedades (ACS, Acerinox y Ferrovial), desde que incorporaron las operaciones de *scrip dividends* a su política retributiva, han recurrido únicamente a esta fórmula para satisfacer la totalidad de la retribución anual a sus accionistas.

Sin embargo, la mayoría de las sociedades (Banco Popular, Banco Santander, CaixaBank, Repsol y Faes Farma) han ido adaptando la utilización de las operaciones de *scrip dividends* a sus necesidades concretas en cada momento. De esta manera, en algunos de los ejercicios han realizado la retribución íntegra a través de esta fórmula retributiva mientras que en otros ejercicios han combinado este dividendo flexible con el dividendo en efectivo.

V. La incorporación de esta fórmula retributiva a la política de retribución al accionista de las sociedades cotizadas, únicamente ha alterado la periodicidad previa en el pago del dividendo de la sociedad Acerinox, que pasó de realizar tres pagos anuales en efectivo a un pago único a través del sistema de *scrip dividends*. No obstante, en otras sociedades como, por ejemplo, Banco Popular, han sido sus circunstancias financieras particulares las que han determinado la alteración de la periodicidad previa e, incluso, la suspensión del dividendo.

VI. Esta forma de remuneración a través del sistema de *scrip dividends* ha tenido gran aceptación en las sociedades cotizadas que utilizan, o la han utilizado, de manera que, mayoritariamente, se han suscrito nuevas acciones. Si bien es cierto que, en las sociedades cotizadas no integrantes del Ibex 35, la preferencia de los accionistas por recibir el dividendo en acciones es más elevada y uniforme.

Las principales razones de este éxito se derivan de que los accionistas que optan por recibir su dividendo en acciones en lugar de hacerlo en efectivo mantienen su porcentaje de participación en la sociedad y, al mismo tiempo, gozan de ventajas fiscales, en cuanto que las acciones recibidas mediante este sistema de retribución no se consideran rendimientos del capital inmobiliario.

De las ciento veintiséis remuneraciones realizadas a través de esta fórmula de *scrip dividends*, únicamente en once de ellas [65], el número de accionistas que

[65] ACS (dividendo complementario del ejercicio 2011 – HR 171149 y dividendo único del ejercicio 2012 – HR 190709); CaixaBank (dividendo complementario del ejercicio 2011 – HR 168199); Ferrovial (dividendo complementario del ejercicio 2013 – HR 208602, dividendo a cuenta del ejercicio 2014 – HR 214316, dividendo complementario del ejercicio 2014 – HR 223289 y dividendo a cuenta del ejercicio 2015 – HR 231132); Gas Natural (dividendo complementario del ejercicio 2011 – HR

decidieron recibir el dividendo en efectivo superó al número de aquéllos que decidieron recibirlo en acciones.

La gran aceptación que las operaciones de *scrip dividends* han tenido entre los accionistas de las sociedades cotizadas que han recurrido a ellos como fórmula retributiva, justifica que continúe utilizándose en la mayoría de las sociedades que incorporaron a sus políticas de remuneración al accionista ya que, les permite continuar transmitiendo la imagen de que retribuyen a sus accionistas, sin que ello les suponga tener que realizar un desembolso de efectivo importante.

166770) e Iberdrola (dividendo complementario del ejercicio 2010 – HR 148561, dividendo a cuenta del ejercicio 2011 – HR 156706 y dividendo a cuenta del ejercicio 2015 – HR 234308).

Capítulo II

LOS *SCRIP DIVIDENDS* EN REINO UNIDO (*SHARES IN LIEU OF CASH*)

1. Introducción

Los programas de retribución flexible al accionista instaurados por las sociedades cotizadas españolas se han configurado tomando como referencia principal, no sólo en la denominación sino también en muchas de sus características, las operaciones de *scrip dividends* del Reino Unido, primer país europeo en el que las sociedades han ofrecido a sus accionistas la posibilidad de elegir entre recibir el dividendo en efectivo o recibirlo en acciones.

En el ámbito jurídico británico, la base de los *scrip dividends*, tal y como se configura la operación en la actualidad, la encontramos en el caso *Bouch v Sproule (1887) 12 App Cas 385*. En *Bouch v Sproule (1887)*, pese a que versa sobre un asunto de carácter fiscal, se hace referencia a que, con cargo al beneficio del ejercicio, una sociedad ofrece a sus accionistas la opción de repartir dividendos o la opción de capitalizar dicho beneficio para emitir nuevas acciones de la sociedad en cuestión. De esta manera, ambas opciones se equiparan a efectos de aplicación del resultado del ejercicio. Consecuentemente, en la actualidad, y tras todos estos años se asume por las sociedades británicas el pago del dividendo en acciones, esto es, los *scrip dividends*, como una forma habitual de pago del dividendo en el que no se hace sino combinar dos posibles formas de aplicación del resultado, según la elección realizada por los accionistas[66].

[66] Las *Listing Rules* de la FCA, la normativa emanada de la LSE o las recomendaciones de las asociaciones de inversores institucionales, hacen referencia expresa a los *scrip dividends* en materia de pago de dividendos cuando recogen condiciones o regulaciones específicas que les resultan de aplicación exclusiva en contraposición a los pagos del dividendo en efectivo, de ahí que podamos afirmar que es una forma de pago del dividendo generalmente admitida.

A pesar de esta habitualidad, en la literatura jurídica británica no existen grandes aportaciones doctrinales sobre la materia[67], siendo la mayoría artículos de carácter práctico, dedicados a explicar el funcionamiento de las operaciones de *scrip dividends* en la práctica societaria británica sin detenerse en profundidad en los aspectos jurídicos. Sin embargo, sí contamos con una amplia literatura científica en relación con la fiscalidad de los *scrip dividends*, pues este aspecto ha estado muy presente en estas operaciones ya que, en determinados períodos, el gravamen aplicable a las distintas opciones podía condicionar, en gran medida, el que un accionista se decantara por una u otra opción. En este sentido, debido a que el objeto de este capítulo es realizar una descripción de cómo se configura jurídicamente la operativa de los *scrip dividends* en el Reino Unido, consideraremos como hipótesis de partida una situación fiscalmente neutra, sin perjuicio de las posibles referencias que al aspecto fiscal sea necesario realizar a fin de aclarar algunas afirmaciones contenidas en este Capítulo.

De esta manera, en lo referente a la configuración jurídica de los *scrip dividends* en el Reino Unido, es necesario partir del hecho de que, ante la ausencia de una regulación específica en la legislación mercantil, el principio de la autonomía de la voluntad de las sociedades recogido en sus estatutos sociales, ostenta un papel de gran relevancia. Cada sociedad, sobre la base de las premisas básicas de la distribución de beneficios que establece la normativa societaria británica, establece su propio régimen de las operaciones de *scrip dividends*; si bien es cierto que, en relación con algunos aspectos, esta autonomía de la voluntad se ve interferida por las directrices marcadas por determinados agentes del mercado que, en ocasiones, son quienes verdaderamente determinan el modo en que se configuran ciertos aspectos. Por ello, para realizar un análisis de la configuración jurídica de la operación en Reino Unido es necesario realizar un estudio detallado de los estatutos sociales de las sociedades cotizadas británicas. No obstante, hemos de tener en cuenta que nada obsta para que,

[67] *Vid*. por todos, PALMER, F. B., *Palmer's company law,* 25th edit., Sweet & Maxwell, Londres, 2010, 9725-9726, págs. 9433-9434.

con las adaptaciones correspondientes, las sociedades no cotizadas también puedan acudir a esta modalidad de pago del dividendo[68].

Así, tras un examen detallado de la información puesta a disposición del público por las propias sociedades, tanto en sus estatutos como en los programas de *scrip dividends*, analizaremos estas operaciones en Reino Unido. Inicialmente, expondremos las razones que han motivado el ofrecimiento de *scrip dividends* como fórmula de retribución al accionista y examinaremos su utilización entre las sociedades cotizadas en la LSE en los últimos años, concretamente en el período 2009-2015. Seguidamente, expondremos los distintos tipos de *scrip dividends* con base en dos criterios diferentes de clasificación: el valor del *scrip dividend* y la duración de la vigencia de la elección de los accionistas. Posteriormente, realizaremos un análisis descriptivo del régimen jurídico aplicable a los *scrip dividends* en el Reino Unido y expondremos los principales aspectos de la operación en dicho país. Finalmente, identificaremos las principales diferencias existentes entre los regímenes español y británico.

2. Los motivos del recurso a los *scrip dividends* en Reino Unido

El recurso a los *scrip dividends* como forma de remuneración al accionista, si bien es cierto que incrementa los costes de gestión y de administración de las sociedades que los ofrecen (por ejemplo, en materia de comunicaciones o de elaboración de documentación), éstos se ven compensados por los beneficios que producen en las propias sociedades cotizadas y, en su caso, también a los accionistas.

En este sentido, los *scrip dividends* generan una serie de ventajas que podemos denominar «universales», ya que se derivan de su propia naturaleza y, por tanto, se producen de manera generalizada con independencia del país en sean utilizados. Estas

[68] Entre estas adaptaciones podemos encontrarnos, por ejemplo, la forma de cálculo del precio de referencia. En las sociedades no cotizadas, por esencia del tipo societario, éste no puede calcularse como la media de las cotizaciones de las acciones, por ello, se utilizan otras referencias como el precio de las acciones en ampliaciones de capital realizadas recientemente, en transmisiones significativas de acciones o el valor neto de los activos de la sociedad.

ventajas para la sociedad, a las que se hace repetida referencia a lo largo del presente trabajo, tales como la conservación de gran parte de la tesorería de la sociedad y el consiguiente fortalecimiento de sus recursos propios, también son motivos relevantes que han venido condicionando la utilización de los *scrip dividends* por parte de las sociedades británicas.

Sin embargo, el *pico* de utilización de los *scrip dividends* experimentado en la década de los 90 en las sociedades cotizadas en los mercados de valores británicos, principalmente, en la LSE, obedece a una razón que podemos denominar «autóctona», ya que se derivaba del régimen fiscal aplicable en aquel momento a las distribuciones de dividendos realizadas por estas sociedades. Concretamente, la razón de su gran utilización por estas sociedades en los años 90 del pasado siglo, traía causa del diferente trato fiscal que se daba a los pagos en efectivo y a los pagos en acciones, bajo el régimen del *Advance Corporation Tax* (ACT)[69].

Así, cuando el dividendo se abonaba en efectivo, las sociedades tenían que pagar por adelantado el ACT, lo que generaba efectos adversos en sus flujos de efectivo, pues las sociedades no sólo debían desembolsar el importe correspondiente al dividendo, sino que también debían desembolsar el importe en efectivo correspondiente al impuesto. Por el contrario, cuando el dividendo se pagaba mediante acciones de nueva emisión, estas sociedades no tenían que abonar este impuesto ni tampoco, obviamente, satisfacer el importe en efectivo correspondiente.

De acuerdo con ello, puede afirmarse que el sistema fiscal británico de los años 90 incentivaba a las sociedades a utilizar los *scrip dividends* como modalidad de retribución a sus accionistas, ya que les permitía retener efectivo y reducir gastos fiscales, sin que su *pay-out* se viera reducido[70]. De hecho, el ahorro de efectivo que se producía a través de la utilización de los *scrip dividends* era de tal consideración que,

---

[69] *Vid*. sobre la fiscalidad de los *scrip dividends* en los años 90, CASSON, P., *The taxation of scrip dividends*, Discussion Paper nº 92-42, Department of Accounting & Management Science, University of Southampton, Southampton, 1992, *passim*; ídem, *The use of scrip dividends by UK companies*, Discussion Paper nº 95-98, Department of Accounting & Management Science, University of Southampton, Southampton, 1995, *passim*.

[70] LASFER, M., «On the motivation for paying scrip dividends», *Financial Management*, Vol. 26, nº 1, 1997, págs. 62-80, pág. 64.

durante esa época, en el Reino Unido, surgieron nuevas variedades de *scrip dividends*. Tal es el caso de los *enhanced scrip dividends*, que analizaremos más adelante en este capítulo, cuya única finalidad era incentivar la preferencia de todos los accionistas por el cobro del dividendo en acciones, de modo que las sociedades pudieran obtener los beneficios derivados del pago del dividendo en acciones[71].

Al margen de esta consideración del régimen fiscal aplicable como incentivo de la utilización de los *scrip dividends* en los años 90, no podemos pasar por alto el estudio realizado por LASFER en el año 1997 sobre la motivación de las sociedades cotizadas en el mercado británico para ofrecer a sus accionistas esta modalidad retributiva[72]. El estudio tenía por objeto aquellas sociedades que en los últimos años habían recurrido a los *scrip dividends* y partía de cuatro posibles motivaciones de índole financiera que podrían motivar esta modalidad de pago del dividendo: la fiscalidad, la conservación de efectivo, la posibilidad de mantener una imagen de remuneración y la reacción del mercado ante estas distribuciones. Sin embargo, el resultado del estudio, tras el contraste de esos posibles motivos con los datos financieros de las sociedades y con los resultados de una encuesta remitida a las propias sociedades, reveló que la verdadera motivación para ofrecer *scrip dividends* tenía su causa en la presión ejercida por los accionistas solicitando esta modalidad retributiva. Este resultado no deja de ser sorprendente en tanto que los accionistas que podían obtener ventaja de la utilización de esta modalidad retributiva eran los accionistas minoristas [*retail investors*], no los inversores institucionales [*institutional investors*][73]. La fiscalidad aplicable a estos últimos, debido a su exención fiscal,

---

[71] Los *enhanced scrip dividends* son una variedad de *scrip dividends* en los que, manteniendo el esquema general de ofrecer a los accionistas la posibilidad de optar entre recibir el dividendo en acciones o en efectivo, la alternativa de recibir el dividendo en acciones tenía un valor superior a la alternativa de recibirlo en efectivo.

[72] LASFER, M., «Scrip dividends: the management's view», *European Financial Management*, Vol. 3, nº 2, 1997, págs. 237-249; ídem, «On the motivation…», *cit*., ídem, «Scrip dividends. An unwise option?», *Professional Investor*, february 1998, págs. 14-15.

[73] *Vid*., sobre el concepto de inversor institucional, PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones,* McGraw-Hill Interamericana de España, Madrid, 1997, pág. 248; TRÍAS SAGNIER, M., *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades,* McGraw-Hill Interamericana de España, Madrid, 1998, págs. 90 y ss. y págs. 289 y ss.; GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales,* Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2002.

conllevaba que les resultara más atractivo la recepción del dividendo en efectivo, ya que el saldo final de su remuneración era superior[74].

Sentado lo dicho, hemos de tener en cuenta que hemos advertido un claro descenso a partir del año 2000 en la utilización de los *scrip dividends* y especialmente, en la utilización de los *enhanced scrip dividends*[75]. Este momento coincide con fin de la obligación de las sociedades de abonar el ACT por sus pagos de dividendos en efectivo. Esta derogación de la norma generó una neutralidad fiscal en la preferencia por el pago del dividendo en acciones o por el pago del dividendo en efectivo. Por un lado, eliminaba las ventajas de los accionistas institucionales que optaran por el dividendo en efectivo, ya que no podrían reclamar su crédito fiscal y, por otro lado, eliminaba los beneficios que la remuneración en acciones generaba para las sociedades, pues éstas no tendrían que abonar el ACT ni en los pagos del dividendo en acciones ni en los pagos del dividendo en efectivo[76].

Con el referido cambio de la normativa fiscal por el que finalizaba la obligación de las sociedades de abonar el ACT, podría haberse esperado un aumento

---

[74] En los pagos del dividendo en efectivo, a los accionistas se les reconocía un crédito fiscal a su favor como consecuencia de que el dividendo ya había tributado por la sociedad. En estos casos, los inversores que estaban exentos de tributar, como eran los inversores institucionales (fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, entidades de crédito, etc.), podían reclamar la parte que se les había retenido y consecuentemente, el saldo final de la remuneración que recibían era superior. Así por ejemplo, de un dividendo en efectivo de £100, los accionistas institucionales podían recuperar aproximadamente un 25% de ese importe como consecuencia del crédito fiscal, esto es, £25. Consecuentemente, el saldo final de la remuneración en efectivo era de £125. Por el contrario, cuando estos accionistas fiscalmente exentos recibían acciones en pago de su dividendo, no podían reclamar cantidad alguna, ya que la sociedad no tenía que abonar el ACT por dichos pagos. Debido a ello, estos inversores institucionales preferían recibir el dividendo en efectivo a recibirlo en acciones. *Vid*. sobre la materia, CASSON, *The taxation of*…, *cit*., *passim*; ídem, *The use of scrip dividends*…, *cit*., *passim*.

[75] No obstante, en los últimos ejercicios, algunas sociedades han recurrido a esta figura de manera puntual como, por ejemplo, British Land Company. en los ejercicios 2009 y 2010.

[76] En julio de 1997, el gobierno británico comenzó una serie de reformas en los créditos fiscales y en el régimen fiscal de las sociedades. Los créditos fiscales de los fondos de pensiones se derogaron a partir del 2 de julio de 1997, a través de la *Finance Act* 1997.

Por su parte, el resto de créditos fiscales se derogaron a partir del 6 de abril de 1999, conforme a lo establecido en la *Finance Act* 1998, concretamente, en la *section* 31 (1): *"No company resident in the United Kingdom shall be liable to pay advance corporation tax in respect of any qualifying distribution made on or after 6th April 1999"*.

Esta última fecha coincide con la derogación del ACT en relación con la distribución de dividendos.

o, al menos, un mantenimiento de la utilización de los *scrip dividends* por las sociedades británicas, ya que, al resultar ambas opciones fiscalmente equiparables, los inversores institucionales podrían haberse visto más atraídos por la opción de recibir el dividendo en acciones para evitar el efecto dilutivo que el cobro del dividendo en efectivo les generaba. Sin embargo, como hemos indicado, se produjo una reducción del número de sociedades que lo ofrecían, lo que pone de manifiesto que el aspecto fiscal sí que era un condicionante fundamental para la decisión de las sociedades británicas de utilizar los *scrip dividends*, en concreto, el ahorro de efectivo que el pago del dividendo en acciones generaba a estas sociedades frente al desembolso del ACT en los pagos del dividendo en efectivo.

3. La utilización de los *scrip dividends* en las sociedades cotizadas en el mercado británico

Como hemos referido con anterioridad, la equiparación, a efectos de aplicar el resultado del ejercicio, entre el reparto de dividendos en efectivo y la capitalización del resultado mediante la emisión nuevas acciones se produjo por primera vez en el caso *Bouch v Sproule 1887*. Dicha equiparación derivó en la posibilidad de que ambas opciones se combinaran y surgiera el pago del dividendo mediante *scrip dividends*.

Como también ha sido referido anteriormente, el pico de utilización de los *scrip dividends* en el Reino Unido se experimentó en la década de los 90, debido a que el sistema fiscal británico vigente en aquel momento incentivaba a las sociedades a utilizar los *scrip dividends* como modalidad de retribución a sus accionistas, ya que les permitía mantener su *pay-out*, reduciendo gastos fiscales. Sin embargo, el cambio de normativa fiscal aplicable desde finales del año 1999 produjo un claro descenso en la utilización de los *scrip dividends*.

A partir del año 2000, y por el cambio de régimen fiscal al respecto, muchas de las sociedades que contaban con programas de *scrip dividends* en vigor, decidieron sustituirlos por *Dividend Reinvestment Plans* (DRIPs) sin perjuicio de que, con

posterioridad, algunas de ellas hayan vuelto a ofrecer *scrip dividends*[77]. En virtud de estos planes de reinversión del dividendo, los accionistas pueden optar por recibir su dividendo en efectivo o por reinvertir el importe de dicho dividendo en adquirir acciones de la sociedad. Su principal diferencia frente a los *scrip dividends*, radica en que las acciones que recibe el accionista en los DRIPs no son acciones de nueva emisión, sino acciones que ya se encontraban previamente emitidas y en circulación. Sin embargo, este incremento de la participación en la sociedad a través de los DRIPs resulta más favorable que realizarlo a través de adquisiciones directas de acciones en el mercado con el importe en efectivo recibido en pago del dividendo, debido a que los gastos y comisiones aplicables a la adquisición de acciones suelen ser mas reducidos en el ámbito de los DRIPs.

En ambas modalidades retributivas, *scrip dividends* y DRIPs, se permite a los accionistas que así lo desean aumentar su participación en la sociedad. Además, conforme a la normativa vigente, el efecto fiscal es el mismo[78] (aunque no el coste, ya que en el caso de los DRIPs, pese a que se aplican unas condiciones más ventajosas, el adquirente de las acciones debe abonar las correspondientes comisiones y costes de la operación). Pese a ello, los inversores institucionales se muestran partidarios de los DRIPs debido a que con ellos se evita el efecto dilutivo que, en los *scrip dividends*, se produce para aquellos accionistas que optan por recibir su dividendo en efectivo[79]. Debido a ello, en la actualidad, la mayor parte de las sociedades cotizadas en el Reino Unido ofrecen DRIPs en lugar de *scrip dividends*[80].

---

[77] Entre estas sociedades que finalizaron sus programas de *scrip dividends* se encuentran British Petroleum, Land Securities, Severn Trent, Smith&Nephew, Tesco o Wolseley. *Vid*. THEXTON, M., «Scrip, DRIP, CRIP», *Taxation*, 7th July 2011, págs. 16-19.

[78] En ambos casos, tanto la recepción de efectivo como la recepción de acciones, tributan conforme al tipo aplicable a las rentas, basándose en el valor del dividendo en efectivo (*section* 249 de la ICTA 1998 y *section* 412 de la ITTOIA 2005).

[79] *Share capital management guidelines*, Investment Association, july 2016, Guideline 3.1.1. Disponible en https://www.ivis.co.uk/media/12250/Share-Capital-Management-Guidelines-July-2016.pdf.

[80] En la actualidad, entre las sociedades integrantes del FTSE 100 tienen DRIPs en vigor podemos citar a 3i Group, Associated British Food, Anglo American, Aviva, Babcock International, BAE Systems, British American Tobacco, BT Group, Bunzl, Burberry Group, Capita Group, Carnival, Compass Group, Diageo, Direct Line, Glaxosmithkline, Hargreaves Lansdown, Informa,

Pese a ello, la utilización de los *scrip dividends* como pago del dividendo al accionista por las sociedades cotizadas británicas no ha caído en desuso. Para analizar la utilización de esta figura en los últimos años, hemos considerado conveniente limitar temporalmente el estudio de la utilización de esta figura en Reino Unido al período 2009-2015, debido a que la primera operación de *scrip dividends* en España se realizó en el ejercicio 2009 y así hacerlo coincidir con el ámbito temporal de estudio de los *scrip dividends* en España realizado en el Capítulo I. El ámbito de estudio se centra principalmente en las sociedades cotizadas que actualmente integran el índice bursátil de la LSE, el FTSE 100[81]. Todo ello sin perjuicio de que se realicen menciones a otras sociedades no integrantes del referido índice como ejemplos ilustrativos de los aspectos analizados.

Así, sin perjuicio de que, con anterioridad, otras sociedades integrantes del índice FTSE 100 también hayan podido ofrecer *scrip dividends* a sus accionistas, en el periodo de referencia (2009-2015) han sido veintidós las que han acudido a este tipo de retribución: Aviva, Barclays, British Petroleum, The British Land Company, Bunzl, Centrica, CRH, Hammerson, HSBC Holdings UK, Intu Properties, Land Securities, National Grid, Old Mutual, Randgold Resources, Royal Dutch Shell, RSA Insurance, Scottish and Southern Energy (SSE), St. Jame's Place, Standard Chartered, Standard Life, Whitbread y WPP (*Vid*. Tabla 2).

En términos absolutos, el ejercicio 2010 es aquel en el que un mayor número de sociedades, diecisiete, han propuesto a sus accionistas la posibilidad del *scrip dividend*[82]. A continuación, igualmente refiriéndonos en términos de número de

---

Intercontinental Hotels Group, ITV, Johnson Matthey, Kingfisher, Land Securities Legal & General, Lloyds Group, Mark & Spencer, Merlin, Mondi, Morrison (WM), Pearson, Rio Tinto Royal Mail, Sainsbury, Schroders, Severn Trent, Sky, Smith & Nephew, St. James's Place, Standard Life, Taylor Wimpey, Tesco, Tui AG, Unilever, Vodafone Group, Whitbread y Wolseley.

[81] Se ha tomado como referencia la composición del índice FTSE 100 a fecha 01 de mayo de 2016.

[82] Las sociedades Aviva, British Petroleum, British Land Company, Bunzl, CRH, Hammerson, HSBC Holdings UK, Land Securities, National Grid, Old Mutual, Royal Dutch Shell, RSA Insurance, SSE, St. Jame's Place, Standard Chartered, Standard Life y Whitbread.

sociedades, se encuentra el ejercicio 2011 con un total de quince sociedades[83], los ejercicios 2009 y 2013 en el que fueron catorce el número de sociedades que lo propusieron [84] y finalmente, los ejercicios 2012, 2014 y 2015, en el que trece sociedades ofrecieron a sus accionistas la posibilidad de recibir su dividendo en acciones[85].

Así, a la vista de lo expuesto, podemos advertir que, si bien Reino Unido tiene una experiencia mucho más dilatada en la utilización de los *scrip dividends* como forma de remuneración a los accionistas, la incidencia de esta utilización respecto al número de sociedades integrantes del índice de referencia FTSE 100 es bastante menor que en España. En el periodo de referencia, de las cien sociedades que componen el índice británico han sido veintidós las sociedades que han ofrecido esta modalidad retributiva, esto es, el 22%. Por su parte, en España, de las treinta y cinco sociedades integrantes del Ibex 35, los *scrip dividends* han sido utilizados por catorce sociedades, lo que significa una incidencia del 40%.

4. Las variedades de *scrip dividends*

Con carácter general, en Reino Unido, los *scrip dividends* consisten en el ofrecimiento realizado por una sociedad a sus accionistas para que opten entre recibir

[83] Las sociedades Aviva, British Petroleum, CRH, HSBC Holdings UK, Land Securities, National Grid, Old Mutual, Royal Dutch Shell, RSA Insurance, SSE, St. Jame's Place, Standard Chartered, Standard Life, Whitbread y WPP.

[84] Las sociedades Aviva, British Land Company, Bunzl, CRH, Hammerson, HSBC Holdings UK, Land Securities, National Grid, Old Mutual, RSA Insurance, St. Jame's Place, Standard Chartered, Standard Life y Whitbread propusieron a sus accionistas el pago del dividendo 2009 en *scrip dividends*. Por su parte, en el ejercicio 2013, las sociedades que lo propusieron fueron Barclays, British Petroleum, British Land Company, CRH, HSBC Holdings UK, Intu Properties, Land Securities, National Grid, Randgold Resources, Royal Dutch Shell, RSA Insurance, SSE, Standard Chartered y Whitbread.

[85] En el año 2012 las sociedades que ofrecieron *scrip dividends* a sus accionistas fueron Aviva, British Petroleum, British Land Company, CRH, HSBC Holdings UK, Intu Properties, Land Securities, National Grid, Royal Dutch Shell, RSA Insurance, SSE, Standard Chartered y Whitbread. En 2014 las trece sociedades fueron Barclays, British Petroleum, British Land Company, Centrica, CRH, HSBC Holdings UK, Intu Properties, National Grid, Randgold Resources, Royal Dutch Shell, RSA Insurance, SSE y Standard Chartered. Por su parte, en el año 2015, fueron Barclays, British Petroleum, British Land Company, Centrica, CRH, Hammerson, HSBC Holdings UK, Intu Properties, National Grid, Randgold Resources, Royal Dutch Shell, SSE y Standard Chartered, las sociedades que ofrecieron esta posibilidad.

el dividendo que les corresponde en efectivo o recibirlo en acciones de nueva emisión de la sociedad.

Este planteamiento puede resultar semejante a la configuración de la operación en España donde, como hemos indicado, el accionista puede optar por suscribir las nuevas acciones emitidas en el marco de una operación de aumento de capital con cargo a reservas u optar por vender sus derechos de asignación gratuita a la sociedad al precio prefijado y, por tanto, recibir el correspondiente importe en efectivo, sin perjuicio de la tercera opción que se plantea al accionista al permitírsele la venta de sus derechos de asignación gratuita en el mercado.

Sin embargo, la dilatada experiencia en torno a los *scrip dividends* en Reino Unido ha permitido que este esquema general haya sufrido variaciones en algunos de sus aspectos y, consiguientemente, haya evolucionado hacia lo que podemos considerar distintas variedades de *scrip dividends*. Estas variedades, derivadas del esquema principal, no sólo satisfacen las necesidades de los accionistas sino que, como veremos más adelante, también satisfacen las necesidades de las propias sociedades que los ofrecen.

En este sentido, los aspectos modificados son, principalmente, dos: por un lado, el valor del *scrip dividend*, configurándose una variedad de *scrip dividend* en el que el accionista que opta por recibir el dividendo en acciones, recibe un valor correspondiente superior; y, por otro lado, la duración de la vigencia de la elección de los accionistas, creándose una variedad que extiende la validez de dicha elección a los sucesivos *scrip dividends* ofrecidos por la sociedad.

4.1. *Según el valor* del *scrip dividend*

El valor del *scrip dividend,* entendido como el valor de las acciones entregadas en pago del dividendo, es uno de los principales aspectos de la operación directamente relacionado con el cálculo del precio de emisión de las nuevas acciones.

En relación con ello, en el Reino Unido, podemos encontrar dos variedades de *scrip dividends*: (i) los *standard scrip dividends,* en los que el valor de las acciones

entregadas en pago del dividendo es igual al importe que se hubiera recibido en efectivo como pago del dividendo, y (ii) los *enhanced scrip dividends*, en los que la alternativa de recibir el dividendo en acciones supone recibir un valor superior a la opción de recibirlo en efectivo.

4.1.1. *Standard scrip dividends*

La máxima que rige la operativa de los *scrip dividends* es que los accionistas que opten por recibir el dividendo en forma de acciones no reciban un valor superior al que recibirían si optaran por recibirlo en efectivo. Cuando se cumple esta máxima, nos encontramos ante los denominados *standard scrip dividends*.

Así, en los *standard scrip dividends*, las nuevas acciones se emiten sobre la base de un precio de referencia, calculado conforme a una fórmula preestablecida[86]. A los accionistas se les ofrece una acción de nueva emisión a cambio de renunciar a los dividendos en efectivo de un número determinado de las acciones que ya poseen, resultado de dividir el precio de referencia de mercado entre el importe correspondiente al dividendo en efectivo. De esta manera, el accionista suscribe el número de acciones que suscribiría si invirtiera su dividendo en efectivo para adquirirlas en el mercado bursátil al precio de referencia.

Esta variedad de *scrip dividend* es la que podríamos denominar «tradicional» u «ordinaria». Por este motivo, las explicaciones realizadas a lo largo de este capítulo, salvo referencia expresa en otro sentido, estarán referidas a los *standard scrip dividends*.

4.1.2. *Enhanced scrip dividends*

En línea con lo expuesto con anterioridad en relación con el ACT, hemos de referir que el régimen fiscal aplicable a los *scrip dividends* en Reino Unido en los años 90 tenía como principal consecuencia que a los inversores institucionales les resultara

[86] Como analizaremos en el apartado correspondiente de este Capítulo (*vid*. *infra* Cap. II, § 5.5.1), el precio de referencia se corresponde con la media de las cotizaciones de las acciones de la sociedad en un período de cinco sesiones bursátiles consecutivas, generalmente posteriores a la fecha de cotización *ex-dividendo*.

poco atractivo o, incluso disuasorio, optar por recibir el dividendo en acciones, ya que les era más favorable fiscalmente recibirlo en efectivo.

Consecuentemente, el porcentaje total de accionistas que optaba por recibir el dividendo en acciones era significativamente bajo, en torno al 4% del total de las acciones. Este bajo nivel de aceptación de los *scrip dividends*, a su vez, generaba desventajas fiscales y económicas para las propias sociedades que, como hemos apuntado, tenían que realizar unos desembolsos superiores a los que realizaban cuando el pago del dividendo se realizaba en acciones, ya no sólo por la propia operativa del *scrip dividend*, sino también por el pago de impuestos a los que las propias sociedades tenían que hacer frente[87].

Por este motivo, las sociedades cotizadas británicas, trataron de buscar una fórmula que hiciera los *scrip dividends* más atractivos para todos los inversores, incluidos los inversores institucionales. De esta manera, se aumentaría el nivel de aceptación de las propuestas de *scrip dividends*, principalmente entre esta modalidad de inversores –los inversores institucionales–, y se verían reducidas las desventajas fiscales y económicas que la baja aceptación generaba a las sociedades.

Así surgieron los *enhanced scrip dividends*, que fueron utilizados por primera vez por British American Tobacco (BAT) en marzo de 1993.

Los *enhanced scrip dividends* mantenían el esquema general, ya que ofrecían a los accionistas la posibilidad de optar entre recibir el dividendo en acciones o recibir el dividendo en efectivo. Sin embargo, rompían con la máxima que rige dicha operativa, ya que la alternativa de recibir el dividendo en acciones tenía un valor superior a la alternativa de recibirlo en efectivo. Concretamente, la opción de recibir el dividendo en acciones solía corresponderse con un importe un 50% superior.

De esta manera, los inversores institucionales se veían más atraídos por recibir el dividendo en acciones, ya que al ser un importe superior, les permitía compensar

[87] *Vid*., sobre esta materia, MILLERCHIP, C., «Enhanced scrip dividends. Solving the surplus ACT problem», *PLC*, Vol. IV, nº 5, 1993, págs. 21-25, pág. 21; FORD, S., «Enhanced scrip dividends: still attractive to companies and investors?», *ICCLR*, Vol. 5, issue 3, 1994, págs. 79-81, pág. 79.

económicamente la desventaja fiscal que les generaba recibir el dividendo en acciones frente a recibirlo en efectivo[88]. Asimismo, y como consecuencia de lo anterior, los flujos de efectivo desembolsados por las sociedades, tanto para satisfacer los dividendos en efectivo como para hacer frente al correspondiente pago de impuestos, se veían reducidos.

Las ventajas obtenidas por las cotizadas incentivando estas operaciones fueron tan importantes que se dio una vuelta de tuerca más y, con la finalidad de hacer la operación aún más atractiva, introdujeron un compromiso de compra de las nuevas acciones por parte de los intermediarios financieros a un precio fijo. Para el cálculo de este precio, inicialmente solía aplicarse un descuento sobre el precio de referencia utilizado para el cálculo del número de acciones correspondientes a cada accionista[89]. Sin embargo, la evolución de la propia operación y la competencia entre los distintos intermediarios financieros de la operación derivó en que el porcentaje de descuento aplicado sobre el precio se fuera reduciendo hasta cero, de manera que, en ocasiones, el precio del compromiso de compra se correspondía con el precio de referencia utilizado para los cálculos de la operación principal[90].

De esta manera, los accionistas que desearan recibir un importe en efectivo podían, tras optar por recibir el dividendo en acciones, aceptar este compromiso de

---

[88] Como hemos apuntado con anterioridad, en un dividendo en efectivo de £100 el saldo final de la remuneración en efectivo de estos accionistas era de £125. Con un *enhanced scrip dividend* mejorado al 50%, el importe correspondiente a recibir en acciones sería de £150, por lo que, aún sin obtener la ventaja fiscal, tiene un beneficio de £25 frente a la opción de efectivo.

[89] Nótese que, como se expondrá en el apartado correspondiente al precio de emisión de las nuevas acciones y la determinación del número de nuevas acciones que corresponde a cada accionista (*vid. infra* Cap. II, § 5.5.2), en el caso de los *enhanced scrip dividends,* el momento del cálculo de este precio de referencia se postpone para reducir los riesgos de fluctuaciones del mercado.

El precio del compromiso de compra (PComp) se calcularía como sigue:

$$\mathrm{PComp} = \mathrm{PRef} \cdot (1 - \Delta)$$

Donde:

Δ, es el porcentaje de descuento aplicado sobre el precio de referencia.

$PRef$, es el precio de referencia de las nuevas acciones.

[90] *Vid.* sobre esta competencia en el precio del compromiso de compra, MCCRYSTAL, D., «Enhanced scrip dividends», *NLJ*, Vol. 143, 6603, 9 july 1993, pág. 1; FORD, «Enhanced scrip dividends…», *cit*., pág. 79.

compra asumido por los intermediarios financieros, con lo que recibirían un importe superior al que resultaría de recibirlo en efectivo, ya que la operación estaba libre de comisiones y costes[91]. Con ello, las sociedades incentivaban la preferencia por recibir el dividendo en acciones y se evitaban las desventajas fiscales y económicas que les producía el pago del dividendo en efectivo.

En su momento, los *enhanced scrip dividends* produjeron el efecto deseado[92]. Los inversores institucionales no se opusieron a su utilización por las sociedades siempre que se cumplieran las formalidades necesarias para su aprobación (principalmente, su aprobación anual mediante una resolución especial de la junta general de accionistas[93]) y sirvieran a las sociedades para evitar los problemas fiscales y económicos que les generaba el pago de dividendos en efectivo[94]. Sin embargo, en la actualidad, los *enhanced scrip dividends* ya no son tan populares como lo fueron en el pasado, ya que el vigente régimen fiscal da un trato igualitario a ambas opciones, no generando ninguna ventaja ni desventaja fiscal para la sociedad ni en el supuesto de

[91] A los accionistas les resultaría atractivo aceptar este compromiso de compra en períodos bursátiles bajistas, ya que si el precio de cotización de las acciones estaba subiendo, aun con el pago de las comisiones y costes, puede que obtuvieran un importe mayor con la venta de las acciones en el mercado. Por este motivo, se diseñaron los *underwritten enhanced scrip dividends* (UESD). En esta variedad de *scrip dividends*, el compromiso adquirido por parte de los intermediarios financieros consistía en vender las acciones en el mercado a un precio igual o superior a uno previamente fijado (*underwritten price*), es decir, se garantizaba un precio mínimo de venta de las acciones pero no se impedía que los accionistas pudieran beneficiarse de unas condiciones más favorables del mercado. Los *underwritten enhanced scrip dividends* fueron utilizados por primera vez en 1995 por Cadbury Schweppes para reducir costes y poder financiar con mayor facilidad la adquisición de Dr. Pepper (*vid.* sobre la utilización de los *underwritten enhanced scrip dividends* en esta operación, «Cadbury Schweppes. Scrip dividends: new life in an old wheeze?», *PLC*, Vol. VI, nº 2, 1995, págs. 5-6; «Innovation at Cadbury Schweppes», *International Tax Review*, Vol. 6, nº 4, 1995, pág. 3).

[92] Durante los cuatro primeros meses de utilización de los *enhanced scrip dividends*, trece sociedades recurrieron a esta fórmula de remuneración al accionista. En ellas, el porcentaje de accionistas que optaban por recibir el dividendo en acciones se situó en torno al 90%. *Vid*., en este sentido, BAKER, N., «Time running out for exempt scrip dividends», *Accountancy Age*, 29 July 1993, pág. 8; FORD, «Enhanced scrip dividends…», *cit*., pág. 81.

[93] De conformidad con la CA 2006 (*section* 283 (1) de la CA 2006), una resolución especial es aquella que, para su aprobación, requiere una mayoría cualificada igual o inferior al 75%. Se contrapone a la resolución ordinaria (*section* 282 (1) de la CA 2006) que, para su aprobación, requiere una mayoría simple. En el presente trabajo, podremos remitirnos a ellas con el término «resolución» o «acuerdo» de manera indistinta.

[94] *Guidelines on scrip dividends*, Association of British Insurers, june 1999.

que los accionistas opten mayoritariamente por recibir su dividendo en acciones ni que lo hagan por recibirlo en efectivo[95].

4.2. *Según la duración de la vigencia de la elección del accionista*

En el acuerdo de la junta general por el que se aprueba la posibilidad de ofrecer *scrip dividends* a los accionistas de la sociedad como forma de pago del dividendo que les corresponde, debe concretarse si dicho ofrecimiento se realiza únicamente para un dividendo concreto, o si, por el contrario, el ofrecimiento es extensible a todos o a algunos de los dividendos que ofrezca la sociedad durante un periodo de tiempo determinado y que, a su vez, se especifica en dicho acuerdo.

Por tanto, podemos encontrar dos variedades de *scrip dividends*: (i) el *scrip dividend alternative*, cuando la resolución ordinaria únicamente prevé que el referido ofrecimiento se realice para un dividendo concreto, y (ii) el *scrip dividend scheme*, en el que, debido a que la sociedad ha instaurado un programa de *scrip dividends*, los accionistas pueden realizar la elección de la forma de pago a través de un mandato y que éste resulte válido hasta que sea expresamente revocado.

4.2.1. *Scrip dividend alternative*

La literatura jurídica del Reino Unido se refiere al *scrip dividend alternative* cuando la posibilidad de recibir el dividendo en acciones o en efectivo se ofrece a los accionistas para un dividendo concreto y de manera puntual.

En estos casos, el correspondiente acuerdo de la junta general de accionistas deberá concretar en qué propuesta de dividendo en particular se ofrecerá al accionista esta posibilidad de elección. La elección realizada por el accionista únicamente tendrá validez para dicha distribución del resultado, no resultando ésta válida una vez finalizado dicho pago, pese a que en posteriores repartos de dividendos pudiera ofrecerse, nuevamente, a los accionistas la posibilidad de elección entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones.

---

[95] Con efectos del 6 de abril de 1999 se derogó el ACT en relación con la distribución de dividendos, a través de la *Finance Act 1998*, *section* 31 (1).

4.2.2. *Scrip dividend scheme*

En la práctica británica, se hace referencia al *scrip dividend scheme* (también denominado *evergreen scrip dividend scheme, scrip dividend programme* o *scrip dividend mandate scheme*) cuando la sociedad aprueba un programa de *scrip dividends* y, por tanto, ofrece esta modalidad de pago del dividendo de manera asidua y recurrente. En el marco de dicho programa, la sociedad establece unos «Términos y Condiciones» [*Terms and Conditions*] que resultan aplicables a todos aquellos dividendos en los que, durante la vigencia del programa, la sociedad decida ofrecer *scrip dividends*.

De esta manera, los accionistas que deseen optar por recibir su dividendo en acciones deben realizar la correspondiente elección, resultando válida para todos los dividendos futuros en los que la sociedad ofrezca la posibilidad de elección entre el pago del dividendo en acciones o el pago del dividendo en efectivo, hasta su revocación. En el marco del programa de *scrip dividends*, las nuevas acciones recibidas por el accionista se incorporan a su cartera de acciones de la sociedad y serán tenidas en cuenta para los cálculos del siguiente *scrip dividend* que ofrezca la sociedad.

Así, bien en el momento de adquisición de las acciones o bien con posterioridad, cuando se realice el ofrecimiento de *scrip dividends* como modalidad de pago de alguno de los dividendos, el accionista que desee recibir el dividendo en acciones ha de remitir un mandato a la sociedad en tal sentido. Dicho mandato será válido hasta que sea expresamente revocado. De esta manera, siempre que la sociedad proponga el pago del dividendo mediante *scrip dividends*, al accionista que haya remitido este mandato a la sociedad se le asignará el número de nuevas acciones que le correspondan[96].

[96] No obstante, para los accionistas que no hayan remitido previamente el correspondiente mandato a la sociedad para recibir su dividendo en acciones, el programa continúa operando de una manera semejante a un *scrip dividend alternative*. En el momento de pago de un dividendo, al accionista se le ofrecerá la posibilidad de recibirlo en dinero o en acciones y cuando desee recibir el dividendo en acciones, deberá optar expresamente por dicha opción en el dividendo correspondiente.

Los estatutos de las sociedades integrantes del índice FTSE 100 suelen prever ambas posibilidades, de manera que sea el correspondiente acuerdo de la junta general de accionistas el que especifique si el ofrecimiento de *scrip dividends* se realiza para un dividendo concreto o si se extiende para todos o para algunos de los dividendos declarados durante el periodo de vigencia de la autorización instaurándose, por tanto, el correspondiente programa.

En la práctica, todas las sociedades integrantes del índice FTSE 100 que ofrecen *scrip dividends* a sus accionistas actúan bajo la segunda opción, esto es, tienen instaurado un *scrip dividend scheme*. Esta preferencia se debe a que los *scrip dividend schemes* generan a las sociedades un ahorro de costes de gestión y administración, ya que les evitan enviar la información relativa a la operación a todos los accionistas que ya han realizado el correspondiente mandato para recibir el dividendo en acciones de nueva emisión. Mientras que a los accionistas que no han remitido previamente un mandato a la sociedad optando por recibir nuevas acciones ha de notificárseles por escrito toda la información relativa al ejercicio del *scrip dividend* (procedimiento y forma de elección, plazo, lugar, etc.). A los accionistas que sí que han remitido el correspondiente mandato, únicamente deberá enviárseles un documento recordatorio individual en el que se les informe del número de nuevas acciones que han suscrito y de los importes residuales en efectivo, si los hubiera.

5. El régimen aplicable a los *scrip dividends* en Reino Unido

5.1. *Régimen jurídico*

La normativa societaria británica comprende una diversidad de fuentes que, a su vez, presentan diferentes grados de obligatoriedad para las sociedades[97]. De esta manera, a la actividad desarrollada por las sociedades británicas le puede resultar de

Ahora bien: en estos casos en que la sociedad tenga instaurado un *scrip dividend scheme*, desde el momento en que el accionista opte por primera vez por recibir un dividendo en acciones, dicha elección se considera un mandato y, por tanto, recibirá el dividendo en acciones en todos los *scrip dividends* sucesivos, salvo que realice un revocación expresa de dicho mandato.

[97] *Vid*. FERRAN, E. y CHAN HO, L., *Principles of Corporate Finance Law*, 2nd edit., Oxford University Press, Oxford, 2014, págs. 7-10.

aplicación tanto normas jurídicas debidamente promulgadas por el órgano con potestad legislativa o reglamentaria, como directrices o recomendaciones elaboradas por distintas organizaciones sectoriales privadas (*soft law*)[98].

Así, el marco jurídico aplicable a los *scrip dividends* se encuentra conformado por normas de diversa índole, desde la *Companies Act 2006*, aprobada por el Parlamento británico, a las directrices y recomendaciones elaboradas por los *Investor Protector Committees* [IPCs], como la *Investment Association*[99], la *Pensions and Lifetime Savings Association* o la *Pensions Investment Research Consultants*, en el caso de que sean asumidas por la sociedad. Debido a ello, para examinar el régimen de los *scrip dividends*, resulta necesario detenernos en cada una de estas normas, sin perjuicio de que, posteriormente, al analizar los diferentes aspectos concretos de los *scrip dividends* en el Reino Unido, hagamos de nuevo referencia a ellas y a su contenido propio.

En la actualidad, la norma que resulta de aplicación a las sociedades domiciliadas en el Reino Unido, las cuales son una gran mayoría de las sociedades cotizadas en el mercado británico, es la *Companies Act 2006*[100]. En materia de *scrip dividends*, resultan de aplicación, en primer lugar, los artículos relativos al pago del dividendo, recogidos en la *Part* 23 de la CA 2006 (*sections* 829 y ss.) relativas al «Concepto de "distribución"» [*Meaning of "distribution"*]. También debemos tener en cuenta el régimen de la ampliación de capital con emisión de nuevas acciones recogido en el *Chapter 2* de la *Part 17* (*sections* 549 y ss.) [*Allotment of shares: general provisions*].

---

[98] *Vid*. sobre el valor del *soft law* PALÁ LAGUNA, R., «Soft law, moral suasion y autorregulación: ¿tibieza del legislador o prudencia en la elaboración de las normas jurídicas?», *Estudios Nulidad sobre invalidez e ineficacia*, 1, 2010, págs. 1-22. Disponible en http://codigo-civil.net/nulidad/lodel/docannexe.php?id=812.

[99] *Investment Association* se creó en julio de 2014 como resultado de la fusión de la *Investment Management Association* (IMA) y la rama de negocios de inversión *Association of British Insurers* (ABI).

[100] *Vid*. por todos, GOWER & DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, 9th edit., Sweet & Maxwell, 2012.

Como consecuencia de que las nuevas acciones emitidas por las sociedades para satisfacer a los accionistas que han optado por recibir el *scrip dividend* serán admitidas a negociación en el mercado en las mismas condiciones que las acciones que dieron derecho al dividendo, también resulta de aplicación la *Financial Services and Markets Act 2000*. Esta ley es la norma reguladora de la emisión de valores y de su admisión a negociación en un mercado regulado británico.

Algunos de los aspectos recogidos en estas dos leyes, CA 2006 y FSMA 2000, remiten al desarrollo reglamentario, en donde éstos son regulados con un mayor detalle. Esta normativa reglamentaria comprende tanto los *Statutory Instruments* como las normas emanadas de la FCA que se recogen en el *FCA Handbook*[101]. De entre estas últimas, destacamos las *Prospectus Rules*, las *Listing Rules* y las *Disclosure Rules and Transparency Rules*.

Por otro lado, no debemos olvidar que el Reino Unido es un país adscrito al sistema del *Common Law*, en el que el *Case Law* es fuente primaria del Derecho y, por tanto, rige, *grosso modo,* el principio del precedente judicial vinculante[102]. En concreto, en el ámbito del derecho societario, las decisiones judiciales han tenido un importante papel y han contribuido de manera relevante su desarrollo.

En este sentido, sobre la materia que nos ocupa, el caso de mayor relevancia es el asunto *Wood v Odessa Waterworks Co (1889) 42 Ch D 636,* debido a que la regla que allí se establece es el punto de partida de la configuración jurídica de los *scrip dividends* en el Reino Unido. En este sentido, en dicho caso se estableció que *"salvo que los estatutos sociales establezcan otra cosa, el dividendo debe ser pagado en efectivo*". Consecuentemente, como veremos más adelante, para poder proponer el *scrip dividend* a los accionistas de una sociedad, es decir, el pago del dividendo en acciones en lugar del pago del dividendo en efectivo, resulta una formalidad esencial

[101] Disponible en https://www.handbook.fca.org.uk/handbook.

[102] *Vid*. sobre esta materia, GILLESPIE, A., *The English legal system,* 5th edit., Oxford University Press, Oxford, 2015, págs. 64-91; COWNIE, F., BRADNEY, A. y BURTON, M., *English legal system in context,* 6th edit., Oxford University Press, Oxford, 2014, págs. 81-100; GELDART, W., *Introduction to English Law,* 11th edit., Oxford University Press, Oxford, 1995, págs. 14-17.

el que los administradores de la sociedad estén autorizados para poder realizar dicho ofrecimiento a través de una cláusula estatutaria.

En relación con los estatutos sociales y, por tanto, al margen de la regulación legal, pero siempre dentro de los límites imperativos marcados por ésta, las sociedades británicas tienen una gran flexibilidad para autorregularse por vía estatutaria. Debido a ello, el contenido de los estatutos sociales reviste una gran importancia, ya no sólo por la referida esencialidad de la cláusula estatutaria habilitante para proponer los *scrip dividends* a los socios, sino también porque dicha cláusula estatutaria debe contener de manera detallada el régimen que resultará de aplicación a los *scrip dividends* que proponga la sociedad.

Asimismo, a las sociedades cotizadas británicas que deseen proponer *scrip dividends* a sus accionistas les resultan de aplicación las previsiones establecidas por la *London Stock Exchange*, bien con carácter general para todas las distribuciones de dividendos o bien con carácter especial para los *scrip dividends*. Estas previsiones se contienen, principalmente, en los *LSE Admission and Disclosure Standards* y en el *Dividend Procedure Timetable* publicado anualmente por la LSE[103].

Finalmente, para completar lo expuesto tenemos que hacer referencia a las directrices y recomendaciones elaboradas por diversas instituciones privadas con intereses en la materia como, por ejemplo, los *Investor Protector Committees* [IPCs]. Estas directrices y recomendaciones, en la mayoría de los casos, recogen las preferencias de los inversores institucionales y constituyen el denominado *soft law*, ya que aunque carecen fuerza legal *per se*, las sociedades suelen seguirlas como consecuencia del poder que ostentan los referidos inversores, quienes actúan como verdaderos *lobbies* en el mercado[104]. Entre estas directrices y recomendaciones debemos destacar las *Share capital management guidelines*, publicadas por la

[103] Disponibles en http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/rules-regulations.htm.

[104] FEATHERBY, J., «Scrip dividends : are they really a good idea?», *PLC*, Vol. I, nº 3, september 1990, págs. 24- 29, pág. 29.

Investment Association[105], las *Corporate governance and vote guidelines,* publicadas por *Pensions and Lifetime Savings Association*[106], y las *UK shareholder voting guidelines*, publicadas por *Pensions Investment Research Consultants*[107].

5.2. *Las formalidades societarias para poder ofrecer scrip dividends en pago del dividendo*

5.2.1. La previsión estatutaria del pago de *scrip dividends*

Para que una sociedad pueda ofrecer el pago del dividendo mediante *scrip dividends* a sus accionistas, es necesario que exista una previsión estatutaria expresa autorizando la posibilidad de que el pago del dividendo se realice a través de esta modalidad. Ante la ausencia de una cláusula estatutaria en este sentido, los dividendos deberían ser abonados en efectivo, de conformidad con la regla establecida en el ya referido caso *Wood v Odessa Waterworks Co (1889) 42 Ch D 636*[108].

En este sentido, los propios modelos de estatutos sociales de las sociedades anónimas británicas recogidos en The Companies (Model Articles) Regulations 2008 (SI 2008/3229) recogen la previsión de distribuciones que no se realicen en efectivo, siempre que sean sometidas a la aprobación de la junta general de accionistas109.

---

[105] Disponible en https://www.ivis.co.uk/media/12250/Share-Capital-Management-Guidelines-July-2016.pdf.

[106] Disponible en http://www.plsa.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/0556-2016-Corporate-Governance-Policy-and-Voting-Guidelines.aspx.

[107] Disponible en http://pirc.co.uk/news-and-resources2/guidelines.

[108] *"(...) That then brings me to consider whether that which is proposed to be done in the present case is in accordance with the articles of association of the company. Those articles provide (101) that the directors may, with the sanction of a general meeting, declare a dividend to be paid to the shareholders. Primâ facie that means to be paid in cash. The debenture-bonds proposed to be issued are not payments in cash; they are merely agreements or promises to pay: and if the contention of the company prevails a shareholder will be compelled to accept in lieu of cash a debt of the company payable at some uncertain future period. In my opinion that contention ought not to prevail unless there be a context which shews that which I have said is the primâ facie meaning of art. 101 is not the true meaning, otherwise the shareholders will be deprived of the right to which every one is *643 entitled under our law of disclaiming or refusing acceptance of every species of property not being property cast upon him by operation of law (...)"*

[109] *Model articles for public companies, regulation 4, schedule 3, paragraph 76. The Companies (Model Articles) Regulations 2008* (SI 2008/3229) constituyen una fuente de legislación

Debido a que las nuevas acciones emitidas como consecuencia de las elecciones realizadas por los accionistas en el *scrip dividend* traen causa de la capitalización de los beneficios o, en su caso, de las reservas, resulta igualmente necesario que esta posibilidad esté expresamente prevista en los estatutos sociales. En este sentido, y al igual que en el caso de las distribuciones que no se realizan en efectivo, los propios modelos de estatutos sociales amparan a las sociedades cotizadas para realizar estas capitalizaciones, siempre previo acuerdo al respecto de la junta general de accionistas[110].

Conforme a lo expuesto, las sociedades que desean ofrecer a sus accionistas la posibilidad de recibir acciones en lugar de efectivo como pago del dividendo, es decir, las sociedades que proponen *scrip dividends* a sus accionistas, deben incluir en sus estatutos sociales una cláusula estatutaria (o varias, si así resultara necesario) que autorice a este efecto.

Esta cláusula que, de manera general, recibe el nombre de «*scrip dividend article*», suele ser bastante extensa ya que en ella no sólo se recogen las correspondientes autorizaciones de los órganos sociales, sino que también regula el procedimiento y las características de los *scrip dividends* que ofrecerá la sociedad. No obstante, debido a la gran capacidad de las sociedades británicas para autorregularse, en concreto, para determinar, en aras al principio de autonomía de la voluntad, ciertos aspectos relativos a los programas de *scrip dividends*, la redacción de esta cláusula suele estar redactada en amplios términos. De esta manera, en los estatutos sociales suelen recogerse todas las posibles opciones que puede establecer la sociedad para cada uno de los aspectos o bien. establecerse que será el acuerdo de la junta general de

---

delegada elaborada en virtud del mandato contenido en *section* 19(1) de la CA 2006 (*Power of Secretary of State to prescribe model articles)*. La existencia de estos modelos de estatutos sociales no implica que las sociedades de los tipos societarios en ellos previstos (*private companies limited by shares, private companies limited by guarantee* y *public companies*) no gocen de libertad y flexibilidad para redactar los estatutos sociales de la manera que mejor se adapten a sus propias circunstancias. De conformidad con lo dispuesto en la *section* 20 de la CA 2006, el contenido de estos modelos integrará por defecto los estatutos de la correspondiente sociedad en tanto que ésta no haya previsto expresamente su exclusión o haya modificado su contenido (Sobre esta materia, *vid*. FRENCH, D., *Model articles of association for companies,* Oxford University Press, Oxford, 2009, págs. 5-8; FERRAN y CHAN HO, *Principles of corporate…, cit.,* pág. 9).

[110] *Model articles for public companies, regulation 4, schedule 3, paragraph 78*.

accionistas el que determine en qué sentido se regula el correspondiente aspecto. En ambos casos, la concreción del aspecto del *scrip dividend* correspondiente se postpone al momento de adopción del correspondiente acuerdo por la junta general de accionistas[111].

En esta cláusula estatutaria reguladora de los *scrip dividends* también suele hacerse referencia al procedimiento para el cálculo del precio de emisión de las nuevas acciones, a las soluciones que pueden adoptarse en los supuestos en que el importe del dividendo no se corresponda con un número entero de acciones [«*fractional entitlements*»], al proceso de notificación para los accionistas que no hayan realizado mandato a la sociedad sobre el pago de su dividendo, al proceso de recordatorio para aquéllos que sí que hayan realizado el mandato o a las partidas que se capitalizarán para materializar el *scrip dividend*.

Si llevamos este régimen a la práctica societaria británica, advertimos que es muy frecuente encontrar este «*scrip dividend article*» en los estatutos de las sociedades cotizadas y, en concreto, en los estatutos de las sociedades que conforman el índice FTSE 100[112]. La incorporación de este artículo a los estatutos permite que

[111] Pese a la libertad y flexibilidad de la que gozan las sociedades británicas para regular su actividad societaria, en materia de *scrip dividends*, al igual que en otras materias, la decisión de regular determinados aspectos en uno u otro sentido suele venir determinada por las recomendaciones y directrices marcadas por las instituciones privadas con intereses en la materia como, por ejemplo, la ya mencionada *Investment Asociation*. El contenido de estas recomendaciones y directrices se refiere a diversos aspectos como, por ejemplo, el período de validez de la autorización de la junta general al consejo de administración para ofrecer *scrip dividends*, la fórmula de cálculo del precio de referencia y el período de referencia utilizado para dicho cálculo, las condiciones que han de concurrir para poder cancelar una oferta de *scrip dividends* o cuál debe ser la opción subsidiaria a falta de elección expresa del accionista.

[112] *Vid*. *ad*. *ex*. los estatutos de 3i Group (artículo 125), Associated British Food (artículo 123), Admiral Group (artículo 151), Anglo American (artículo 120), Antofagasta (artículo 130), ARM Holdings (artículo 112), Ashtead Group (artículo 119), Astrazeneca (artículo 118), Aviva (artículo 125), Babcock International (artículos 150, 151 y 152), BAE Systems (artículo 130), Barclays (artículo 132), Berkeley Group Holdings (artículo 142, 143 y 144), BHP Billiton (artículo 130), British Petroleum (artículo 134), British American Tobacco (artículo 117), British Land Company (artículo 154), BT Group (artículo 102), Bunzl (artículo 147), Burberry Group (artículo 115), Capita Group (artículo 126), Carnival (artículos 239 y 240), Centrica (artículo 122), Compass Group (artículos 180 y 181), CRH (artículo 137.b), Direct Line (artículo 113), Dixons Carphone (artículo 112), Easyjet (artículo 144), Experian (artículo 132), Fresnillo (artículo 119), GKN (artículo 142), Glaxosmithkline (artículo 127), Glencore (artículo 142), Hammerson (artículo 146), Hargreaves Lansdown (artículo 142), HSBC Holdings UK (artículo 157), Imperial Brands (artículo 113), Informa (artículo 106), Inmarsat (artículo 124), Intercontinental Hotels Group (artículo 139), Intertek Group (artículo 136), Intu Properties

estas sociedades tengan posibilidad de ofrecer a sus accionistas el pago del dividendo en acciones, cuando así lo consideren conveniente. Ello dota a las sociedades que lo incorporan de una mayor flexibilidad en sus políticas retributivas, sin la necesidad de modificar sus estatutos sociales, y les permite adaptarlas a sus circunstancias y necesidades, al igual que a las de sus accionistas.

La existencia de esta autorización a través de una cláusula estatutaria que venimos analizando resulta un requisito esencial, de manera que si se diera el supuesto en que una sociedad británica deseara proponer el pago de *scrip dividends* a sus accionistas pero, conforme a la redacción de sus estatutos sociales, no estuvieran permitidas estas distribuciones, resultaría necesario realizar una modificación estatutaria para recoger la correspondiente autorización. De conformidad, con la *section* 21 (1) de la CA 2006, esta modificación estatutaria debería realizarse a través de resolución especial.

Asimismo, al margen de la necesaria previsión estatutaria referida con anterioridad, y debido a que en los *scrip dividends* se emiten nuevas acciones como consecuencia de las elecciones realizadas por los accionistas en este sentido, resulta necesario que el consejo de administración de la sociedad se encuentre investido de la facultad necesaria para emitir nuevas acciones de conformidad con lo dispuesto en *section 551* de la CA 2006[113]. El otorgamiento de esta facultad puede realizarse a

(artículo 132), ITV (artículo 130), Johnson Matthey (artículo 119), Kingfisher (artículos 179 y 180), Land Securities (artículo 122), Legal & General (artículo 124), Lloyds Group (artículo 121), London Stock Exchange (artículos 177 y 178), Mediclinic (artículo 112), Merlin (artículos 137, 138 y 139), Mondi (artículo 126), Morrison (WM) (artículo 153), National Grid (artículo 108), Next (artículo 114), Old Mutual (artículo 123), Pearson (artículo 135.2), Persimmon (artículo 192), Provident Financial (artículo 119), Prudential (artículo 162), Randgold Resources (artículo 88), Royal Dutch Shell (artículo 125), Reckitt Benckiser Group (artículo 118), Relx (artículos 184 y 185), Rexam (artículo 114), Rio Tinto (artículo 128), Rolls-Royce Holding (artículos 177 y 178), Royal Bank of Scotland (artículos 133 y 134), Royal Mail (artículo 122), RSA Insurance (artículo 125, 126 y 127), Sabmiller (artículo 151), Sage Group (artículo 97), Sainsbury (artículo 139), Schroders (artículo 121), Severn Trent (artículo 118), Shire (artículo 137), Sky (artículo 138), Smith & Nephew (artículo 133.2), Scottish and Southern Energy (artículo 90), St. James's Place (artículo 130), Standard Chartered (artículo 127), Standard Life (artículo 125), Taylor Wimpey (artículo 130), Tesco (artículo 111), Travis Perkins (artículo 119), Tui AG (artículo 127), Unilever (artículo 139), United Utilities (artículo 126), Vodafone Group (artículo 131), Whitbread (artículo 119), Worldpay Group (artculo 114) y WPP (artículo 128), todos ellos consultados a fecha 30 de junio de 2016.

[113] Hemos de poner de manifiesto que nos referimos a «consejo de administración» porque los estatutos de las sociedades cotizadas analizadas establecen este órgano de gobierno de la sociedad. Si

través de una cláusula estatutaria o mediante un acuerdo ordinario de la sociedad en la junta general de accionistas.

Por último, hemos de hacer referencia a que esta facultad atribuida al consejo de administración a través de las cláusulas estatutarias referidas con anterioridad no puede otorgarse de manera general e indefinida, ya que situaría al consejo de administración de la sociedad en una situación de preeminencia frente a los accionistas y podría prestarse a situaciones de abuso. Por este motivo, resulta necesario que el otorgamiento de la facultad de ofrecer *scrip dividends* para el pago del dividendo sea renovado periódicamente, lo cual debería realizarse por acuerdo de la junta general de accionistas y, al menos, cada tres años conforme a las directrices marcadas por *Investment Association*[114]. En el caso de que la sociedad desee ofrecer *enhanced scrip dividends*, este requisito de la renovación se endurece y resulta necesario que la facultad se renueve anualmente y se otorgue mediante resolución especial, es decir, mediante un acuerdo con mayoría reforzada[115].

5.2.2. La aprobación del *scrip dividend* por la junta general de accionistas

Al margen de la necesidad de las correspondientes previsiones estatutarias facultando al consejo de administración para poder ofrecer *scrip dividends* a los accionistas en pago del dividendo que corresponda, resulta igualmente necesario que, llegado el momento en que dicho órgano decida ofrecer esta modalidad retributiva, esta decisión concreta se someta a la aprobación de la junta general de accionistas. Este acuerdo debe adoptarse mediante mayoría simple y debe estar redactado de tal

---

bien es cierto, la *section* 154 de la CA 2006 únicamente establece como requisito que las *public companies* tengan, al menos, dos consejeros.

[114] *Share capital management guidelines,* Investment Association, july 2016, Guideline 3.1.3. Con anterioridad, la recomendación en este sentido era que esta facultad se renovara cada cinco años (*Guidelines on scrip dividends*, Association of British Insurers, junio 1999) por ello, éste es el plazo de validez de la autorización que aún recogen los estatutos de muchas de las sociedades cotizadas británicas integrantes del índice FTSE 100. Entre las sociedades que actualmente ya recogen la renovación cada tres años se encuentran British Petroleum, Burberry Group, Shire o Travis Perkins.

[115] Así lo establecían en el año 1999, las *Guidelines on scrip dividends* de la *Association of British Insurers*. En la actualidad, las recomendaciones de su sucesora, *Investment Association*, no hacen siquiera referencia a esta figura, ya que prácticamente no es utilizada.

manera que resulte necesaria la elección expresa de aquel accionista que desee recibir su dividendo en acciones[116].

Este acuerdo autorizará al consejo de administración de la sociedad a ofrecer *scrip dividends* a los accionistas. Posteriormente, las características del *scrip dividend* serán concretadas por el consejo de administración con ocasión del correspondiente dividendo, dentro del marco de posibilidades establecido por los estatutos sociales. Así, por ejemplo, el porcentaje del dividendo sobre el que se ofrece el *scrip dividend*, la solución aplicable a los *fractional entitlements*, etc. se acordarán por el órgano de administración. Asimismo, determinados aspectos adicionales podrán constar en el acuerdo de la junta, dependiendo de si el *scrip dividend* será ofrecido en la variedad de *scrip dividend alternative* o en la variedad de *scrip dividend mandate scheme*.

De esta manera, en caso de que la sociedad ofrezca la posibilidad de que el accionista elija entre recibir efectivo o recibir acciones para un dividendo concreto (*scrip dividend alternative*), se requiere que el acuerdo social determine cuál será el dividendo concreto en que se ofrecerá a los accionistas esta modalidad de pago del dividendo.

Por su parte, cuando la sociedad vaya a establecer un *scrip dividend mandate scheme*, el acuerdo de la junta general de accionistas debe permitir al consejo de administración la instauración del correspondiente programa estableciendo, para ello, el período de validez de dicho programa. Este período de validez del programa, en línea con lo que hemos apuntado en relación con la autorización atribuida a los administradores para ofrecer *scrip dividends* a los accionistas, no podrá ser superior al período de validez otorgado a la referida autorización. No obstante, aun en los supuestos en que la sociedad opte por establecer un programa de *scrip dividends*, el acuerdo de la junta suele establecer que el consejo de administración, a su propia discreción, puede decidir en qué pagos ofrecerá *scrip dividends* y en cuáles únicamente el pago del dividendo en efectivo.

---

[116] *Corporate governance and vote guidelines,* Pensions and Lifetime Savings Association, noviembre 2015, Resolution 8.2; *UK shareholder voting guidelines 2016*, Pensions Investment Research Consultants, pág. 18.

5.2.3. Previsiones especiales: la *Scrip Dividend Circular*

Las sociedades cotizadas británicas, como resulta habitual para esta tipología de sociedades también en el resto de países, se encuentran sometidas a un régimen de información más estricto, que trata garantizar el principio de transparencia y pretende reducir las posibles asimetrías informativas. Por este motivo, cuando una sociedad cotizada del Reino Unido quiere ofrecer a sus accionistas el pago del dividendo vía *scrip dividends*, además de cumplir con los requisitos expuestos en los apartados anteriores —previsión estatutaria y aprobación por la junta general de accionistas—, es necesario que cumpla con una formalidad adicional: la sociedad deberá elaborar una circular para poner en conocimiento del mercado y, consiguientemente, de todos sus accionistas, el ofrecimiento del *scrip dividend*.

Con carácter general, la circular debe recoger información concreta de la operación como por ejemplo, el precio de referencia, el importe correspondiente al dividendo en efectivo, la solución adoptada en los supuestos de desajuste entre el importe del dividendo y el número de acciones correspondientes, el período de elección del pago del dividendo en acciones o de elección de la posible cancelación del mandato previamente realizado. No obstante, el contenido de esta circular tiene singularidades específicas según se trate de un *scrip dividend alternative* (LR 13.8.6R) o de un *scrip dividend mandate scheme* (LR 13.8.7R).

En realidad, la *Scrip Dividend Circular* no establece ningún requisito adicional desde el punto de vista societario, sino que su publicación es una obligación extra que se impone a las sociedades cotizadas debido al estricto régimen de transparencia al que se encuentran sometidas.

5.3. *El porcentaje del dividendo a recibir en acciones*

Los estatutos de las sociedades cotizadas en la LSE establecen que, el acuerdo por el que la junta general de accionistas aprueba el *scrip dividend,* determinará si el ofrecimiento de recibir nuevas acciones de la sociedad totalmente desembolsadas se realizará en relación con la totalidad del importe del dividendo en efectivo o se limitará a un porcentaje determinado de éste.

En este sentido, en la práctica societaria británica no nos consta que ninguna de las sociedades objeto de análisis haya establecido limitación a este valor. Es decir, en las operaciones analizadas en el período 2009-2015, las sociedades han ofrecido el *scrip dividend* en relación con la totalidad del importe del dividendo en efectivo.

Un supuesto distinto del expuesto, aunque con similares efectos en la práctica ya que en ambos casos el accionista recibiría parte del dividendo en efectivo y parte del dividendo en acciones, es la posibilidad de participar en el *scrip dividend* con un número de acciones inferior al número total que compone la cartera del accionista [*partial elections*].

En este sentido, la regla general es que el accionista debe participar en el *scrip dividend* por la totalidad de las acciones de la sociedad de las que es titular. Sin embargo, existe la posibilidad de que soliciten participar por un número inferior, para lo cual debe concedérseles la correspondiente autorización por el consejo de administración de la sociedad. En este caso, el accionista recibirá las acciones que le correspondan en virtud del número de acciones con las que participa en el *scrip dividend* y el importe en efectivo correspondiente a las acciones con las que no ha participado, o sea, el accionista recibirá una retribución de carácter mixto.

5.4. *La clase de las nuevas acciones a emitir*

Conforme a lo recogido por la mayoría de los estatutos de las sociedades cotizadas integrantes del índice FTSE 100, como regla general, las nuevas acciones emitidas para satisfacer el pago del dividendo de aquellos accionistas que han acudido al *scrip dividend* serán de la misma clase que aquellas acciones que dieron derecho al dividendo. Sin embargo, unas y otras sociedades difieren en la amplitud con la que los estatutos permiten ofrecer esta posibilidad.

Así, la mayor parte de estas sociedades limitan la posibilidad ofrecer *scrip dividends* a los titulares de acciones ordinarias quienes, conforme a la regla general,

recibirán nuevas acciones ordinarias[117]. Por su parte, en los estatutos de otras sociedades se amplía esta posibilidad a los titulares de todas las clases de acciones, de manera que establecen que la sociedad puede ofrecer a los titulares de cualquier clase de acciones la posibilidad de recibir nuevas acciones de la misma clase en pago de su dividendo[118].

Sin embargo, en el propio ámbito de los estatutos de las referidas sociedades integrantes del índice FTSE 100, encontramos excepciones a esta regla general o supuestos que, al menos, ofrecen diversas lecturas.

La primera de estas excepciones es la contenida en los estatutos de sociedades como WPP en virtud de los cuales, el ofrecimiento de los *scrip dividends* se limita únicamente a los titulares de acciones ordinarias, pero las acciones recibidas por éstos en pago de su dividendo pueden ser tanto acciones ordinarias como acciones de otra clase, es decir, acciones privilegiadas[119].

Otra excepción a la regla general la encontramos en los estatutos sociales de Antofagasta, Aviva o Inmarsat, en los que se establece que, en virtud de la operación de *scrip dividends*, la sociedad puede ofrecer a los accionistas de una clase determinada de acciones, ordinarias o privilegiadas, la posibilidad de recibir acciones de la misma clase o la posibilidad de recibir acciones ordinarias[120]. En la misma línea, los estatutos de otras sociedades como, por ejemplo, Informa o Tesco establecen que

[117] En este sentido, los estatutos de la mayoría de las sociedades integrantes del índice FTSE 100 recogen que *"the board may offer any holders of ordinary shares the right to elect to receive ordinary shares (...)"*.

[118] Así, los estatutos de sociedades como Imperial Brands establecen que "*the board may offer any holders of any particular class of shares the right to elect to receive further shares of that class (...)*".

[119] En este sentido, los estatutos de WPP establecen que "*the board may offer any holders of ordinary shares the right to elect to receive further shares (whether or not of that class)"*

[120] Los estatutos de estas sociedades (Antofagasta, Aviva o Inmarsat) establecen que "*the board may allot to those holders of a particular class of shares who have elected to receive them further shares of that class or ordinary shares (...)*".

la sociedad puede ofrecer a los accionistas de una clase determinada de acciones la posibilidad de recibir nuevas acciones, sean o no de la misma clase[121].

En todos estos casos, dado que existen distintas posibilidades, si el accionista recibiera acciones de la misma clase, sí que nos encontraríamos ante un caso que cumpliría con la regla general, sin embargo, en el supuesto de que los titulares de acciones ordinarias recibieran acciones privilegiadas o en el supuesto de que los titulares de una clase especial de acciones recibieran acciones ordinarias, nos encontraríamos ante una excepción a esta regla.

Una tercera excepción a la regla general la encontramos en los estatutos sociales de la sociedad Morrison. En dichos estatutos se establece que los accionistas de cualquier clase de acciones que hayan aceptado el *scrip dividend*, recibirán acciones ordinarias en pago de su dividendo[122]. Una vez más, si los accionistas fueran titulares de acciones ordinarias nos encontraríamos ante un supuesto que cumple con la regla general. Sin embargo, si los accionistas son titulares de unas acciones privilegiadas y reciben acciones ordinarias en el *scrip dividend*, nos encontramos ante una clara excepción a la referida regla.

Finalmente, hemos de indicar que doce sociedades integrantes del índice FTSE 100 incluyen en sus estatutos una previsión general, sin especificaciones, lo que da lugar a varias lecturas[123]. En ellos se establece que la sociedad puede ofrecer a cualquier accionista el derecho a optar por recibir nuevas acciones de la sociedad ["*The board may offer any holder of shares the right to elect to receive shares (...)"*]. En lo referente a la primera parte de esta previsión estatutaria, entendemos que, dado que no se concreta una clase específica sino que se hace referencia a "*cualquier accionista*", no ha de entenderse limitado únicamente a los titulares de acciones

[121] Los estatutos de sociedades como Informa o Tesco establecen que "*the board may offer any holders of any particular class of shares the right to elect to receive further shares (whether or not of that class)*".

[122] Los estatutos de Morrison establecen que "*the directors may offer the shareholders or any class of them the right to elect to receive an allotment of additional ordinary shares (...)*".

[123] Estas doce sociedades integrantes del índice FTSE 100 son Compass Group, Direct Line, Intertek Group, ITV, Kingfisher, Randgold Resources, Relx, Rolls-Royce, Sabmiller, Smith&Nephew, SSE y Worldpay.

ordinarias, sino que el ofrecimiento del *scrip dividend* es extensible a los titulares de cualquier clase de acciones. Sin embargo, en lo que a la segunda parte de la previsión estatutaria respecta, al referirse de manera genérica a "*acciones*" queda abierto a distintas posibilidades, principalmente, que estas acciones sean de la misma o de diferente clase que aquellas que le otorgaron el derecho. En este sentido, de acuerdo con la regla general aplicable a los *scrip dividends*, entendemos que estas acciones han de ser de la misma clase que aquellas que le dieron el derecho al dividendo.

5.5. *El precio de referencia de las nuevas acciones y la determinación del número de nuevas acciones que corresponde a cada accionista*

Como resulta evidente, el cálculo del precio de las acciones emitidas como consecuencia del *scrip dividend,* lo que se conoce como «precio de referencia», es un aspecto de gran transcendencia en la operación, debido a que de este precio se deriva el número de nuevas acciones que recibirá cada accionista, es decir, la *ratio* dividendo en efectivo/*scrip*.

En este sentido, las sociedades británicas gozan de una amplia libertad para establecer en sus estatutos sociales y, por tanto, para aplicar, el procedimiento, la fórmula y los criterios de cálculo de este precio de referencia que consideren más convenientes. De esta manera, las sociedades tienen varias opciones para establecer dicho precio; sin embargo, en la práctica societaria, la fórmula de cálculo de este precio de emisión se encuentra prácticamente unificada al aplicarse los criterios recomendados por los inversores institucionales debido, una vez más, a la gran influencia ejercida por éstos en el gobierno de la sociedad.

En el caso de las sociedades cotizadas, tenemos conocimiento de la fórmula de cálculo de este precio de referencia no sólo a través de los estatutos sociales, sino también a través de los *Terms and Conditions* que elabora la sociedad. Así, a continuación, analizaremos la fórmula de cálculo de este precio de referencia en las sociedades cotizadas en relación con los *standard scrip dividends*. No obstante, debido a que los *enhanced scrip dividends* presentan singularidades tanto en relación con el cálculo de este precio de referencia como con la determinación del número de

acciones concretas que recibirá cada accionista como consecuencia del importe mejorado que le corresponde, consideramos conveniente referir estas singularidades de los *enhanced scrip dividends* de manera diferenciada en este epígrafe.

5.5.1. *Standard scrip dividends*

Los estatutos sociales de las sociedades cotizadas integrantes del índice FTSE 100 prevén una fórmula específica de cálculo del precio de referencia de las nuevas acciones que resulta de aplicación a los *standard scrip dividends*. Sin perjuicio de esta previsión, muchos de estos textos estatutarios introducen la posibilidad de que el correspondiente acuerdo de la junta de aprobación del *scrip dividend* establezca otra fórmula de cálculo que resulte más adecuada.

En este sentido, de manera general, los estatutos establecen que el precio de referencia (PRef) se calculará como la media de las cotizaciones de las acciones de la sociedad durante un período determinado, que suele corresponderse con cinco sesiones bursátiles. Sin embargo, existe diferencia en el criterio temporal aplicado para seleccionar estas cinco sesiones bursátiles de referencia.

De esta manera, entre las sociedades cotizadas integrantes del índice FTSE 100, podemos distinguir tres criterios diferenciados en la selección de estas sesiones bursátiles de referencia para el cálculo del precio del *scrip dividend*.

En primer lugar, la *Management Association*[124] recomienda que estas cinco sesiones de referencia se inicien en la fecha *ex-dividendo*, de manera que sean la sesión de dicha fecha y las cuatro sesiones siguientes las que se tomen en consideración para efectuar el correspondiente cálculo. Éste es el criterio de cálculo establecido estatutariamente por gran parte de las sociedades integrantes de índice FTSE 100[125].

---

[124] *Share capital management guidelines,* Investment Association, july 2016, Guideline 3.1.4.

[125] Tal es el caso de Associated British Food, Admiral Group, Anglo American, Antofagasta, ARM Holdings, Astrazeneca, Aviva, BAE Systems, BHP Billiton, British Petroleum, British American Tobacco, British Land Company, BT Group, Bunzl, Capita Group, Carnival, Compass Group, Direct Line, Dixons Carphone, Easyjet, Experian, Fresnillo, Glencore, Hammerson, Hargreaves Lansdown,

En segundo lugar, otros estatutos sociales introducen la posibilidad de que estas sesiones no se correspondan necesariamente con las cinco primeras sesiones de cotización *ex-dividendo*. Para ello, establecen un período de referencia de cinco sesiones bursátiles que, aunque no las concretan, sí determinan que han de ser posteriores a la fecha *ex-dividendo*[126].

En tercer y último lugar, algunas de estas sociedades también contemplan la posibilidad de que estas sesiones bursátiles sean anteriores a la referida fecha, en cuyo caso, para el cálculo, deberá deducirse el importe del dividendo[127].

La ya referida libertad que ostentan las sociedades británicas para establecer la fórmula de cálculo del precio de referencia también se extiende a la determinación de la cotización que debe tomarse en consideración para el referido cálculo. De manera predominante, las sociedades cotizadas británicas utilizan como referencia la media de las cotizaciones del mercado [*middle market quotations*] de cada una de las sesiones de referencia, lo que se corresponde con el promedio de los mejores precios de compra y venta registrados en cada sesión. Sin embargo, también hay sociedades que recurren a la media de los valores de mercado [*market values*][128] o a la media de los precios de cierre [*closing prices*][129].

De acuerdo con todo lo expuesto, la fórmula de cálculo del precio de referencia ($PRef$) sería la siguiente:

$$\mathrm{PRef} = \overline{\mathrm{x}}_5$$

HSBC Holdings UK, Imperial Brands, Informa, Inmarsat, Intercontinental Hotels Group, ITV, Johnson Matthey, Kingfisher, Lloyds Group, London Stock Exchange, Mediclinic, Mondi, National Grid, Next, Pearson, Provident Financial, Randgold Resources, Relx, Rexam, Rio Tinto, Rolls-Royce Holding, Royal Bank of Scotland, Sage Group, Severn Trent, Sky, Scottish and Southern Energy, St. James's Place, Taylor Wimpey, Tesco, Travis Perkins, Tui AG, Unilever, United Utilities, Vodafone Group o Worldpay Group.

[126] Tal es el caso de 3i Group, Ashtead Group, Burberry Group, Centrica, Gloxosmithkline, Intertek Group, Intu Properties, Land Securities, Legal & General, Morrison (WM), Old Mutual, Persimmon, Reckitt Benckiser Group, Royal Dutch Shell, Royal Mail, Schroders, Shire, Smith & Nephew, Standard Chartered, Standard Life o Whitbread.

[127] Este es el caso de Barclays, Sabmiller o Sainsbury.

[128] Intertek Group, Royal Dutch Shell y Shire.

[129] British Petroleum, Intercontinental Hotels Group y Mondi.

Donde:

$\overline{x}_5$, es la media de las cotizaciones consideradas en las cinco sesiones de referencia.

A continuación, se determina el importe total del dividendo que le corresponde a cada accionista ($Importe_n$), que se calcularía como sigue:

$$\text{Importe}_\text{n} = \text{Div}_\text{efectivo} \cdot \text{accs}_\text{n}$$

Donde:

n, es cada accionista;

$Div_{efectivo}$, es el importe del dividendo en efectivo correspondiente a cada acción;

$accs_n$, es el número de acciones antiguas de las que es titular cada accionista.

Finalmente, procede determinar el número de acciones nuevas que le corresponde suscribir a cada accionista. Como ya hemos apuntado con anterioridad, la regla en los *standard scrip dividends*, es que los accionistas que optan por el *scrip dividend* no deben recibir en acciones un valor superior al que recibirían si hubieran optado por recibir el dividendo en efectivo. Así, el cálculo del número de acciones nuevas ($Accs\ nuevas_n$)sería:

$$\text{Accs nuevas}_\text{n} = \frac{\text{Importe}_\text{n}}{\text{PRef}}$$

Donde:

$Importe_n$, es el importe total del dividendo que le corresponde a cada accionista;

$PRef$, es el precio de referencia de las nuevas acciones.

5.5.2. *Enhanced scrip dividends*

En la variedad de los *enhanced scrip dividends* se producen dos singularidades: por un lado, la fecha que se toma como referencia para el cálculo del precio de emisión de las acciones y, por otro lado, el contravalor que corresponde a las acciones que recibe cada accionista.

En relación con la primera de estas singularidades, en el caso de los *enhanced scrip dividends* la Bolsa de Londres permitió que el período de referencia para el cálculo del precio de emisión de las nuevas acciones se retrasara desde la fecha *ex-dividendo* hacia una fecha más próxima a la efectiva emisión de éstas[130]. La finalidad de esta modificación respecto al calendario fijado con carácter general para los *standard scrip dividends* era la de reducir el riesgo asumido derivado de posibles descensos en la cotización de las correspondientes acciones.

Si bien la eliminación total del riesgo derivado de la bajada en el precio de cotización no resulta posible, la probabilidad de que se produzca esta bajada será menor cuanto menor sea el período de tiempo que transcurre entre el cálculo del precio y la efectiva emisión de las acciones[131]. Dejamos al margen, claro es, los

---

[130] *Notice N10/94*, april 1994, London Stock Exchange. En ella se establecía que el período de referencia para el cálculo del precio de emisión de las acciones en los *enhanced scrip dividends* debía finalizar, a lo sumo, cinco sesiones bursátiles antes del inicio de los trámites para la negociación de las nuevas acciones.

[131] Nótese que en el caso de los *standard scrip dividends*, en lugar de esta postposición del período de cálculo del precio de referencia, la medida que se adoptó para proteger al accionista frente a las posibles descensos en el precio de las acciones fue introducir la posibilidad de que la sociedad cancelara la oferta de *scrip dividends* en caso de que el precio de las acciones se sitúe por debajo del precio-suelo fijado, abonando el correspondiente importe en efectivo a los accionistas que hubieran optado por recibir el dividendo en acciones (*Vid. infra* Cap. II, § 5.7). En este sentido, entendemos que la propia esencia de los *enhanced scrip dividends* justifica que no se optara como solución por la cancelación de la oferta, ya que los accionistas que hubieran elegido recibir su dividendo en acciones recibirían un importe superior al de aquellos que hubieran elegido inicialmente recibirlo en efectivo. Sin embargo, la postposición del período de cálculo sí que podría aplicarse a los *standard scrip dividends*, pero ello implicaría que los accionistas no conocieran el precio de referencia y por tanto, el número de acciones que les corresponden con anterioridad a decidirse por una opción u otra. Este desconocimiento

supuestos de negociación computarizada de alta frecuencia [*high frequency trading*], ya que en estos casos las variaciones del precio de cotización se producen en segundos[132].

En relación con la segunda singularidad, ya hemos indicado que los *enhanced scrip dividends* rompieron la máxima que generalmente regía esta operativa, de manera que la alternativa de recibir el dividendo en acciones resultaba más valiosa que la alternativa de recibir el dividendo en efectivo.

De esta manera, una vez calculado el precio de referencia conforme a lo referido en los párrafos anteriores, llegado el momento de calcular el importe total del dividendo que corresponde a cada accionista ($\mathrm{Importe_n}$), al importe del dividendo en efectivo se le aplica un porcentaje de mejora (φ). Así, una vez calculado este «importe del dividendo mejorado» se determina, conforme a la manera general, el número de acciones nuevas que corresponden a cada accionista, esto es, dividiéndolo entre el precio de referencia.

Conforme a lo expuesto, en los *enhanced scrip dividends*, el importe total del dividendo que corresponde a los accionistas que optan por recibirlo en acciones ($Importe_n$) se calcula como sigue:

$$\mathrm{Importe_n} = [\mathrm{Div_{efectivo}} \cdot (1 + \varphi)] \cdot \mathrm{accs_n}$$

Donde:

n, es cada accionista;

$Div_{efectivo}$, es el importe del dividendo en efectivo correspondiente a cada acción;

---

también se produce en el caso de los *enhanced scrip dividends*, pero se ve compensado por la mejoría que se les ofrece en el importe.

[132] En los últimos años la negociación computarizada de alta frecuencia ha representado casi la mitad de las órdenes emitidas en la LSE. *Vid*. sobre esta modalidad de negociación en los mercados bursátiles, SÁNCHEZ MOJO, M. y PINEDA MARTÍNEZ, A., «La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (*high frequency trading*). Características y regulación», *RDMV*, 12, 2013, págs. 227-244.

φ, es el porcentaje de mejora aplicado sobre el dividendo en efectivo para los accionistas que optan por el dividendo en acciones[133];

$accs_n$, es el número de acciones antiguas de las que es titular cada accionista.

Consecuentemente, en los *enhanced scrip dividends,* al accionista que opte por recibir su dividendo en acciones, le corresponderá un número superior de acciones que en el caso de los *standard scrip dividends*. Todo ello sin perjuicio de las variaciones que se pudieran producir en esta cifra, como consecuencia de posibles variaciones en el precio de emisión de las acciones, debido al cambio del período de referencia.

5.6. *Los desajustes entre el importe del dividendo a percibir y el número de acciones a recibir [«fractional entitlements»]*

Normalmente, el número de acciones de que es titular cada accionista no es un múltiplo exacto de la ratio de referencia para la emisión de las nuevas acciones en el *scrip dividend*. Esto es, suele suceder que el importe al que accionista tiene derecho en concepto de dividendo no se corresponde con un número entero de las acciones emitidas en el *scrip dividend*. Debido a ello, es necesario que las sociedades que ofrecen *scrip dividends* establezcan cuál es la solución que se adoptará ante estos supuestos, concretamente, cómo ha de procederse con los importes remanentes.

Como ya hemos apuntado con anterioridad, el propio «*scrip dividend article*» de los estatutos sociales debe contener las previsiones correspondientes en este sentido. Sin embargo, resulta habitual que en el texto estatutario únicamente se enumeren las distintas opciones que pueden adoptarse para solucionar estas situaciones, permitiendo que sea el consejo de administración de la sociedad quien decida en cada caso cuál de ellas debe aplicarse. Es decir, la cláusula estatutaria suele estar redactada en sentido amplio, de esta manera que es el consejo quien, al realizar la propuesta de acuerdo que debe someterse a la aprobación de la junta general ordinaria

[133] Por tanto, el «importe del dividendo mejorado» que corresponde a cada acción en los *enhanced scrip dividends* se calcula mediante la fórmula $[\text{Div}_{\text{efectivo}} \cdot (1 + \varphi)]$.

de accionistas, concreta cómo han de solucionarse estos desajustes entre el importe del dividendo a percibir y el número de acciones a recibir. No obstante, el consejo de administración deberá optar por alguna de las soluciones recogidas estatutariamente, salvo que la cláusula estatutaria prevea una enumeración *numerus apertus*, en cuyo caso entendemos que el consejo de administración está facultado para acordar la solución que estime conveniente, sin perjuicio de la indeterminación e inseguridad jurídica que ello supone[134].

Entre las diferentes soluciones que suelen preverse en los estatutos de las sociedades integrantes del índice FTSE 100 podemos citar, entre otras, que el importe sobrante revierta a favor de la sociedad, que dicho importe sea retenido por la sociedad y se acumule en favor del accionista en el siguiente *scrip dividend*, que el importe sobrante sea ignorado, que el número de acciones sea redondeado (bien al alza o bien a la baja) o que el accionista reciba o abone un importe en efectivo para suscribir un número entero de acciones.

En la práctica, hasta mediados de la década de los 90, las soluciones adoptadas por las sociedades británicas consistían en que, o bien el accionista recibía el número de acciones enteras que le correspondían y el importe sobrante en efectivo, o bien abonaba el importe diferencial en efectivo para poder recibir el número entero de acciones inmediatamente superior. Sin embargo, en términos de gestión, ambas soluciones resultaban muy costosas para las sociedades debido a que solía tratarse de un alto número de accionistas pero con cantidades muy reducidas[135].

Por este motivo, las sociedades británicas buscaron una solución a estos desajustes que les resultara menos gravosa y, por tanto, más favorable a sus propios intereses. Así, pese a que algunas sociedades mantuvieron el pago de este importe en

---

[134] Gran parte de los estatutos de las sociedades cotizadas integrantes del FTSE 100, introducen las distintas opciones para solucionar estos supuestos con *"The directors may make such provision as they think fit for any fractional entitlements, for example (...)"*. De esta manera, en tanto que la enumeración se recoge únicamente a título ejemplificativo, entendemos que se recoge una enumeración *numerus apertus* y que, por tanto, el consejo estará facultado para proponer una solución distinta a las recogidas estatutariamente si así lo considerara necesario.

[135] GROSSMAN, A., «Scrip dividend schemes», *CSR*, Vol. 16, nº 15, december 1992, pág. 119; FEATHERBY, «Scrip dividends…», *cit*., pág. 26.

efectivo[136] o el redondeo al alza o a la baja, dependiendo del valor de las décimas[137], la amplia mayoría de las sociedades cotizadas adoptaron una solución más sencilla a efectos de gestión. Tal solución consiste en que el número de acciones se redondee a la baja y que el importe sobrante tras la suscripción de las nuevas acciones se mantenga en depósito en la compañía, sin que el accionista reciba ningún tipo de interés ni contraprestación por tal concepto[138]. Este importe se incluirá en los cálculos relativos al siguiente *scrip dividend*, incrementando el numerador de la fórmula de cálculo del número de acciones que le corresponden al accionista, es decir, sumándose al importe del correspondiente dividendo en efectivo. Así se realizará sucesivamente en los posteriores *scrip dividends*, hasta que la suma de estos importes residuales en efectivo se corresponda con un número entero de acciones.

De esta manera, en el supuesto de que existieran importes residuales en efectivo de *scrip dividends* anteriores, la fórmula de cálculo del número de acciones que corresponden a los accionistas ($Accs\ nuevas_n$) que han optado por recibir el dividendo en acciones sería la siguiente:

$$\text{Accs nuevas}_{\text{n}} = \frac{(\text{Div}_{\text{efectivo}} \cdot \text{accs}_{\text{n}}) + [\text{importe residual}_{\text{t}-1}]_{\text{n}}}{\text{PRef}}$$

Donde:

n, es cada accionista;

$Div_{efectivo}$, es el importe del dividendo en efectivo correspondiente a cada acción;

$accs_n$, es el número de acciones antiguas de las que es titular cada accionista;

---

[136] Entre otras, Intu Properties.

[137] Entre otras, Old Mutual establece en los *Terms and Conditions* de su *scrip dividend scheme* que si, al calcular el número de acciones, las décimas son superior a cinco, se entregará el número de acciones inmediatamente superior, sin necesidad de abono de cantidad alguna en efectivo. Por el contrario, si las décimas son inferior a cinco, el accionista recibirá el número de acciones inmediatamente inferior, ignorándose el importe residual correspondiente.

[138] Tal es el caso de Barclays, British Petroleum, British Land Company, Centrica, Hammerson, Immarsat, Land Securities, National Grid, Royal Dutch Shell, RSA Group, SSE, Standard Life o Whitbread.

$[importe\ residual_{t-1}]_n$, son los importes residuales en efectivo de scrip dividends anteriores;

$PRef$, es el precio de referencia de las nuevas acciones.

Ante esta solución, en el supuesto de que el importe inicial correspondiente a un accionista resulte insuficiente para suscribir una acción nueva, si existe un mandato previo por parte del accionista para recibir el dividendo en acciones en todos los *scrip dividends* ofrecidos por la sociedad, el accionista recibirá una comunicación indicándole que el importe que le corresponde como dividendo no le permite la suscripción de ninguna de las acciones emitidas en el *scrip dividend* e informándole que dicho importe se transferirá al siguiente *scrip dividend* propuesto por la sociedad[139]. No obstante, en estos casos, algunas sociedades se apartan de esta solución y, en función de la cuantía que alcance dicho importe residual, bien asignan al accionista el correspondiente importe en efectivo o bien destinan dicho importe a obras benéficas[140].

Pese a la previsión de esta solución, las sociedades cotizadas suelen establecer una serie de supuestos en los que estos importes residuales, en lugar de trasladarse al siguiente *scrip dividend* propuesto por la sociedad, serán abonados en efectivo. Así, los importes residuales que obran en poder de la sociedad serán abonados al accionista en efectivo, sin intereses, en el supuesto de que el accionista revoque el mandato de suscribir nuevas acciones para los siguientes *scrip dividends* de la sociedad, o si el accionista transmitiera la totalidad de las acciones de su titularidad en la sociedad, o si la sociedad decide terminar con el programa de *scrip dividends*. Asimismo, si el único

[139] En caso de no existir un mandato en tal sentido, no resulta del todo lógico que el accionista que pudiera recibir el importe del dividendo en efectivo, decidiera no recibirlo y dejar dicho importe en depósito en la sociedad.

[140] Así, por ejemplo, los *Terms and Conditions* del *scrip dividend scheme* de SSE establecen que si el importe residual es superior a £3.00, se entregará en efectivo a los accionistas. Si, por el contrario, dicho importe residual es inferior a £2.59, se destinará a obras benéficas de la elección de la sociedad. Una solución semejante prevé Randgold Resources.

titular de las acciones falleciera, fuera declarado en concurso o fuera declarado incapaz, la sociedad abonará el dividendo en efectivo a sus representantes legales.

5.7. *La cancelación de la oferta*

Con la finalidad de proteger al accionista, algunas de las sociedades cotizadas que proponen el pago del dividendo mediante *scrip dividends*, contienen la previsión de que la sociedad pueda cancelar la proposición del *scrip dividend* realizada, en el supuesto de que la cotización de las acciones descienda significativamente durante el período comprendido entre la realización de la oferta y el fin del período para solicitar el pago del dividendo en acciones[141].

Esta previsión debe estar redactada de forma clara y precisa, para que los accionistas tengan pleno conocimiento de ella[142]. En este sentido, la cancelación de la oferta suele configurarse fijando un suelo al precio de las acciones en una fecha determinada. Habitualmente, este precio-suelo se fija estableciendo un porcentaje máximo de bajada —que suele situarse en el 15%— del precio de referencia utilizado para el cálculo del número de acciones correspondientes a cada accionista. Asimismo, la fecha en la que se produce la comparativa entre el precio de cotización y el precio-suelo suele coincidir con el día último de finalización del período de solicitud del *scrip dividend*.

De esta manera, si, llegada la fecha establecida, la cotización de las acciones de la sociedad ha descendido hasta alcanzar el precio-suelo previamente establecido o hasta situarse por debajo de éste, la oferta de *scrip dividends* realizada por la sociedad quedará automáticamente cancelada. En este caso, los accionistas que hubieran elegido recibir su dividendo en acciones recibirán, en su lugar, el importe correspondiente del dividendo en efectivo.

Es preciso poner de manifiesto que esta cancelación de la oferta únicamente produce efectos en relación con ese dividendo concreto. De esta manera, si la sociedad

[141] Entre ellas, en los últimos programas vigentes, Hammerson, RSA Group, SSE o Standard Life.

[142] *Share capital management guidelines*, Investment Association, july 2016, Guideline 3.1.5.

tiene instaurado un *scrip dividend scheme,* pese a la cancelación de la oferta, todos los accionistas que hayan realizado el correspondiente mandato, se mantendrán como participantes del programa hasta que realicen la oportuna revocación de éste, si así lo considerasen necesario.

Esta posibilidad de cancelación por parte de la sociedad de la proposición realizada para el pago del dividendo mediante *scrip dividends* tiene como finalidad principal la protección de los accionistas ya que, como consecuencia de la aplicación del *LSE Dividend Procedure Timetable*, el período comprendido entre la fecha de cálculo del precio de referencia y la efectiva admisión a negociación de las nuevas acciones en el mercado es bastante amplio[143]. Debido a ello, durante este periodo pueden producirse variaciones significativas en el precio de las acciones, tanto a favor como en contra de los intereses de los accionistas.

Consecuentemente, cuando dichas fluctuaciones del mercado sean contrarias a los intereses de los accionistas que han optado por el *scrip dividend*, es decir, cuando como consecuencia del descenso de la cotización estén suscribiendo unas acciones nuevas a un precio considerablemente superior al que tendrían esas acciones si las adquirieran directamente del mercado, se cancelará dicha suscripción y recibirán el importe correspondiente en efectivo. No obstante, los accionistas que así lo deseen, siempre tienen la posibilidad de adquirir las acciones en el mercado con el importe recibido en efectivo, lo que, dada la situación del mercado, les resultará más ventajoso.

Desde finales de la década de los 80, resulta bastante habitual que las sociedades cotizadas en la Bolsa de Londres que ofrecen *scrip dividends* a sus accionistas recojan la previsión de este supuesto de cancelación por parte de la sociedad[144]. Sin embargo, en estos casi treinta años, no han sido muchas las

[143] Aunque, como la LSE ha puesto de manifiesto en varias ocasiones, este calendario para el procedimiento del pago del dividendo es orientativo, las sociedades cotizas suelen seguirlo debido a que se produce una simplificación del régimen de comunicación de información al mercado respecto a los supuestos en que el procedimiento del pago del dividendo no se ajusta a este procedimiento.

[144] Este riesgo y, consecuentemente, la necesidad de establecer alguna medida para mitigarlo quedó claramente de manifiesto durante el *crack* de la Bolsa de Londres de octubre de 1987, en el que resulta significativa la caída de precios sufrida por los valores bursátiles el lunes 19 de octubre de 1987 («*Black Monday*»). En esos días finalizaban los períodos de elección de muchas sociedades cotizadas en

sociedades que han tenido que hacer uso de dicha posibilidad, entre ellas, NFC en el año 1994 y, recientemente, en el año 2015, Anglo Pacific Group.

la Bolsa de Londres que habían ofrecido *scrip dividends* a sus accionistas y cuyos precios de referencia se habían fijado a finales de septiembre de 1987, con un mercado al alza. Consecuentemente, se produjo una la situación en la que los accionistas estaban suscribiendo acciones a un precio superior que si hubieran recibido el dividendo en efectivo y las hubieran adquirido en el mercado al precio *post-crack*. En ese momento, las sociedades tuvieron que decidir, a su propio riesgo, si continuar adelante con la operación (por ejemplo, Legal & General) o cancelarla [por ejemplo, BTR (*British Tyre & Rubber*)]. Ello determinó que desde entonces se incluya esta previsión de que la sociedad pueda cancelar la proposición del *scrip dividend* si se cumple el supuesto establecido, de modo que los accionistas tienen conocimiento de ello con anterioridad (*Vid*. FEATHERBY, «Scrip dividends…», *cit*., pág. 26; MILLERCHIP, «Enhanced scrip dividends…», *cit*., págs. 22-23).

Conclusiones preliminares

I. Los *scrip dividends* en Reino Unido comparten su finalidad principal con las operaciones españolas, en tanto que sirven para reforzar los fondos propios de la sociedad sin dejar de trasmitir una imagen positiva de remuneración al accionista. Sin embargo, en su momento, en el Reino Unido también tuvieron otra finalidad, derivada específicamente del sistema fiscal británico vigente en los años 90. En este sentido, fueron utilizados para beneficiarse de las ventajas derivadas del pago del dividendo en acciones frente al pago del dividendo en efectivo en el régimen del ACT.

La reforma fiscal británica realizada en el año 1999, en virtud de la cual finaliza la obligación de las sociedades de abonar el ACT por sus pagos de dividendos en efectivo, en contra de lo cabría esperar, produjo un descenso del número de sociedades que ofrecían *scrip dividends*. Dichas sociedades sustituyeron esta modalidad retributiva por los DRIPs, que con el mismo tratamiento fiscal, resultan más favorables a los intereses de los inversores institucionales, ya que evitan la dilución de la participación societaria de aquellos accionistas que optan por recibir su dividendo en acciones.

De acuerdo con ello, queda de manifiesto que el aspecto fiscal, bien desde la perspectiva de la sociedad o desde la perspectiva del accionista, como en el caso de España, es un factor condicionante en la utilización de los *scrip dividends* en ambos países.

II. En Reino Unido, para incentivar la utilización de esta modalidad de pago del dividendo, surgieron nuevas variedades de *scrip dividends*, como los *enhanced scrip dividends*, en los que la alternativa de recibir el dividendo en acciones tenía un valor superior a la alternativa de recibir el dividendo en efectivo.

En España, de momento, no resulta necesario incentivar la aceptación de estas operaciones, debido a que los accionistas mayoritariamente optan por recibir su dividendo en acciones. No obstante, si en el futuro cambiara esta situación y resultara necesario incentivar estas operaciones, los *enhanced scrip dividends* británicos podrían servir como referencia. En este sentido, establecer esta modalidad resultaría

más sencillo si los *scrip dividends* se configuraran jurídicamente como una modalidad de pago del dividendo y, consecuentemente, se cambiara la mecánica de la operación, de manera que el punto de partida para determinar las condiciones de la operación fuera el importe del dividendo en efectivo.

III. Pese a compartir la denominación con los *scrip dividends schemes* británicos, los programas de *scrip dividends* españoles no garantizan una recurrencia y asiduidad en el pago del dividendo en efectivo por parte de la sociedad, lo que sí sucede en el Reino Unido. Consecuentemente, en España, cada operación de *scrip dividend* se configura como independiente por lo que determinados aspectos como la operación no pueden ser configurados como en el Reino Unido, por ejemplo, la posibilidad de efectuar mandatos sobre la forma de recibir el dividendo o los desajustes entre el importe del dividendo a percibir y el número de acciones a recibir[145].

En este sentido, consideramos que las sociedades españolas debieran valorar la posibilidad de instaurar programas al estilo británico. En este caso, sería posible importar determinados aspectos, que consideramos prácticos en el Reino Unido, como la posibilidad de efectuar mandatos sobre la forma de recibir los dividendos futuros.

IV. El régimen jurídico de los *scrip dividends* en el Reino Unido puede considerarse un híbrido entre los regímenes en los que prácticamente la totalidad de los aspectos de la operación se encuentran regulados como, por ejemplo, el régimen francés, y los regímenes de ausencia de regulación específica de la operación, como es el caso de España. Esta afirmación podemos realizarla porque, si bien resulta una formalidad necesaria que los estatutos de la sociedad contengan el correspondiente «*scrip dividend article*», este artículo suele estar redactado términos bastante amplios, ya que suele contener diferentes opciones aplicables a los aspectos concretos de la operación.

[145] Para evitar posibles confusiones, consideramos conveniente que las sociedades españolas cambien tal denominación de «programa» por otras que resulte más adecuadas a las condiciones concretas de sus operaciones como, por ejemplo, «fórmula».

Este régimen británico presenta dos aspectos positivos. Por un lado, el hecho de que el procedimiento y las principales características de los *scrip dividends* que ofrezca la sociedad, se encuentren previstos en los estatutos sociales, aunque sea una normativa autónoma de la propia sociedad, proporciona al accionista seguridad jurídica y una información previa sobre la operación. Por otro lado, la amplitud con la que se redacta el referido «*scrip dividend article*», permite a las sociedades una mayor flexibilidad y adaptabilidad de estas operaciones a situaciones societarias concretas.

Sin embargo, en el régimen británico hay un aspecto en el que no consideramos que dicha flexibilidad sea positiva. Este aspecto es la fórmula de cálculo del precio de referencia, la cual entendemos que debe estar debidamente establecida, al menos, estatutariamente, pero sin que la junta general pueda establecer una fórmula de cálculo distinta a la prevista. Y ello es así porque el precio es un aspecto esencial de la operación, ya que de este precio depende el número de acciones que recibirá cada accionista en el *scrip dividend*. Consecuentemente, deben aplicarse las mayores garantías posibles para evitar que la junta general de accionistas establezca una valoración errónea, o al menos, discrecional, de las nuevas acciones.

V. La posibilidad de cancelación de la oferta de *scrip dividends* por la sociedad que se incorpora a las operaciones británicas, es una buena vía para proteger al accionista frente a descensos significativos en la cotización de las acciones, ya que evita que los accionistas reciban acciones a un precio superior a su precio de mercado, es decir, que suscriban un número menor de acciones al que adquirirían al precio de mercado. En este caso, debido a que los accionistas recibirán su dividendo en efectivo, quienes así lo deseen, podrán adquirir las acciones en el mercado, pero tendrán que abonar las correspondientes comisiones.

En este sentido, existen otros mecanismos que también podrían resultar aplicables a estas operaciones con la misma finalidad de protección al accionista. Uno de ellos sería aplicar un porcentaje de descuento sobre el precio de referencia de las acciones. Con ello, se estaría dando un margen de bajada más amplio a la cotización de las acciones y se permitiría que se continuaran suscribiendo las nuevas acciones en el marco de la operación de *scrip dividend*, esto es, libres de comisiones y costes.

VI. La mecánica de la operación británica resulta más clara y simple que la española, no sólo para la adopción de decisiones por los accionistas al decidir si optan por recibir el dividendo en acciones o en efectivo, sino también para poder incorporar variedades al esquema de los *scrip dividends* tradicionales, como sería el caso de los *enhanced scrip dividends*.

Capítulo III

EL PAGO DEL DIVIDENDO EN ACCIONES EN FRANCIA (*LE PAIEMENT DU DIVIDENDE EN ACTIONS*)

1. Introducción

Tal como se recoge en la documentación correspondiente a las operaciones de *scrip dividends* realizadas por las sociedades cotizadas españolas, sus programas de retribución flexible al accionista son similares a otros programas llevados a cabo con anterioridad por las sociedades de otros países. Entre estos países que aplican programas similares se encuentra Francia, en donde las sociedades pueden ofrecer a sus accionistas la posibilidad de pago del dividendo en acciones desde hace más de treinta años, en concreto, desde el año 1983.

En este sentido, los artículos L. 232-18 a L. 232-20 del *Code de Commerce* francés[146], prevén la posibilidad de que los accionistas reciban el pago de su dividendo

---

[146] Artículo L. 232-18 del *Code de Commerce*

Dans les sociétés par actions, les statuts peuvent prévoir que l'assemblée statuant sur les comptes de l'exercice a la faculté d'accorder à chaque actionnaire, pour tout ou partie du dividende mis en distribution ou des acomptes sur dividende, une option entre le paiement du dividende ou des acomptes sur dividende en numéraire ou en actions.

Lorsqu'il existe des catégories différentes d'actions, l'assemblée générale statuant sur les comptes de l'exercice a la faculté de décider que les actions souscrites seront de la même catégorie que les actions ayant donné droit au dividende ou aux acomptes sur dividende.

L'offre de paiement du dividende ou des acomptes sur dividende en actions doit être faite simultanément à tous les actionnaires.

Artículo L. 232-19 del *Code de Commerce*

Le prix d'émission des actions émises dans les conditions prévues à l'article L. 232-18 ne peut être inférieur au nominal.

Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le prix d'émission ne peut être inférieur à 90 % de la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision de mise en distribution diminuée du montant net du dividende ou des acomptes sur dividende.

en acciones y establecen el régimen jurídico aplicable a la operación. En Francia, esta institución jurídica recibe el nombre de *«paiement du dividende en actions»*, la cual consiste en que, una vez aprobado el importe del dividendo del ejercicio correspondiente, la sociedad propone a cada uno de sus accionistas la posibilidad de percibir dicho dividendo, bien en efectivo o bien bajo la forma de nuevas acciones de la sociedad.

A priori, esta operación podría parecer semejante a las operaciones de *scrip dividends* ejecutadas en España, pero, si bien el resultado sí que podría ser equivalente, existen varias diferencias con trascendencia jurídica entre las operaciones llevadas a cabo en ambos países. Estas diferencias nos llevan a plantearnos si la configuración jurídica que la práctica societaria ha otorgado a estas operaciones en España es la adecuada o si, por el contrario, resulta más apropiado el régimen

---

Dans les autres sociétés, le prix d'émission est fixé, au choix de la société, soit en divisant le montant de l'actif net calculé d'après le bilan le plus récent par le nombre de titres existants, soit à dire d'expert désigné en justice à la demande du conseil d'administration ou du directoire, selon le cas. L'application des règles de détermination du prix d'émission est vérifiée par le commissaire aux comptes qui présente un rapport spécial à l'assemblée générale visée à l'article L. 232-18.

Lorsque le montant des dividendes ou des acomptes sur dividende auquel il a droit ne correspond pas à un nombre entier d'actions, l'actionnaire peut recevoir le nombre d'actions immédiatement inférieur complété d'une soulte en espèces ou, si l'assemblée générale l'a demandé, le nombre d'actions immédiatement supérieur, en versant la différence en numéraire.

Artículo L. 232-20 del *Code de Commerce*

La demande de paiement du dividende en actions, accompagnée, le cas échéant, du versement prévu au deuxième alinéa de l'article L. 232-19 doit intervenir dans un délai fixé par l'assemblée générale, sans qu'il puisse être supérieur à trois mois à compter de la date de ladite assemblée générale. L'augmentation de capital est réalisée du seul fait de cette demande, et, le cas échéant, de ce versement et ne donne pas lieu aux formalités prévues à l'article L. 225-142, au deuxième alinéa de l'article L. 225-144, et à l'article L. 225-146.

Toutefois, en cas d'augmentation du capital, le conseil d'administration ou le directoire, selon le cas, peut suspendre l'exercice du droit d'obtenir le paiement du dividende en actions pendant un délai qui ne peut excéder trois mois.

Lors de sa première réunion suivant l'expiration du délai fixé par l'assemblée générale en application du premier alinéa du présent article, le conseil d'administration ou, selon le cas, le directoire, constate le nombre des actions émises en application du présent article et apporte les modifications nécessaires aux clauses des statuts relatives au montant du capital social et au nombre des actions qui le représentent. Le président peut, sur délégation du conseil d'administration ou du directoire, procéder à ces opérations dans le mois qui suit l'expiration du délai fixé par l'assemblée générale.

establecido para determinados aspectos en Francia, comenzando por la propia previsión legal de la operación como una modalidad de pago del dividendo.

A continuación, pasaremos a analizar esta figura jurídica en Francia. En primer lugar, expondremos las razones que motivaron su incorporación a la legislación francesa y examinaremos su utilización entre las sociedades cotizadas en los mercados de valores franceses, principalmente, en la *Euronext Paris*, en los últimos años, concretamente, en el período 2009-2015. Seguidamente, realizaremos un análisis descriptivo de la configuración jurídica de la operación en el *Code de Commerce* francés y, al hilo de la exposición, analizaremos los principales problemas que plantea la aplicación de los correspondientes artículos. Finalmente, identificaremos las principales diferencias existentes entre ambos regímenes, el régimen español y el régimen francés.

2. Origen y causas de la creación del pago del dividendo en acciones en Francia

A finales de los años 70 las sociedades francesas tenían un alto nivel de endeudamiento, lo que constituía un verdadero freno a su desarrollo y les hacía perder competitividad internacional. Para tratar de salvar esta situación, era necesario realizar nuevas inversiones; sin embargo, estas inversiones no podían llevarse a cabo por falta de una financiación adecuada para las sociedades, principalmente como consecuencia de los altos tipos de interés aplicables en aquel momento en el mercado crediticio.

Por este motivo, se trató de encontrar una vía de financiación que permitiera a estas sociedades reforzar sus fondos propios sin necesidad de tener que recurrir a la financiación bancaria, ya que esto último les suponía unos elevados costes. Para ello, el Gobierno francés estableció como uno de sus objetivos prioritarios, la transferencia de una parte del ahorro privado hacia las sociedades. En la *Loi 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne*[147] se recogieron

[147] JORF 4 janvier 1983.

varias medidas para lograr este objetivo, entre ellas la introducción de la posibilidad de pago del dividendo en acciones.

La introducción de la posibilidad del pago del dividendo en acciones permite a las sociedades francesas conciliar dos objetivos aparentemente contradictorios: por un lado, afectar una gran parte del beneficio distribuible a la autofinanciación, mejorando los fondos propios de la sociedad a través de la incorporación al capital de los dividendos por vía de emisión de nuevas acciones y, por otro lado, remunerar la inversión realizada por los accionistas a través de la distribución del correspondiente dividendo. De esta manera, con los *paiements du dividende en actions* se incrementan los fondos propios de la sociedad, permitiéndole realizar nuevas inversiones sin necesidad de acudir a otras fuentes de financiación que les resultaban menos atractivas[148].

3. La utilización del pago del dividendo en acciones en las sociedades cotizadas en el mercado francés

Como hemos indicado anteriormente, la posibilidad de ofrecer a los accionistas el pago de su correspondiente dividendo en acciones se introdujo en la legislación francesa en el año 1983 y, como muchas de las novedades legales, tardó unos años en ser una práctica generalizada de las sociedades cotizadas francesas.

En el año 1983 únicamente siete sociedades, de las novecientas veintidós que cotizaban en la Bolsa de París en aquel año, decidieron proponer a sus accionistas el pago del dividendo en acciones. Al año siguiente, la cifra aumentó y fueron veinticinco sociedades, de un total de novecientas veinticuatro, las que recurrieron a esta modalidad de pago del dividendo. La utilización del pago del dividendo en acciones se fue extendiendo, de manera que en el año 1989 lo utilizaron un centenar

[148] Sobre los motivos de la creación del pago del dividendo en acciones en Francia *vid*. JACQUEMET MARIE-JEANNE, C., *Le paiement du dividende en actions: motivation, signal et évaluation*, Thèse Strasbourg I, 1998, págs. 12-39; COFFY, M-J., «Les aménagements apportés aux constitutions et augmentations de capital des sociétés anonymes selon la loi du 3 janvier 1983», *JCP CI*, 1983, II, 14031, págs. 415-423.

de sociedades de un total de mil ciento treinta y seis y en el año 1990 alcanzó su pico de utilización, siendo ciento treinta de un total de mil ciento cuatro sociedades cotizadas las que recurrieron a esta modalidad retributiva. Sin embargo, a lo largo de los años 90, su utilización decayó de manera que, por ejemplo, en el año 1995, el número de sociedades que propusieron esta modalidad de pago del dividendo se había reducido a ciento una. No obstante, ha de tenerse en cuenta que, bien es cierto que en términos absolutos el número de sociedades cotizadas que utilizaron el pago del dividendo en acciones se redujo, la reducción en términos relativos es prácticamente insignificante, pues también disminuyó el número total de sociedades cotizadas en la Bolsa de París. Así, el porcentaje de sociedades cotizadas que utilizaban el *paiement du dividende en actions* únicamente disminuyó del 11,78% al 11,17%.

Año	**Sociedades cotizadas en la Bolsa de París**	**Sociedades cotizadas que utilizaban el *paiement du dividende en actions***	**% representado**
1983	922	7	0,76%
1984	924	25	2,71%
1989	1136	100	8,80%
1990	1104	130	11,78%
1995	904	101	11,17%

(Elaboración propia a partir de datos de *Euronext*)

Sin embargo, debido a que la principal motivación de esta operación es el reforzamiento de los fondos propios de las sociedades, en épocas en que las sociedades atraviesan dificultades económicas, éstas recurren al pago del dividendo en acciones. De esta manera, la reciente crisis financiera cuyo inicio convencionalmente datamos en el año 2008, ha popularizado de nuevo la utilización de esta figura jurídica entre las sociedades francesas[149].

[149] *Vid*. sobre la utilización del *paiement du dividende en actions* en los últimos años, GLINGLINGER, E. y DAVID, T., «Le dividende en actions est-il une bonne nouvelle pour les actionnaires?», *Option Finance*, 1331, 7 septembre 2015, pág. 9.

Debido a esta generalización del pago del dividendo en acciones a partir del año 2008 en Francia, y a que la primera operación de *scrip dividends* en España se realizó en el ejercicio 2009, hemos considerado conveniente limitar temporalmente el estudio de la utilización de esta figura en Francia al período 2009-2015, para hacerlo coincidir con el ámbito temporal de estudio de los *scrip dividends* en España realizado en el Capítulo I. El ámbito de estudio se centra principalmente en las sociedades cotizadas que actualmente integran el índice bursátil de la *Euronext Paris*, el CAC 40[150]. Todo ello sin perjuicio de que se realicen menciones a otras sociedades distintas a las referidas como ejemplos ilustrativos de los aspectos analizados.

Expuesto lo anterior, en el periodo de referencia, 2009-2015, las sociedades cotizadas francesas integrantes del CAC 40 que han propuesto a sus accionistas la posibilidad de pago del dividendo en acciones han sido veinte: Accor, BNP Paribas, Bouygues, Carrefour, Crédit Agricole, Danone, Engie, Essilor International, Klepierre, Michelin, Publicis Groupe, Saint Gobain, Sanofi, Schneider Electric, Société Générale, Technip, Total, Unibail Rodamco, Veolia Enviromental y Vinci (*Vid*. Tabla 3)[151].

En términos absolutos, son los ejercicios 2009 y 2012 aquellos en los que un mayor número de sociedades lo han propuesto, con un total de nueve sociedades en cada uno de estos años[152]. A continuación, igualmente refiriéndonos en términos de número de sociedades, se encuentran los ejercicios 2013 y 2014 con un total de ocho sociedades[153], el ejercicio 2011 en el que fueron seis el número de sociedades que lo

[150] Se ha tomado como referencia la composición del índice CAC 40 a fecha 01 de abril de 2016.

[151] Al margen de las sociedades integrantes del CAC 40, esta modalidad de pago del dividendo ha sido utilizado por otras sociedades como, por ejemplo, EDF, Vallourec, Dassault Systemes, Atos, Edenred, Rubis u Oeneo.

[152] Las sociedades BNP Paribas, Crédit Agricole, Klepierre, Michelin, Saint Gobain, Schneider Electric, Société Générale, Veolia Environmental y Vinci propusieron a sus accionistas la posibilidad de recibir el dividendo 2009 en acciones. Por su parte, las sociedades que ofrecieron esta posibilidad en el dividendo correspondiente al ejercicio 2012 fueron Carrefour, Engie, Michelin, Publicis Groupe, Saint Gobain, Société Générale, Unibail Rodamco, Veolia Environmental y Vinci.

[153] Las sociedades Accor, Bouygues, Carrefour, Crédit Agricole, Danone, Publicis Groupe, Saint Gobain y Veolia Environmental propusieron a sus accionistas la posibilidad de recibir el

propusieron[154] y finalmente, el ejercicio 2010, en el que únicamente cinco sociedades ofrecieron a sus accionistas la posibilidad de recibir su dividendo en acciones[155].

Así, la utilización de esta modalidad de pago del dividendo en Francia, tiene una mayor incidencia respecto al número de sociedades en el ámbito de las sociedades integrantes del CAC 40 ya que, de las cuarenta sociedades que componen este índice esta modalidad de pago del dividendo ha sido utilizada por veinte de ellas, lo que supone una incidencia del 50%. Por su parte, en España, de las treinta y cinco sociedades integrantes del Ibex 35, ha sido utilizada por catorce sociedades, lo que significa una incidencia del 40%.

Sin embargo, la utilización por la sociedades cotizadas francesas es más irregular que entre las sociedades integrantes del índice bursátil de referencia del mercado español. Consecuentemente, no puede establecerse un patrón de utilización en las distintas sociedades francesas, debido a que recurren a ella de manera variable a lo largo del periodo objeto de análisis.

Asimismo, es igualmente cierto que los accionistas de las sociedades francesas que han ofrecido esta posibilidad, aunque en la mayoría de las ocasiones en que les ha sido ofrecida se han decantado por recibir el dividendo en acciones, han mantenido una posición más moderada hacia esta opción, de manera que el porcentaje de accionistas que han optado por recibir su dividendo en acciones durante este período oscila en una horquilla aproximada de 20%-85%. De acuerdo con ello, podemos encontrar varios ejercicios en las distintas sociedades en los que los accionistas han preferido recibir su dividendo en efectivo[156]. Sin embargo, en el mismo sentido,

---

dividendo 2013 en acciones. Por su parte, las sociedades que ofrecieron esta posibilidad en el dividendo correspondiente al ejercicio 2014 fueron Accor, Carrefour, Crédit Agricole, Danone, Publicis Groupe, Saint Gobain, Technip y Total.

[154] Las sociedades BNP Paribas, Carrefour, Engie, Klepierre, Michelin y Veolia Environmental propusieron a sus accionistas la posibilidad de recibir el dividendo 2011 en acciones.

[155] Crédit Agricole, Michelin, Sanofi, Société Générale y Veolia Environmental.

[156] Así, entre otras, el porcentaje de accionistas que optó por recibir en acciones el dividendo de Carrefour correspondiente al ejercicio 2014 fue del 20,69%, el que optó por recibir en acciones el

cuando la opción elegida mayoritariamente por los accionistas ha sido la de recibir su dividendo en acciones, la horquilla se sitúa aproximadamente en 54%-85%, frente a los resultados de las operaciones de las sociedades españolas en los que los porcentajes de aceptación se encuentran próximos al 90% en la amplia mayoría de ellas.

4. El régimen jurídico del pago del dividendo en acciones en Francia

4.1. *El marco legal del pago del dividendo en acciones*

Como hemos indicado, esta modalidad de pago del dividendo se introdujo en el ordenamiento jurídico francés por la *Loi 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne*, Ley que tenía como objetivo principal el fomento de las inversiones de las sociedades, favoreciendo el fortalecimiento de sus fondos propios como alternativa a otras modalidades de endeudamiento.

El artículo 13 de esta *Loi 83-1 du 3 janvier*, introdujo los artículos 351, 352 y 353 en la *Loi nº 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales*. Como consecuencia del proceso de codificación que tuvo lugar en Francia en el año 2000, la *Loi nº 66-537 du 24 juillet 1966* quedó derogada y su contenido se incorporó al *Code de Commerce*[157].

De esta manera, en la actualidad, el régimen jurídico de esta operación se recoge en los artículos L. 232-18 a L. 232-20 del *Code de Commerce* francés como parte de la Sección IV (*Des bénéfices*) del Capítulo II (*Des comptes sociaux*) del Título III (*Dispositions communes aux diverses sociétés commerciales*) del Libro II (*Des sociétés commerciales et des groupements d'intérêt économique*) de la parte

segundo dividendo a cuenta del ejercicio 2015 de Total fue del 38% o, en el caso del dividendo de BNP Paribas correspondiente al ejercicio 2009, de 43,1%.

[157] Artículo 4.1.23ª de la *Ordonnance n° 2000-912 du 18 septembre 2000 relative à la partie Législative du code de commerce* (JORF n° 0219, 21 septembre 2000).

legislativa del referido texto legal. Son parte, pues, de la sección destinada a la regulación de los beneficios de las sociedades comerciales[158].

A la vista del contenido de estos artículos, es necesario remarcar que su ámbito subjetivo son las sociedades por acciones [*sociétés par actions*], ya que el artículo L. 232-18 del *Code de Commerce* comienza determinando este ámbito al recoger la expresión "*En las sociedades por acciones…*" ["*Dans les sociétés par actions…*"]. Así, podrán recurrir esta modalidad de pago del dividendo todos los tipos de sociedades incluidos dentro de esta categoría, esto es, las sociedades anónimas [*sociétés anonymes*], las sociedades en comandita por acciones [*sociétés en commandite par actions*] y las sociedades por acciones simplificadas [*sociétés par actions simplifiées*].

El régimen del pago del dividendo en acciones recogido en el *Code de Commerce* francés es un régimen unificado para todos estos tipos de sociedades, de manera que no se hace distinción entre los distintos tipos de sociedades. La única diferenciación que se recoge en este sentido en el *Code de Commerce* se refiere a la fijación del precio de emisión de las acciones emitidas como pago del dividendo, en concreto, en el artículo 232-19, distinguiendo la forma de cálculo entre las sociedades cotizadas y las no cotizadas[159].

---

[158] *Vid*. comentarios de estos artículos en VALUET, J-P., LIENHARD, A. y PISONI, P., *Code des Sociétés commenté*, 32e édit., Dalloz, París, 2015, págs. 1022-1023; DEBOISSY, F. y WICKER, G., *Code des sociétés et autres groupements,* 19e édit., Lexis Nexis, París, 2016, págs. 454-455.

[159] En este sentido, hemos de tener en cuenta que, a diferencia que en España, en el régimen societario francés, pueden ser sociedades cotizadas tanto las sociedades anónimas, categoría a la que pertenecen la mayoría de las sociedades que apelan al ahorro público, como las sociedades en comandita por acciones, como son las sociedades cotizadas Lagardère, Michelin, Hermès International o Eurodisney. Ambos tipos de sociedades pertenecen a las sociedades por acciones y, por tanto, pueden utilizar el *paiement du dividende en actions*. Por el contrario, el tercer tipo de sociedad que pertenece a estas sociedades por acciones, esto es, las sociedades por acciones simplificadas no pueden ser sociedades cotizadas aunque sí que pueden utilizar esta modalidad de pago del dividendo.

De esta manera, las especificaciones para el cálculo del precio de emisión de las nuevas acciones relativas a las sociedades cotizadas, únicamente van referidas a las sociedades anónimas y las sociedades en comandita por acciones, mientras que las especificaciones relativas a las sociedades no cotizadas hacen referencia a los tres tipos de sociedades por acciones, esto es, sociedades anónimas, sociedades en comandita por acciones y sociedades por acciones simplificadas.

En este sentido, debido a que nuestro estudio se limita a las sociedades cotizadas, únicamente vamos a referirnos al régimen aplicable a estas sociedades, de manera que, a efectos de fijación del precio de emisión de las nuevas acciones, analizaremos las reglas específicas para estas sociedades contenidas en el artículo L. 232-19 párrafo 2 del *Code de Commerce* en virtud del cual "*En las sociedades cuyas acciones están admitidas a negociación en un mercado regulado, el precio de emisión no puede ser inferior al 90% de la media de las cotizaciones de las veinte sesiones bursátiles anteriores al día de la decisión de distribución deducida el importe neto del dividendo o de los dividendos a cuenta*" ["*Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, le prix d'émission ne peut être inférieur à 90 % de la moyenne des cours cotés aux vingt séances de bourse précédant le jour de la décision de mise en distribution diminuée du montant net du dividende ou des acomptes sur dividende*"].

4.2. *La naturaleza jurídica del pago del dividendo en acciones en el Derecho francés*

En el Derecho francés, el pago del dividendo en acciones se configura como una modalidad de pago del dividendo que, por su propia mecánica, lleva aparejada una operación de aumento de capital. Sin embargo, esta modalidad de pago del dividendo presenta determinadas especificaciones y especialidades respecto a otras modalidades de pago del dividendo, así como respecto a otras operaciones de aumento de capital. Concretamente, el pago del dividendo en acciones presenta una naturaleza jurídica y unas características específicas, y está sometido a unas reglas especiales: su régimen es más flexible que el previsto para los aumentos de capital que podríamos denominar ordinarios o generales.

El pago del dividendo en acciones es una modalidad de pago del dividendo basada en la libertad de los accionistas, ya que no se presenta como una obligación ni

la suscripción de nuevas acciones ni la recepción del dividendo en efectivo[160]. De esta manera, tanto el importe final del dividendo total a repartir en efectivo como el importe final de la ampliación de capital que se deriva del pago del dividendo en acciones, resultan de las decisiones adoptadas individual y libremente por cada accionista[161].

A primera vista, este aumento de capital derivado del pago del dividendo en acciones pudiera parecer similar a otras ampliaciones de capital como, por ejemplo, el aumento de capital con cargo a beneficios o reservas que da lugar a una atribución gratuita de acciones, regulada en el artículo L. 225-130 del *Code de Commerce* francés. Sin embargo, en este caso que nos ocupa, la decisión no se adopta colectivamente imponiéndose a todos los accionistas sino que, el aumento de capital, es resultado de las decisiones adoptadas individualmente por cada uno de los accionistas.

De esta manera, la doctrina mayoritaria francesa entiende que el pago del dividendo en acciones es una operación de ampliación de capital de carácter especial, pero que comparte ciertos aspectos con las ampliaciones de capital con cargo a aportaciones dinerarias. Se debe analizar como una «ampliación de capital con cargo a aportaciones dinerarias por vía de suscripción de acciones a título oneroso»[162]. Así

---

[160] AA. VV., *Le commissaire aux comptes et les opérations relatives aux dividendes*, Collection notes d'information de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC), París, 2012, pág. 79; AA. VV., *Mémento pratique Francis Lefebvre*. *Sociétés Commerciales*, Éditions Francis Lefevbre, Levallois, 2014, pág. 1299.

[161] AMER-YAHIA, A., *Le régime juridique des dividendes*, L'Harmattan, París, 2010, pág. 177.

En este sentido, hemos de poner de manifiesto que este supuesto es distinto a la posibilidad de suscripción incompleta que, en virtud del artículo 311 LSC, se recoge en las operaciones de *scrip dividends* españolas. En el caso español, la sociedad acuerda un importe máximo de la ampliación de capital que puede verse reducido en virtud de las elecciones realizadas por los accionistas, produciéndose así una suscripción incompleta. Por el contrario, en Francia, se informa directa y únicamente la cuantía definitiva en la que se procederá a aumentar el capital, conforme al número de accionistas que han optado por el pago del dividendo en acciones. Si bien es cierto, en ambos casos el importe definitivo del aumento de capital depende directamente de las elecciones realizadas por los accionistas.

[162] BERTRAND, J., «Le paiement des dividendes en actions aspects juridiques fiscaux et institutionnels», *Petites Affiches*, 21, 17 février 1992, págs. 15-18, pág. 16; MORTIER, R., *Opérations sur capital social*. *Aspects juridiques et fiscaux*. *Toutes sociétés*, LexisNexis, París, 2010, pág. 249;

debe ser considerado porque cuando la sociedad realiza la oferta del pago del dividendo en acciones o en efectivo, los accionistas que optan por el pago en acciones suscriben acciones nuevas emitidas en el seno de una ampliación de capital con cargo al importe del dividendo que la junta general de socios ha decidido distribuir.

Asimismo, el pago del dividendo en acciones no puede ser considerado como una ampliación de capital ordinaria ya que, las ampliaciones de capital que no se derivan del pago del dividendo en acciones, resultan de una decisión colectiva que, en virtud del artículo 225-129 del *Code de Commerce* francés, ha de ser adoptada en una junta general extraordinaria[163]. Por el contrario, este aumento de capital se deriva de una decisión adoptada por la junta general ordinaria, en concreto, del acuerdo de afectación del resultado, del acuerdo de pago del dividendo.

4.3. *Presupuestos y requisitos del pago del dividendo en acciones*

Ya hemos indicado que el pago del dividendo en acciones constituye una modalidad de satisfacción del derecho de los accionistas a participar en las ganancias sociales. Concretamente, del derecho al dividendo. Por ello, esta modalidad debe someterse, por un lado, a los presupuestos y requisitos generales de la distribución de dividendos del Derecho francés y, por otro lado, a unos requisitos que le son específicos.

MERLE, P. y FAUCHON, A., *Droit commercial. Sociétés commerciales*, 19e édit., Dalloz, París, 2016, pág. 374; JACQUEMET, *Le paiement du dividende en actions…*, *cit*., págs. 19-20; AA. VV., *Le commissaire aux comptes…*, *cit*., pág. 79; «Paiement du dividende en actions», *Bull. COB*, 159, mai 1983, págs. 5-6, pág. 5.

[163] Artículo L. 225-129 del *Code de Commerce*

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour décider, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, une augmentation de capital immédiate ou à terme. Elle peut déléguer cette compétence au conseil d'administration ou au directoire dans les conditions fixées à l'article L. 225-129-2.

(...)

4.3.1. El presupuesto general para la distribución de dividendos: la existencia de beneficios distribuibles

Los dividendos representan la parte de beneficios distribuibles que la junta general ordinaria ha acordado distribuir entre los accionistas. Consecuentemente, la distribución de dividendos y como modalidad de la misma, el pago del dividendo en acciones, se encuentra sometida al presupuesto general de la existencia de beneficios distribuibles[164].

En el Derecho francés, al igual que sucede con el régimen español, no todos los beneficios obtenidos por las sociedades son distribuibles. De acuerdo con el artículo L. 232-11 del *Code de Commerce*, el beneficio distribuible está constituido por el beneficio neto del ejercicio, deduciéndose las pérdidas anteriores así como los importes destinados a constituir las reservas legales o estatutarias e incrementado con los beneficios remanentes.

4.3.2. Los requisitos para el pago del dividendo en acciones

a. El desembolso previo del capital

Como hemos apuntado con anterioridad, el pago del dividendo en acciones tiene la naturaleza especial de una ampliación de capital con cargo a aportaciones dinerarias por vía de suscripción de nuevas acciones a título oneroso. Sin embargo, al mismo tiempo, comparte algunos aspectos con las ampliaciones de capital en efectivo. Uno de estos aspectos es la necesidad del desembolso previo del capital que el artículo L. 225-131 párrafo 1 del *Code de Commerce* francés prevé de manera general para todas las emisiones de acciones nuevas a desembolsar en efectivo[165]. Si bien es cierto que esta condición no está dirigida específicamente al pago del dividendo en acciones,

---

[164] COZIAN, M., VIANDIER, A. y DEBOISSY, F., *Droit des sociétés*, 27e édit., LexisNexis, París, 2012, pág. 403-404; MAGNIER, V., *Droit des sociétés*, 6e édit., Dalloz, París, 2013, pág. 44-45; AMER-YAHIA, *Le régime juridique*…, *cit*., págs. 59 y ss.

[165] De conformidad con lo previsto en el artículo L. 225-149-3 párrafo 2 del *Code de Commerce*, la inobservancia de esta obligación conlleva la nulidad del correspondiente aumento de capital.

como regla general aplicable a las ampliaciones de capital en efectivo, debe considerarse de aplicación al supuesto de emisión de nuevas acciones con la finalidad del pago del dividendo, debido a la ausencia de disposiciones específicas para esta modalidad.

De esta manera, el capital de la sociedad que pretende proponer la posibilidad del pago del dividendo en acciones debe estar íntegramente desembolsado con carácter previo a la celebración de la junta general ordinaria que adoptará esta decisión de pago del dividendo en acciones.

b. La expresa previsión estatutaria

De acuerdo con el artículo L. 232-18 párrafo 1 del *Code de Commerce* francés, los estatutos de las sociedades por acciones pueden prever que la junta general encargada de aprobar las cuentas del ejercicio anterior tenga la facultad de acordar para los accionistas una opción entre el pago del dividendo en efectivo o el pago del dividendo en acciones. Para poder realizar este ofrecimiento a los accionistas, la necesidad de que esta previsión esté recogida en una cláusula de los estatutos de la sociedad resulta imperativa, ya que es una condición necesaria e indispensable. El órgano de administración únicamente incluirá en el orden del día la propuesta de ofrecimiento de pago del dividendo en acciones bajo la hipótesis de que esta posibilidad esté previamente contenida en los estatutos sociales[166].

El problema se plantea cuando los estatutos sociales guardan silencio en lo relativo a esta posibilidad, pero se desea proponer esta modalidad de pago del dividendo. En este caso, los autores proponen diversas soluciones para solventar esta exigencia del referido artículo L. 232-18 del *Code de Commerce*.

[166] La cláusula puede estar contenida en los estatutos con carácter originario, esto es, desde los primeros estatutos que se otorgaron con ocasión de la constitución de la sociedad o puede insertarse a lo largo de la vida social por una decisión colectiva de modificación estatutaria, con los requisitos correspondientes. Esta inclusión es considerada por algunos autores (JACQUEMET, *Le paiement du dividende en actions…*, *cit*., pág. 22) como una señal de que el órgano de administración tiene la intención de proponer el pago del dividendo en acciones a los socios.

Una de estas soluciones, la más evidente, se basa en la necesidad de que los accionistas de la sociedad, en una junta general extraordinaria, acuerden la modificación de los estatutos para introducir una cláusula que autorice esta modalidad de pago del dividendo.

Pero también hay otras propuestas de mayor calado jurídico, como la que generaliza la previsión expresamente contenida en el artículo L. 228-18 del *Code de Commerce* para el pago en acciones del dividendo correspondiente a las acciones de preferencia[167]. Así, esta propuesta postula el que en una junta general extraordinaria, previa a la junta general ordinaria que decide sobre las cuentas anuales y la aplicación del resultado, se autorice a esta junta para ofrecer a los accionistas la opción relativa al pago del dividendo en acciones. La necesidad de esta reunión previa de la junta general extraordinaria se justifica en la necesidad de que los accionistas se pronuncien sobre la introducción de esta modalidad de pago del dividendo de manera puntual, es decir, únicamente para el ejercicio en cuestión y no de manera permanente como en caso de inclusión en los estatutos sociales, pero siguiendo las mismas formalidades que prevé la norma en ese caso.

En relación con estas posibles soluciones a la ausencia de previsión estatutaria del pago del dividendo en acciones, entendemos que, debido a la exigencia formal contenida en el artículo L. 232-18 del *Code de Commerce* francés y con la finalidad de asegurar la validez del correspondiente acuerdo de la junta general ordinaria, resulta más conveniente la primera de las opciones referidas, es decir, que los estatutos de la sociedad contengan la correspondiente cláusula en el momento de adopción del acuerdo. En nuestra opinión, la segunda de las propuestas referidas conllevaría la invalidez del correspondiente acuerdo de la junta general ordinaria aprobando el ofrecimiento de pago del dividendo en acciones por incumplimiento de los requisitos para su adopción.

---

[167] Artículo L. 228-18 del *Code de Commerce*

Le dividende distribué, le cas échéant, aux titulaires d'actions de préférence peut être accordé en titres de capital, selon les modalités fixées par l'assemblée générale extraordinaire ou les statuts.

Algunos autores, consideran que el fundamento de esta exigencia estatutaria es garantizar la protección de los accionistas minoritarios, debido a los cambios en la composición accionarial y el potencial efecto dilutivo en la participación de los accionistas que comporta esta modalidad de pago del dividendo en acciones. Dado que el artículo 124-9 del *Code de Commerce* francés establece que las modificaciones estatutarias han de ser aprobadas por la mayoría cualificada de dos tercios de los accionistas presentes o representados[168], tal es la mayoría que se exige para la introducción de esta cláusula del pago del dividendo en acciones en los estatutos sociales. De esta manera, al elevarse la mayoría requerida para la adopción del correspondiente acuerdo de modificación estatutaria respecto a los acuerdo de otro contenido, los accionistas minoritarios deberán mostrarse favorables al mismo o, en caso contrario, actuarán como una minoría de bloqueo que impedirá que pueda ofrecerse el pago del dividendo en acciones[169].

Si llevamos este requisito a la práctica societaria francesa, debemos poner de manifiesto que es muy frecuente encontrar esta cláusula en los estatutos de las sociedades francesas. Por ejemplo, todas las sociedades cotizadas que conforman el índice CAC 40 tienen incorporada esta cláusula en el texto de sus estatutos[170].

---

[168] Artículo L. 124-9 del *Code de Commerce*

Les délibérations de l'assemblée des associés ou de l'assemblée générale sont prises à la majorité des voix dont disposent les associés présents ou représentés. Toutefois, une majorité des deux tiers des voix des associés présents ou représentés est requise pour toute modification des statuts.

(...)

[169] AMER-YAHIA, *Le régime juridique…*, *cit*., pág. 178; JACQUEMET, *Le paiement du dividende en actions…*, *cit*., págs. 23 y 41-42; «Bénéfices sociaux. Paiement du dividende en actions», *BMIS Joly*, 7-8, juillet-août 1987, págs. 625-626, pág. 626.

[170] *Vid*. *ad*. *ex*. los estatutos de Accor (artículo 27.4), Air Liquide (artículo 21.12), Airbus Group (artículo 30.3), Axa (artículo 24.a.7), BNP Paribas (artículo 21.6), Boygues (artículo 24.4), Capgemini (artículo 20.3), Carrefour (artículo 26.1), Crédit Agricole (artículo 31.9), Danone (artículo 27.I), Engie (artículo 26.1.4), Essilor International (artículo 28.3.d), Kering (artículo 22.5), Klepierre (artículo 31), Legrand (artículo 15.4), L'oreal (artículo 15.A.3), LVMH (artículo 29.3), Michelin (artículo 31.2), Orange (artículo 26.2), Pernod Ricard (artículo 38.10), Peugeot (artículo 12.3), Publicis (artículo 29.4), Renault (artículo 35), Safran (artículo 38.2), Saint Gobain (artículo 20.8), Sanofi (artículo 25), Schneider Electric (artículo 22.5), Société Générale (artículo 18.6), Sodexo (artículo 18.4), Technip (artículo 28.2), Total (artículo 20.5), Unbail-Rodanco (artículo 21.b), Valeo (artículo

c. El acuerdo de distribución de dividendos como facultad exclusiva de la junta general ordinaria

Compete a la junta general, en concreto, a la junta general ordinaria la adopción del acuerdo de distribución de dividendos. Con carácter previo, este órgano social debe aprobar las cuentas del ejercicio y constatar la existencia de sumas distribuibles, es decir que concurre el presupuesto general para la distribución de dividendos.

Esta junta general ordinaria tiene libertad para determinar la afectación del resultado y puede acordar destinar los beneficios a reservas, salvo si existe una cláusula estatutaria que limite dicha libertad y establezca, por ejemplo, una distribución de un dividendo anual mínimo[171].

Consecuentemente, y conforme al artículo L. 232-18 del *Code de Commerce* francés, la decisión del pago a los accionistas del dividendo en acciones es competencia de la junta general encargada de aprobar las cuentas del ejercicio anterior. En virtud de lo dispuesto en el artículo L. 225-98 del *Code de Commerce*, la junta competente para adoptar esta decisión es la junta general ordinaria, la misma junta que resulta competente para resolver sobre la aplicación del resultado conforme al artículo L. 232-12 del mismo texto jurídico.

No obstante, como hemos hecho referencia con anterioridad, esta modalidad de pago del dividendo comporta una ampliación de capital con cargo a aportaciones dinerarias y, aunque comparte algunos aspectos con esta operación societaria, éste no es el caso del aspecto competencial. En virtud de lo dispuesto en el artículo L. 225-129 del *Code de Commerce*, toda decisión de aumento de capital es competencia de la junta general extraordinaria[172]. Sin embargo, en este supuesto nos encontramos ante

29.4), Veolia Environmental (artículo 24.4), Vinci (artículo 19.8) y Vivendi (artículo 19.2.7), todos ellos consultados a fecha 31 de enero de 2016.

[171] COZIAN, VIANDIER y DEBOISSY, *Droit des sociétés*…, *cit*., pág. 403.

[172] Con carácter general, el artículo L. 225-98 del *Code de Commerce* francés establece las competencias de la junta general ordinaria por exclusión de las competencias establecidas para la junta

una especialidad más de esta ampliación de capital derivada del pago del dividendo en acciones, en virtud de la cual, esta decisión es competencia de la junta general ordinaria y no extraordinaria. La razón de esta especialidad en la competencia radica en que la operación principal es el pago del dividendo, cuya aprobación corresponde a la junta general ordinaria, siendo la ampliación de capital únicamente una operación subsidiaria y necesaria para poder materializar la modalidad de pago del dividendo que nos ocupa, es decir, el pago del dividendo en acciones.

Esta decisión adoptada por la junta general ordinaria no tiene un carácter permanente, sino que únicamente resulta de aplicación para la afectación del resultado arrojado por las cuentas que se someten a la aprobación de la correspondiente junta. Por tanto, será necesario que el órgano de administración proponga nuevamente cada año a la junta general esta modalidad de pago del dividendo, para poder seguir ofreciéndoselo a los accionistas.

Asimismo, ha de tenerse en cuenta que artículo L. 232-18 del *Code de Commerce* también prevé la posibilidad de que la junta acuerde el pago en acciones de los dividendos a cuenta. En este caso, como característica intrínseca a los mismos, los pagos de estos dividendos a cuenta se producen antes de que la junta general ordinaria apruebe las cuentas y la aplicación del resultado del correspondiente ejercicio, de manera que, si únicamente esta junta puede proponer el pago del dividendo en acciones, estos dividendos a cuenta únicamente podrían pagarse en efectivo. Sin embargo, este no parece ser el espíritu ni la letra del *Code de Commerce* francés ya que, como hemos apuntado anteriormente, prevé expresamente que pueda proponerse el pago en acciones de los dividendos a cuenta. Por este motivo, la doctrina

---

general extraordinaria en los artículos L. 225-96 y L. 225-97. Así, este artículo dispone que "*L'assemblée générale ordinaire prend toutes les décisions autres que celles visées aux articles L. 225-96* [L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions (...)] *et L. 225-97* [L'assemblée générale extraordinaire peut changer la nationalité de la société (…)]".

Sin embargo, frente a esa regulación general de las competencias de una y otra clase de junta general, el artículo L. 225-129 del *Code de Commerce* francés establece la competencia especial de la junta general extraordinaria para los aumentos de capital. Así, el referido artículo establece que "*L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour décider, sur le rapport du conseil d'administration ou du directoire, une augmentation de capital immédiate ou à terme (...)*".

mayoritaria francesa entiende que la operativa ha de adecuarse a la cronología propia de los dividendos a cuenta. En este sentido, la junta general encargada de aprobar las cuentas de un ejercicio no sólo tiene la facultad de aprobar el pago en acciones de los dividendos correspondientes a dicho ejercicio, sino también la facultad de establecer la opción de pagar en acciones los dividendos a cuenta del ejercicio siguiente[173]. Así, una vez que tal posibilidad ha sido aprobada por la junta, el consejo de administración está habilitado para, en el momento de decidir el reparto de un dividendo a cuenta, proponer a los accionistas la posibilidad del pago de dicho dividendo a cuenta en acciones[174].

4.4. *El contenido del acuerdo de la junta general ordinaria*

El acuerdo de la junta general ordinaria debe hacer referencia a determinados aspectos como son el porcentaje del dividendo sobre el que se ofrece la opción, la clase de las nuevas acciones a emitir, la solución que se debe adoptar cuando se producen desajustes entre el dividendo a percibir y las acciones a asignar [«*les rompus*»], el momento y plazo de la oferta o el precio de emisión de las nuevas acciones.

Pasamos a analizar cada uno de estos aspectos detalladamente.

4.4.1. El porcentaje del dividendo a recibir en acciones

La junta general ordinaria puede decidir ofrecer la posibilidad del pago del dividendo en acciones sobre la totalidad del dividendo o limitarlo a únicamente una parte del dividendo acordado. En este sentido, la práctica societaria francesa pone de

---

[173] «Paiement des acomptes sur dividende en actions», *Bull*. *COB*, 256, mars 1992, pág. 22; LE NABASQUE, H., «Sociétés par actions. Paiement des acomptes sur dividendes en actions. L'assemblée qui se prononce sur les comptes de l'exercice pourrait prévoir la mise en œuvre de l'option pour l'exercice è venir», *Droit des sociétés*, 8-9, août-septembre 1992, 186, pág. 11.

[174] Así, por ejemplo, la junta general ordinaria de GDF Suez (actual Engie) celebrada el 23 de abril de 2012 (BALO nº 41, 4 avril 2012), en su punto vigesimosexto del orden del día, aprobó la posibilidad de pagar en acciones los dividendos a cuenta del ejercicio 2012. Igualmente, la junta general ordinaria de Total celebrada el 29 de mayo de 2015 (BALO nº 53, 4 mai 2015), en su punto cuarto del orden del día, aprobó la posibilidad de pagar los dividendos a cuenta del ejercicio 2015.

manifiesto que la gran mayoría de las sociedades cotizadas que aprueban ofrecer la posibilidad del pago del dividendo en acciones, lo hacen por la totalidad del importe, sin perjuicio de que algunas de ellas, con carácter puntual, hayan limitado esta posibilidad a una parte del dividendo acordado por la junta general ordinaria. Tal es el caso, entre otras, de Accor, Saint Gobain, EDF y Unibail Rodamco[175].

Un resultado semejante al que se obtiene como consecuencia de la referida limitación establecida por la junta general se produciría si el accionista optara por combinar las dos opciones que se le ofrecen y, por tanto, recibir el dividendo correspondiente a una parte de sus acciones en efectivo y el dividendo correspondiente a la otra parte en acciones.

En este sentido, hemos de tener en cuenta que tanto la regulación originaria de la materia como los artículos vigentes del *Code de Commerce* francés guardan silencio sobre este aspecto. Sin embargo, debido a la trascendencia de la cuestión planteada, en el año 1983, la *Commission des Opérations de Bourse* (COB), actual *Autorité des Marchés Financiers* (AMF), se manifestó sobre este aspecto. Esta institución mantuvo que, debido a que la ley no lo prevé, no existe la posibilidad de que el accionista reciba parte del dividendo en efectivo y parte en acciones. Asimismo, el supervisor entendió que, a la vista de la regulación contenida en el *Code de Commerce*, tampoco parece que la junta general ordinaria pueda acordar esta posibilidad[176]. En aquel momento, esta tesis fue criticada por un importante sector de la doctrina francesa, al entender que ninguna disposición legal prohibía expresamente que la junta general ordinaria fijara a su propio criterio las condiciones de ejercicio de la opción, entre las que se encontraría

[175] Accor en los dividendos correspondientes a los ejercicios 2013, 2014 y 2015 ha aprobado la posibilidad de optar por el pago del dividendo en acciones únicamente sobre el 50% del dividendo. Este mismo porcentaje sobre el dividendo, 50%, ha sido el que ha establecido Saint Gobain en los dividendos correspondientes a los ejercicios 2013 y 2014.

Por su parte, EDF aprobó un dividendo complementario del ejercicio 2012 por un importe de 0,68 €, de los cuales 0,10 € podían ser pagados en acciones o en efectivo a elección de los accionistas. Asimismo, Unibail Rodamco, aprobó un dividendo del ejercicio 2012 por un importe de 8,40 €, y decidió proponer la posibilidad del pago del dividendo en acciones únicamente sobre un importe de 3,13 €.

[176] «Paiement du dividende en actions», *Bull*. *COB*, 159, …, *cit*., pág. 5.

la posibilidad que nos ocupa de recibir el dividendo correspondiente parte en acciones y parte en efectivo[177]. Esta posición doctrinal contraria a la prohibición fue recogida, algunos años más tarde, en concreto, en el año 1990, por el Comité Jurídico de la *Association Nationale des Sociétés para Actions* (ANSA). En este sentido, la ANSA entendió que la posibilidad de fraccionar la opción es lícita siempre que la junta general ordinaria haya determinado claramente la parte del dividendo sobre la que se ofrece la acción (pudiendo ser la totalidad) y haya precisado expresamente qué sucede en el supuesto en que el importe del dividendo no se corresponda con un número entero de acciones[178].

Pese a las críticas de la doctrina, en la práctica societaria francesa se ha venido aplicando el criterio mantenido por la COB, de manera que el accionista debe ejercer su opción por la totalidad del importe del dividendo que le corresponde conforme al acuerdo de la junta general ordinaria. Sobre ese importe acordado, el accionista no puede decidir recibir únicamente una parte en acciones, esto es, el accionista no puede realizar una combinación entre recibir el dividendo en acciones y recibirlo en efectivo.

Sin embargo, en la actualidad, podemos seguir encontrándonos con voces contrarias a este criterio[179], las cuales compartimos.

En este sentido, entendemos que esta restricción encuentra su fundamento más en una cuestión práctica que en una cuestión jurídica. Permitir que un mismo accionista pueda elegir recibir el dividendo en acciones únicamente sobre un número concreto de las acciones de su titularidad, implica una alta complejidad para la sociedad, más aun si tenemos en cuenta que algunas sociedades, como las sociedades cotizadas, presentan una estructura accionarial altamente fragmentada. Debido a ello, en términos de gestión, a las sociedades les resulta más sencillo que, si los accionistas

---

[177] *Vid*., por ejemplo, RICHARD, J., «Paiement du dividende en actions», *JCP E*, 1985, II, 14436, págs. 141-147, pág. 142.

[178] Decisión del *Comité Juridique de l'ANSA du 7 février 1990* sobre «Paiement du dividende en actions: possibilité d'un panachage par l'actionnaire, sur décision de l'assemblée générale ordinaire», *Bull*. *ANSA*, 2506, 1990.

[179] *Vid*. por todos, AMER-YAHIA, *Le régime juridique*…, *cit*., pág. 179-180.

optan por recibir el dividendo en acciones, lo hagan sobre la totalidad del importe aprobado por la junta. Sin embargo, en la regulación francesa de esta materia no existe disposición alguna que impida o prohíba la posibilidad de que el accionista, unilateralmente, limite el importe del dividendo que desea recibir en acciones. Por este motivo, entendemos que ha de recurrirse a la máxima jurídica «*permittitur quod non prohibetur*» y, por tanto, permitir tal posibilidad de limitación del importe del dividendo a recibir en acciones, en tanto que no se encuentra expresamente prohibida por el ordenamiento jurídico francés.

4.4.2. La clase de las nuevas acciones a emitir

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo L. 232-18 párrafo 2 del *Code de Commerce*, cuando existan acciones de clases diferentes, la junta general ordinaria puede decidir que las acciones suscritas sean de la misma clase que aquellas que hayan otorgado el derecho al dividendo, lo cual guarda buena lógica jurídica.

Conforme al contenido de esta disposición, y con carácter previo a la refundición de distintos productos financieros bajo la categoría de «acciones de preferencia»[180], la ANSA se manifestó sobre este aspecto en relación con las acciones de dividendo prioritario sin derecho de voto. En este sentido, esta institución aceptó la posibilidad de que la junta general ordinaria pudiera decidir que esta clase de acciones tuviera derecho a recibir, como pago del dividendo que les correspondiera, acciones de

[180] La *Ordonnance nº 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale* (JORF n°147, 26 juin 2004) ha creado la nueva categoría de las «acciones de preferencia» [*actions de préference*], que sustituye a tres productos financieros anteriores: las acciones privilegiadas [*actions de priorité*], las acciones con dividendo preferente sin derecho de voto [*actions à dividendo prioritaire sans droit de vote*] y los certificados de inversión y los certificados de derecho de voto [*certificats d'investissement et certificats de droit de vote*].

Las acciones de preferencia se definen en el artículo L. 228-11 del *Code de Commerce* francés ["*Lors de la constitution de la société ou au cours de son existence, il peut être créé des actions de préférence, avec ou sans droit de vote, assorties de droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent"*]. Este artículo concreta aspectos como el momento de su creación, que puede ser bien en la constitución de la sociedad o posteriormente, la posibilidad de que estas acciones ostenten o no derecho de voto, así como su característica principal que consiste en que están provistas de derechos particulares, temporales o permanentes.

la misma clase, es decir, acciones de dividendo prioritario sin derecho de voto que les confirieran exactamente los mismos derechos que las acciones iniciales[181].

En este caso, sería necesario calcular dos precios de emisión, uno por cada clase de acciones, debido a la diferencia de cotización entre las distintas clases de acciones y al diferente importe del dividendo que le corresponde a cada una ellas. Así, debido a que, estas distintas clases de acciones cotizan por independiente, existiría una diferencia en la cotización entre ellas y por tanto, la media de las cotizaciones de las veinte sesiones bursátiles que corresponden diferiría. Asimismo, el importe del dividendo correspondiente a las acciones de dividendo prioritario sin derecho de voto, como su propio nombre indica, es generalmente superior al de las acciones ordinarias, por lo que también difiere el importe del dividendo neto a deducir de la media de las cotizaciones.

Entendemos que esta postura de la ANSA es extrapolable a las actuales acciones de preferencia y que, consecuentemente, los titulares de estas acciones pueden recibir acciones de preferencia en pago de su dividendo[182]. No obstante, conforme a lo apuntado, existirán igualmente diferencias en su precio de emisión con referencia a las acciones ordinarias. Asimismo, ha de tenerse en cuenta que, en el supuesto de que la junta general ordinaria no haya previsto la posibilidad de recibir acciones de la misma clase que aquéllas que otorgan el derecho al dividendo, los titulares de estas acciones conservarán su derecho a suscribir las nuevas acciones ordinarias que les correspondan, pero debido a la especialidad de sus acciones, el importe del dividendo a que los titulares de estas acciones tienen derecho será superior y, por tanto, podrán suscribir un número mayor de acciones que los titulares de acciones ordinarias.

---

[181] Decisión del *Comité Juridique de l'ANSA du 4 septembre 1991* sobre «Paiement du dividende en actions aux titulaires d'actions prioritaire sans droit de vote», *Bull*. *ANSA*, 2568, 1991.

[182] Más aún cuando, actualmente, el artículo L. 228-18 del *Code de Commerce* francés, modificado por la ya referida *Ordonnance nº 2004-604*, autoriza el pago del dividendo en forma de acciones de preferencia. *Vid*., AA. VV., *Le Lamy Droit du Financement,* Wolters Kluwer, Rueil-Malmaison, 2015, págs. 293, 294 y 304.

4.4.3. Los desajustes entre el dividendo a percibir y las acciones a asignar [«*le cas des rompus*»]

Debido a que, generalmente, cada accionista es titular de un número distinto de acciones, se darán casos en los que el importe al que el accionista tiene derecho en concepto de dividendo no se corresponda con un número entero de acciones. El propio texto del *Code de Commerce* francés (artículo L. 232-19 párrafo 4), prevé la posibilidad de que se presente esta situación y recoge dos posibles soluciones que resultan de aplicación a estos supuestos.

La primera de ellas se corresponde con la solución que debe aplicarse con carácter general cuando el acuerdo de la junta general ordinaria guarde silencio sobre este aspecto. El referido artículo establece que el accionista recibirá el número de acciones inmediatamente inferior completado por el correspondiente importe en efectivo por la diferencia.

La segunda de estas soluciones únicamente puede aplicarse en el supuesto en que la misma haya sido expresamente aprobada por la junta general ordinaria. Así, la junta puede acordar que, si el importe del dividendo no se corresponde con un número entero de acciones, el accionista que opte por el pago del dividendo en acciones podrá recibir el número de acciones inmediatamente superior aportando la diferencia en efectivo.

En la práctica societaria francesa hemos podido advertir que los correspondientes acuerdos de las juntas generales ordinarias recogen expresamente la solución que ha de aplicarse a estos supuestos, aunque dispongan la solución general recogida en el *Code de Commerce*, es decir, la que establece que el accionista recibirá el número de acciones inmediatamente inferior completado del correspondiente importe en efectivo por la diferencia[183].

[183] Las sociedades Accor, Bouygues, Crédit Agricole, Danone, Engie, Essilor International, Michelin, Sanofi, Total y Unibail Rodamco se acogen a esta solución y así lo recogen expresamente el los correspondientes acuerdos de sus juntas generales ordinarias.

Respecto a la segunda solución prevista por el *Code de Commerce* —que el accionista reciba el número de acciones inmediatamente superior aportando éste la diferencia en efectivo—, que nos conste, en la práctica no se ha acudido a ella como única solución a estos supuestos. Las sociedades que deciden proponer esta solución a sus accionistas la presentan como una opción junto con la solución general. De esta manera, el accionista, a su propia elección, puede decidir si opta por la solución general o prefiere recibir el número entero de acciones superior y desembolsar la diferencia en efectivo[184]. Al presentar esta opción a los accionistas, se cumple el requisito de la necesidad de aprobación expresa por la junta general ordinaria establecido por el artículo L. 232-19 párrafo 4 del *Code de Commerce* francés, al tiempo que se proporciona una mayor flexibilidad y adaptabilidad a los accionistas para que elijan la solución que mejor se adapte a sus propias necesidades.

Aunque, en la práctica societaria francesa, las sociedades cotizadas suelen mantener la opción elegida a lo largo de todos los distintos ejercicios en los que ofrecen la posibilidad de recibir el dividendo en acciones, otras sociedades cotizadas, como Saint Gobain y Societé Générale, en los últimos ejercicios, han alternado una y otra opción.

4.4.4. El aspecto temporal de la oferta

El acuerdo de la junta general ordinaria debe pronunciarse sobre el momento de la oferta. En este sentido, para respetar la igualdad de trato a todos los accionistas (artículo L. 823-11 del *Code de Commerce*), la oferta de recibir el pago del dividendo en acciones debe realizarse de manera simultánea a todos ellos. Esto quiere decir que la junta no puede, ni siquiera en virtud de una cláusula estatutaria, limitar la oferta del pago del dividendo en acciones a un solo accionista o a un grupo o categoría de accionistas. En el mismo sentido, la junta tampoco puede establecer distintos

[184] Las sociedades BNP Paribas, Carrefour, Klepierre, Publicis Groupe, Schneider Electric, Technip, Veolia Enviromental y Vinci presentan esta opción a sus accionistas y así lo recogen expresamente el los correspondientes acuerdos de sus juntas generales ordinarias.

momentos temporales para realizar la oferta a distintos accionistas o grupos de accionistas (artículo L. 232-18 párrafo 3 del *Code de Commerce*).

Igualmente, en el acuerdo de la junta general ordinaria debe determinarse el plazo durante el que los accionistas pueden solicitar el pago del dividendo en acciones. De acuerdo con el artículo L. 232-20 párrafo 1 del *Code de Commerce*, la solicitud de pago del dividendo en acciones debe realizarse en un plazo que no sea superior a tres meses desde la celebración de esta junta. De acuerdo con ello, puede establecerse un plazo más breve con la finalidad de evitar que las condiciones de la operación se vean alteradas por una evolución desfavorable del mercado.

En este sentido, las sociedades cotizadas francesas suelen establecer un plazo que, sin ser demasiado amplio como para que pueda alterarse significativamente la cotización de la acción, permita a los accionistas informarse suficientemente sobre las condiciones de la operación. Asimismo, ni todas las sociedades establecen el mismo plazo ni, la misma sociedad establece el mismo plazo en todas las operaciones. En la práctica, el plazo para poder solicitar el pago del dividendo en acciones entre las sociedades cotizadas francesas integrantes del CAC 40 se inicia pocos días después de la celebración de la junta general ordinaria y su duración oscila entre 11 y 21 días.

Asimismo, los accionistas que deseen recibir su dividendo en efectivo pueden solicitarlo antes del fin del periodo establecido por la sociedad para solicitar el pago del dividendo en acciones[185].

4.4.5. El cálculo del precio de emisión de las acciones

La determinación del precio de las acciones emitidas en la ampliación de capital derivada del pago del dividendo en acciones es el aspecto más controvertido de esta operación, ya que es la que concreta el número de acciones que recibirá cada accionista. Por este motivo, aunque su determinación corresponde a la junta general

[185] «Paiement du dividende en actions», *Bull. COB*, 159, …, *cit*., pág. 6; Decisión del *Comité Juridique de l'ANSA du 5 février 1992* sobre «Application du régime du paiement du dividende en actions: cas des actionnaires demandant le paiement en espèces avant la fin du délai d'option», *Bull. ANSA*, 2592, 1992.

ordinaria, ésta no goza de libertad total para la fijación de este precio, sino que se encuentra sometida a unas reglas específicas recogidas en el artículo L. 232-19 del *Code de Commerce*.

Así, por un lado, en virtud del contenido del artículo L. 232-19 párrafo 1 del *Code de Commerce*, como regla general, el precio de las nuevas acciones emitidas para ser entregadas a los accionistas que aceptaron la oferta de la sociedad como pago del dividendo en acciones no puede ser inferior al valor nominal de las acciones, es decir, el valor nominal de las acciones actúa como suelo al precio de emisión de las mismas.

Por otro lado, la norma contiene los criterios de fijación del precio, tanto para las sociedades cuyas acciones se encuentran admitidas a negociación en un mercado regulado como para el resto de sociedades. Aunque nuestro ámbito de estudio sean las sociedades cotizadas, no debemos pasar por alto que el hecho de que la propia legislación francesa regule la fijación del precio de emisión de las nuevas acciones para los supuestos de pago de dividendo en acciones en las sociedades no cotizadas, implica que esta modalidad de pago del dividendo también puede ser aplicada en este tipo de sociedades[186].

En este sentido, si nos centramos en las sociedades cotizadas, el hito temporal que debe tomarse como referencia para la fijación del precio de emisión de las acciones es el día de celebración de la junta general ordinaria que adopta la decisión de proponer el pago del dividendo en acciones. De esta manera, el precio de emisión de las correspondientes acciones no puede ser inferior al 90% de la media de las

[186] En virtud de lo dispuesto en el artículo L. 232-19 párrafo 3 del *Code de Commerce* francés, en las sociedades no cotizadas, el precio de emisión de las acciones nuevas se fija, según el caso y a elección de las sociedad, dividiendo el importe del activo neto calculado en el balance más reciente entre el número de acciones existentes o por un experto designado judicialmente a petición del consejo de administración o de la dirección de la sociedad. La aplicación de estas reglas de determinación del precio de emisión es verificado por el comisario de cuentas, que presenta un informe especial a la junta general que decidirá sobre la modalidad de pago del dividendo.

En la práctica societaria española, tenemos constancia de que, al menos una sociedad anónima no cotizada, Corporación Alimentaria Guissona, S.A., ha recurrido a los *scrip dividends* para remunerar a sus accionistas.

cotizaciones de las acciones de la sociedad en las veinte sesiones bursátiles precedentes al día de adopción del referido acuerdo por la junta deducida el importe neto del correspondiente dividendo en efectivo o, en su caso, del dividendo a cuenta[187]. Dicho a la inversa, las acciones se emiten a un precio que conlleva un descuento máximo del 10% sobre la media del precio de mercado *ex-dividendo*.

La principal razón a la que obedece este descuento aplicado al precio de emisión de las acciones es hacer más atractiva la opción de recibir el dividendo en acciones, ya que se podrán recibir acciones de la sociedad a un precio inferior al que se adquirirían en el mercado bursátil.

La mayor parte de las sociedades cotizadas francesas establecen como precio de emisión de las nuevas acciones el suelo o valor mínimo establecido por el *Code de Commerce* francés, esto es, aplican el descuento máximo del 10%[188]. Igualmente, también resulta habitual que las sociedades francesas apliquen un descuento del 5%[189] e incluso, que, alternen uno y otro porcentaje en los distintos ejercicios[190].

No obstante, nada impide que las sociedades cotizadas decidan aplicar cualquier porcentaje de descuento entre el 0% y el 10% distintos de los señalados como, por ejemplo, Unibal Rodamco que en el dividendo correspondiente al ejercicio 2012 aplicó un descuento del 7% o, incluso, que se establezca un precio de emisión de las nuevas acciones sin descuento, como decidió Sanofi en el dividendo correspondiente al ejercicio 2010 y Veolia en el dividendo correspondiente al ejercicio 2011.

---

[187] Inicialmente, el porcentaje a aplicar no podía ser inferior al 95%. La *Loi n° 88-15 du 5 janvier 1988 relative au développement et à la transmission des entreprises* (JORF 6 janvier 1988) rebajó el porcentaje del 95% al 90%, disminuyendo, por tanto, el montante neto del dividendo.

[188] Así por ejemplo, en los pagos del dividendo en acciones de BNP Paribas, Bouygues, Crédit Agricole, Danone, Engie, Essilor International, Klepierre, Michelin, Saint Gobain, Schneider Electric, Société Génerale, Technip y Total.

[189] Son los casos de Carrefour y Publicis Groupe,

[190] Así lo hicieron Total, Veolia Enviromental y Vinci.

Conforme a lo expuesto, el precio de emisión de las nuevas acciones (*PE*) se calcula conforme a la siguiente fórmula:

$$\mathrm{PE} = \alpha \cdot (\overline{\mathrm{x}}_{20} - \mathrm{Div}_{\mathrm{neto}})$$

Donde:

α, es el porcentaje establecido por la sociedad, teniendo en cuenta que $\alpha \geq 90\%$;

$\overline{\mathrm{x}}_{20}$, es la media de las veinte sesiones anteriores a la decisión de la junta, y

Div_{neto}, es el importe neto del dividendo o del dividendo a cuenta.

En este sentido, la referencia a las veinte sesiones de bolsa precedentes pone de manifiesto que el precio de emisión únicamente puede fijarse, como pronto, la víspera del día de celebración de la junta general ordinaria. Los accionistas permanecerán en incertidumbre sobre el precio y, por tanto, no podrán proceder a la evaluación de la operación hasta la celebración de la junta general ordinaria que acordará la operación[191].

En algunas sociedades cotizadas que proponen el pago de su dividendo en acciones, es habitual que el consejo de administración se reúna con carácter inmediatamente anterior a la celebración de la junta para constatar la media de cotizaciones y realizar los cálculos oportunos para la fijación del precio de emisión de las acciones. Sin embargo, en realidad, esta reunión no es indispensable, pues el cálculo es simple, y la sociedad es libre de reunir o no previamente a su consejo de administración para realizar este cálculo. Lo que sí que resulta esencial es que la propuesta de acuerdo que se presenta a la junta general ordinaria por el órgano de

[191] «Paiement du dividende en actions», *Bull*. *COB*, 159, …, *cit*., pág. 5.

administración contenga todos los elementos necesarios para poder calcular las condiciones de emisión de las acciones[192].

Por su parte, el que la cotización que se tome de referencia sea *ex-dividendo*, es decir, que a la media de las cotizaciones de las veinte sesiones previas a la junta general ordinaria se le deduzca el importe neto del correspondiente dividendo en efectivo o, en su caso, del dividendo a cuenta, tiene como fundamento la neutralización del dividendo a distribuir en acciones. Así, al descontar el importe del dividendo, como teóricamente sucede en el mercado bursátil en la fecha de pago, ambas opciones serían financieramente equivalentes. De esta manera, los accionistas que optan por recibir el dividendo en forma de acciones no se ven penalizados por el dividendo recibido en efectivo por otros accionistas[193].

En el supuesto contrario, es decir, si a la media de esas cotizaciones no se le dedujera el importe neto del dividendo, el precio de emisión de las nuevas acciones del cálculo sería superior al resultante de la forma de cálculo establecida y, consecuentemente, también sería superior a la cotización de mercado en el momento de pago del dividiendo. Por ello, los accionistas que optaran por recibir su dividendo en acciones se verían perjudicados frente a aquellos accionistas que lo hicieran en efectivo, ya que recibirían un número de acciones inferior al que podrían adquirir directamente en el mercado con el dividendo recibido en efectivo. Dicho de otra manera, como consecuencia de la bajada de la cotización de las acciones en la fecha *ex-dividendo* los accionista que optaron por el pago del dividendo en acciones estarían suscribiendo las acciones nuevas a un precio considerablemente superior al que tendría esas acciones si las adquirieran directamente en el mercado.

No obstante, en este cálculo del precio de emisión pueden surgir ciertas cuestiones.

---

[192] Así lo ha entendido la ANSA tal como se recoge en la Decisión del *Comité Juridique de l'ANSA du 1er juin 1994* sobre «Paiement du dividende en actions. Réunion préalable du conseil d'administration», *Bull. ANSA*, 2726, 1994, pág. 13.

[193] MORTIER, *Opérations sur capital social...*, *cit.*, pág. 246; JACQUEMET, *Le paiement du dividende en actions…*, *cit.*, pág. 48; AA. VV., *Le commissaire aux comptes…*, *cit.*, pág. 84.

En primer lugar, en relación con la referencia a las veinte sesiones previas de Bolsa para el cálculo del precio de emisión de las acciones emitidas con la finalidad del pago del dividendo, el Comité Jurídico de la ANSA se planteó qué sucedía si, por alguna razón, no hubieran podido registrarse las cotizaciones en las veinte sesiones precedentes requeridas legalmente. En este sentido, este Comité Jurídico consideró que si al menos habían podido registrarse las cotizaciones de dos de esas veinte sesiones, el texto legal se aplica directamente sin dificultad, calculándose la media de las cotizaciones que han podido registrarse y aplicándose el 90% de ese resultado para la fijación del precio de emisión de las acciones. Si por el contrario, se hubieran registrado menos de dos cotizaciones, la sociedad no podría realizar una oferta de pago del dividendo en acciones por imposibilidad del cálculo del precio de emisión de las acciones[194].

En segundo lugar, a la vista de la redacción legal y debido, principalmente, a su falta de concreción, pueden surgir dudas sobre qué precio de cotización, de los distintos precios que registra un valor a lo largo de una sesión bursátil (entre otros, el precio de apertura, el precio de cierre o la media de todos los precios registrados a lo largo de la sesión), es el que debe tomarse en consideración para el cálculo de este precio de emisión de las acciones. En algunos casos, la volatilidad a lo largo de la sesión es muy amplia y, por tanto, la diferencia que resulta en el precio de emisión de las acciones, dependiendo de cuál de ellos se elija, no es despreciable. A este respecto, la doctrina francesa entiende que el legislador ha otorgado a las sociedades cotizadas francesas la libertad de determinar qué cotización toman en consideración para el cálculo del precio de emisión de las nuevas acciones, pero resulta conveniente que la cotización que se elija se mantenga en los siguientes ejercicios en que se acuerde la posibilidad del pago del dividendo en acciones[195].

---

[194] Decisión del *Comité Juridique de l'ANSA du 4 juin 1986* sobre «Évaluation des titres d'une société cotée en cas de distribution de dividende en actions alors qu'il n'y a pas eu de cotation au cours des vingt dernières séances de Bourse», *Bull*. *ANSA*, 2346, 1986.

[195] *Vid*. GAUDEMET, A., «Le prix d'émission des actions attribuées en paiement du dividende par les sociétés cotées : un (petit) espace de liberté», *Bull*. *Joly Sociétés*, 7, juillet-août 2014, págs. 474-477, pág. 476; «Paiement du dividende en actions: calcul du prix d'émission des actions», *Bull*. *ANSA*,

De manera predominante, las sociedades cotizadas francesas utilizan como referencia la primera cotización [*premier cours coté*] de cada una de las sesiones de referencia[196], aunque también las hay que recurren al precio de cierre [*cours de clôture*][197] o al precio de apertura [*cours d'ouverture*][198].

4.5. *El ejercicio de la opción por los accionistas*

La posibilidad de elegir entre el pago del dividendo en efectivo y el pago del dividendo en acciones se materializa como una opción entre las dos modalidades de pago del dividendo. Por esta razón, aunque la operación implique una ampliación de capital, hacer referencia a la existencia de derechos de suscripción no resulta apropiado a esta operación. De esta manera, dado que la operación principal no es una ampliación de capital, no existen derechos de suscripción que puedan negociarse[199].

Expuesto lo anterior, es preciso destacar que el *Code de Commerce* francés guarda silencio sobre las condiciones bajo las cuales las sociedades deben informar a los socios acerca de esta opción de pago del dividendo en acciones y sobre el procedimiento que éstos han de seguir para expresar su elección, ya que no existen disposiciones legales o reglamentarias que precisen estos aspectos en el referido texto legal[200].

En este sentido, previamente, los accionistas ya habrían tenido conocimiento de la correspondiente propuesta de acuerdo del pago del dividendo en acciones a

---

2901, 1997, pág. 4. Sin embargo, no todas las sociedades cotizadas francesas siguen esta recomendación ya que, por ejemplo, Saint Gobain y Société Générale han variado de cotización de referencia en los distintos ejercicios.

[196] Accor, BNP Paribas, Bouygues, Carrefour, Danone, Essilor International, Klepierre, Michelin, Sanofi, Schneider Electric, Technip, Total, Veolia Environmental y Vinci.

[197] Crédit Agricole y Publicis Group.

[198] Engie y Unibail Rodamco.

[199] BERTRAND, «Le paiement des dividendes en actions …», *cit*., pág. 16; ROUX, P., «À propos du paiement du dividende en actions ou en biens de la société», *Petites Affiches*, 25, 26 février 1992, págs. 20-22, pág. 21; «Paiement du dividende en actions», *Bull*. *COB*, 159, …, *cit*., pág. 6.

[200] «Information des actionnaires sur le paiement du dividende en actions», *Bull*. *COB*, 240, octobre 1990, pág. 40; «Information des actionnaires. Paiement du dividende en actions», *JCP*, 48, 1990, I, 20568, pág. 367.

través de los anuncios de la convocatoria de la junta general (artículos R. 225-67 y R. 225-73.I del *Code de Commerce*) o de la información y documentos puestos a disposición de los accionistas en el sitio web de la sociedad (artículo R. 225-73-1 del *Code de Commerce*), en aplicación de las normas generales en materia de información al accionista con carácter previo a la celebración de la junta general. Una vez adoptado el correspondiente acuerdo por la junta general ordinaria, es la propia sociedad la que debe, bajo su responsabilidad, proporcionar a los accionistas la información necesaria para que puedan ejercer la opción que consideren conveniente. Los medios aceptados para transmitir esta información son muy variados y en línea con los medios recogidos en la normativa societaria para realizar otro tipo de comunicaciones a los accionistas. Así, por ejemplo, se pueden incluir comunicados en el sitio web de la sociedad o anuncios en la prensa financiera de ámbito nacional.

Durante el plazo fijado por la junta general ordinaria para realizar la elección de la modalidad de pago del dividendo, el accionista debe mostrar de manera inequívoca su voluntad si desea recibir el pago del dividendo en forma de acciones. Sin embargo, nada obsta para que, si así lo desea, el accionista también manifieste su voluntad expresa de recibir el dividendo en efectivo. A falta de expresión de voluntad a favor del pago del dividendo en acciones, el dividendo será pagado en efectivo (artículo L. 232-20 del *Code de Commerce, a sensu contrario*)[201].

La normativa francesa no concreta qué forma debe revestir esta expresión de voluntad en el supuesto de que el accionista opte por recibir su dividendo en acciones. De ahí que haya de acudirse a la interpretación analógica de la formalidad contenida en el artículo L. 225-143 del *Code de Commerce*, en virtud del cual, en otras modalidades de aumento de capital, el accionista debe realizar una solicitud y ejercer su opción a favor del pago del dividendo en acciones mediante la firma de un boletín de suscripción.

[201] BORDET, E., «Du paiement en actions des dividendes», *Option Finance*, 1213, mars 2013, pág. 28; RICHARD, «Paiement du dividende en actions», …, *cit*., pág. 143. Así se deduce, igualmente, de la lectura de información publicada por las sociedades, ya que el plazo que se otorga es para solicitar el pago del dividendo en acciones.

4.6. *La ejecución del aumento de capital*

En el caso del pago del dividendo en acciones, la ampliación de capital se deriva del mismo hecho de la solicitud del accionista de recibir en acciones el importe del dividendo acordado por la junta general ordinaria. Debido a ello, podemos afirmar que nos encontramos ante una ampliación de capital «derivada», ya que es la consecuencia necesaria de una operación más amplia que consiste en ejecutar esta modalidad de pago del dividendo, es decir, el pago del dividendo en acciones.

Como ya hemos apuntado con anterioridad, estamos ante una ampliación de capital con cargo a aportaciones dinerarias por vía de suscripción de acciones a título oneroso, pero dicha operación no es la operación principal. Debido a ello, conforme a lo dispuesto en el artículo L. 232-20 párrafo 1 del *Code de Commerce* en esta operación se produce una flexibilización considerable de las formalidades habituales en materia de aumento de capital con cargo a aportaciones dinerarias, ya que este aumento de capital concreto no presenta los mismos riesgos que los aumentos de capital con cargo a aportaciones dinerarias ordinarios. En concreto, en este aumento de capital no hay lugar a las formalidades que, para otros aumentos de capital, se requieren en virtud de los artículos L. 225-142[202], L. 225-144 párrafo 2[203] y L. 225-146[204] del *Code de Commerce*. De esta manera, este aumento de capital queda

---

[202] Artículo L. 225-142 del *Code de Commerce*

La société accomplit, avant l'ouverture de la souscription, des formalités de publicité dont les modalités sont fixées par décret en Conseil d'Etat.

[203] Artículo L. 225-144 párrafo 2 del *Code de Commerce*

(...)

Les dispositions du premier alinéa de l'article L. 225-5, à l'exception de celles relatives à la liste des souscripteurs, sont applicables. Le retrait des fonds provenant des souscriptions en numéraire peut être effectué par un mandataire de la société après l'établissement du certificat du dépositaire.

(...)

[204] Artículo L. 225-146 del *Code de Commerce*

Les souscriptions et les versements sont constatés par un certificat du dépositaire établi, au moment du dépôt des fonds, sur présentation des bulletins de souscription.

exonerado de las formalidades relativas la publicidad previa a la apertura de la suscripción, de la necesidad de depósito de los fondos provenientes de las aportaciones dinerarias en una entidad bancaria o ante notario y de los consiguientes certificados de suscripción y desembolso.

En virtud de lo dispuesto en el artículo L. 225-20 del *Code de Commerce*, una vez transcurrido el plazo fijado por la junta general ordinaria para que los accionistas puedan realizar la solicitud del pago del dividendo en acciones, en su primera reunión, el consejo de administración constatará el número de acciones emitidas como resultado de las solicitudes recibidas. Asimismo, el consejo de administración llevará a cabo las modificaciones necesarias en las cláusulas estatutarias relativas a la cifra de capital y al número de acciones que lo componen.

Les libérations d'actions par compensation de créances liquides et exigibles sur la société sont constatées par un certificat du notaire ou du commissaire aux comptes. Ce certificat tient lieu de certificat du dépositaire.

Conclusiones preliminares

I. El pago del dividendo en acciones en Francia tiene la misma finalidad que las operaciones de *scrip dividends* en España. En este sentido, ambas operaciones permiten continuar transmitiendo una imagen positiva al mercado, ya que se satisface la correspondiente remuneración al accionista, sin que ello implique una carga excesiva para la tesorería de la sociedad; al contrario, la operación permite a las sociedades que la utilizan autofinanciarse a través del reforzamiento de sus fondos propios.

II. El hecho de que el *Code de Commerce* establezca la forma de cálculo del precio de emisión de las acciones cuando las sociedades no cotizadas realicen pagos de dividendos en acciones, pone de manifiesto que nada obsta para que este tipo de sociedades también pueda recurrir a esta modalidad de pago del dividendo.

Esta posibilidad resulta extensible a las sociedades no cotizadas españolas, ya que tenemos constancia de que alguna de ellas ya ha recurrido a esta modalidad retributiva. En este sentido, sería conveniente una previsión legal del régimen aplicable a dichas sociedades a fin de que la forma de cálculo de este precio de referencia se encontrara prevista en un texto legal, como sucede en Francia. De esta manera, se evitaría que las condiciones de la operación se vieran variadas significativamente como consecuencia de las diferentes formas de cálculo elegidas.

III. La regulación de la operación en la normativa societaria francesa resulta adecuada para proporcionar una mayor seguridad jurídica respecto a las condiciones de la operación. En España, aunque existe bastante uniformidad en el planteamiento de las operaciones de *scrip dividends* entre las distintas sociedades, nada impide que las condiciones puedan ser alteradas por alguna de estas sociedades en cualquier momento.

No obstante, en determinados aspectos de la operación, el *Code de Commerce* establece las bases y deja un cierto margen de libertad a las sociedad para su determinación, sin que la seguridad jurídica de la operación se vea alterada. Este es el

caso de la parte del dividendo cuyo pago se ofrece en acciones, la cotización utilizada para el cálculo del precio de referencia, el porcentaje de descuento aplicado, el plazo para el ejercicio de la opción o la solución que se adopta para los supuestos en que el importe del dividendo no se corresponda con un número entero de acciones.

Así, por ejemplo, el hecho de que la forma de cálculo del precio de emisión de las acciones se encuentre prevista legalmente en Francia, pese a las posibles modulaciones que pueden introducir las sociedades, resulta una garantía para la integridad del capital, ya que evita que pueda producirse una valoración errónea de las nuevas acciones. No obstante, sería conveniente que se concretara qué cotización es la que ha de tomarse de referencia para el cálculo de dicho precio de emisión, a fin de evitar las diferencias de elección de precio entre las distintas sociedades.

IV. La aplicación del descuento sobre el precio de emisión de las acciones que se establece en el régimen francés, encuentra su fundamento en hacer más atractiva la operación de manera que, los accionistas, puedan recibir acciones de la sociedad a un precio inferior al que las adquirirían en el mercado bursátil.

Por este motivo, la evolución de la cotización de las acciones durante el plazo de ejercicio de la opción es decisivo para el resultado de la operación. Si la cotización de las acciones de la sociedad se sitúa por debajo del precio de emisión de las acciones emitidas en pago del dividendo, los accionistas preferirán recibir su dividendo en efectivo y aumentar su participación en la sociedad mediante la adquisición de las acciones en el mercado. Si, por el contrario, la cotización evoluciona al alza, la operación resultará atractiva para los accionistas y se decantarán por recibir su dividendo en acciones.

La operación también puede resultar atractiva para el pequeño accionista que, debido a su pequeña participación previa en la sociedad, el número de nuevas acciones que recibirá como resultado de la operación será reducido. Tal atractivo se deriva de que, aunque la operación pudiera no resultar favorable al accionista en términos financieros debido al curso de las cotizaciones, a través del pago del dividendo en

acciones adquirirá dichas nuevas acciones a un coste inferior al que le supondría adquirir en el mercado ese número reducido de las mismas.

V. A estos efectos, la mecánica de la operación en Francia resulta más clara y simple para la toma de decisiones de los accionistas que en España. Los datos de los que dispone el accionista en Francia son, principalmente, el importe del dividendo, el precio de emisión de las acciones y la cotización actual de las acciones, por lo que, con una simple comparativa entre el precio de emisión de las acciones y la cotización actual de las acciones, el accionista dispone de un criterio financiero para adoptar la decisión más acorde a sus preferencias y necesidades.

Asimismo, consideramos más adecuada la configuración jurídica de la operación en Francia, como modalidad de pago del dividendo sometida al régimen de aplicación del resultado y distribución del dividendo, ya que esta es la finalidad de la operación y, por tanto, las reglas a las que debe someterse.

Capítulo IV

EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS* EN EL DERECHO ESPAÑOL

1. Introducción

En España, las operaciones de *scrip dividends* no son una figura jurídica regulada específicamente en nuestro ordenamiento jurídico. Sin embargo, ello no ha sido un impedimento para que, como hemos puesto de manifiesto en el Capítulo I de este trabajo, sea una operación a la que han recurrido un importante número de sociedades cotizadas y, también no cotizadas, desde el año 2009 para retribuir a sus accionistas; concretamente, de las sociedades que integran el índice Ibex 35, han sido un total de catorce sociedades las que han recurrido a esta fórmula retributiva[205].

Consecuentemente, las sociedades cotizadas han realizado una construcción jurídica propia, con su propia estructura y procedimiento, que les permite ofrecer a sus accionistas la posibilidad de cobrar su dividendo en efectivo o en acciones. Sin embargo, esta construcción *ad hoc* genera ciertos efectos adversos o deficiencias que pondremos de manifiesto tanto en el presente capítulo como en el siguiente.

De esta manera, analizaremos, en primer lugar, la configuración del derecho a participar en las ganancias sociales en el ordenamiento jurídico español, tanto legal como estatutariamente, de cara a confirmar la ausencia de regulación específica para estas operaciones y determinar la admisibilidad de incorporar el pago en acciones como modalidad de pago del dividendo. A continuación, realizaremos un análisis exhaustivo de la configuración jurídica actual de las operaciones de *scrip dividends*, su procedimiento de aprobación y ejecución y las actuaciones que las sociedades que

[205] *Vid*. una crónica de la utilización de esta figura entre las sociedades cotizadas integrantes del índice Ibex 35 hasta el año 2015 en ARAGÓN TARDÓN, S., «Seis años de *scrip dividends* en el Ibex 35 (2009-2015)», *RDBB*, 142, 2016, págs. 181-196.

recurren a estas operaciones, como sociedades cotizadas, deben realizar ante el supervisor del mercado de valores.

2. La inexistencia de una regulación específica para las operaciones de *scrip dividends* en España

Las operaciones de *scrip dividends* se presentan como una alternativa al tradicional dividendo en efectivo, consecuentemente, como una forma de satisfacer el derecho a participar en las ganancias sociales reconocido a los accionistas por el artículo 93 letra a) LSC[206]. Sin embargo, en España, no existe una regulación específica que resulte de aplicación a estas operaciones.

Pese a ello, consideramos conveniente realizar un análisis del régimen jurídico de este derecho a participar en las ganancias sociales y, por tanto, de su regulación en la LSC y los estatutos de las sociedades, principalmente, para determinar si sería posible establecer una regulación específica para estas operaciones de *scrip dividends* y la forma en que resultaría más adecuado regularla. A estos efectos, tendremos como referencia el marco regulatorio de los regímenes comparados de Francia y Reino Unido, es decir, la regulación de estas operaciones a través de un régimen legal o de un régimen estatutario específico.

2.1. *La configuración legal del derecho a participar en las ganancias sociales*

El reconocimiento legal y el fundamento positivo de la participación del socio en las ganancias de la sociedad lo encontramos en la relación de derechos contenida en

[206] En este sentido se manifiesta, entre otros, VELASCO SAN PEDRO, L.A., «Las políticas de autocartera y dividendos», en RODRIGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J., ALONSO UREBA, J., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada. Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de capital introducidas por las leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de febrero de 2015*, T. II, Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2016, págs. 274-295, pág. 291.

el artículo 93 LSC, concretamente en su letra a). De esta manera, este derecho a participar en las ganancias sociales se erige como uno de los denominados «derechos "legales" del socio»[207]. Incluso, de entre todos los derechos enumerados en este artículo, se ha considerado como el derecho más importante. En este sentido, algunos autores[208] han llegado a afirmar que el legislador ha querido investir a este derecho de una importancia diferencial y, por este motivo, lo ha situado en el primer lugar de la enumeración legal[209].

---

[207] La condición jurídica de socio —*status socii*— se adquiere como consecuencia de la titularidad legítima de acciones o participaciones. De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 91 LSC, esta condición de socio conlleva el reconocimiento de una serie de derechos, poderes y facultades que, de manera general, se denominan «derechos del socio». Estos «derechos del socio» pueden tener un origen legal o un origen estatutario, en virtud de que se encuentren reconocidos por una norma de rango legal, esencialmente, la LSC, o que hayan sido incluidos en los estatutos sociales por los socios, en ejercicio de la autonomía de la voluntad que se les reconoce en virtud del artículo 28 LSC. Así se desprende del propio texto del artículo 91 LSC, al atribuir a los titulares legítimos de acciones y participaciones "*los derechos reconocidos en esta ley y en los estatutos*" distinguiendo, de esta manera, entre «derechos legales» y «derechos estatutarios». *Vid*. por todos, sobre esta materia, GARRIDO DE PALMA, V.M. y SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., «La sociedad anónima en sus principios configuradores», en GARRIDO DE PALMA, V.M. (Dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Ed. Civitas, Madrid, 1991, págs. 21-73, págs. 35-43.

Sin embargo, debemos tener en cuenta que no todas las facultades que quedan integradas bajo esta denominación, participan de una naturaleza jurídica común. Así, este concepto comprende derechos subjetivos, facultades, poderes, otros tipos de posiciones activas e incluso, legitimaciones procesales. *Vid*. en este sentido, GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas*. *Según la Ley de 17 de julio de* 1951, Publicaciones de los seminarios de la Facultad de Derecho, Valladolid, 1952, pág. 178; CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., «Artículo 93. Derechos del socio», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, T. I, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, págs. 789-799, pág. 790; PEINADO GRACIA, J. I. y GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, Mª B., «Sistemática y clasificación de los derechos del accionista en la sociedad cotizada», en PEINADO GRACIA, J. I. y CREMADES GARCÍA, J. (Dirs.), *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Ed. La Ley, Las Rozas, 2012, págs. 67-103, págs. 91-92.

[208] Así ha sido mantenido, entre otros autores, por URÍA, R. (*Derecho Mercantil,* 10ª edición, Madrid, 1982, pág. 216) quien afirma que "este derecho, peculiar de todos los partícipes en cualquier clase de sociedad, se acentúa en la sociedad anónima por virtud de su carácter esencialmente capitalista. Por eso le destaca nuestra ley como primer derecho del accionista (art. 39) [de la LSA 1951, equivalente al actual artículo 93 LSC], como derecho más importante que ningún otro por servir directamente a la finalidad lucrativa que todo accionista persigue". En el mismo sentido, DÍAZ ECHEGARAY, J. L. (*El derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales*. *A la luz de la doctrina sentada por la STS de 26 de mayo de 2005*, Ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pág. 15) mantiene que "entre los derechos que integran la posición jurídica del accionista tiene un especial protagonismo «*el de participar en el reparto de las ganancias sociales*», que el legislador señala el primero al relacionar los derechos mínimos del accionista".

[209] Desde la primera enumeración legal de los derechos del socio en el artículo 39 LSA 1951, este derecho se ha formulado de una manera idéntica y siempre ha ocupado la primera posición. Esta

2.1.1. La caracterización del derecho a participar en las ganancias sociales en la LSC

El contenido de este artículo 93 LSC establece los derechos que la doctrina viene denominando como «derechos mínimos»[210], es decir, aquellos derechos que "*como mínimo*" deberán ser reconocidos a los titulares legítimos de acciones (o participaciones). En este sentido, se afirma que este precepto constituye el contenido ordinario de la condición de socio, es decir, los derechos que, de manera general se atribuyen a los titulares de acciones y participaciones[211].

Sin embargo, al margen de la precisión anterior, de la propia literalidad del artículo 93 LSC podemos establecer dos importantes características de los derechos en él establecidos: por un lado, la primera característica radica en que el régimen jurídico propio de estos derechos se encuentra en el articulado de la LSC ¯en preceptos distintos del artículo 93 LSC¯[212] y, por otro lado, la segunda característica de estos

situación parece tener vocación de continuidad, pues este derecho se enuncia de la misma manera y ocupa la misma posición en el artículo 231-19 del malogrado Anteproyecto de Ley del Código Mercantil, en su versión de 30 de mayo de 2014 (disponible en http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/Portal/1292427023422?blobheader=application%2Fpdf&blobheadername1=Content-Disposition&blobheadername2=Medios&blobheadervalue1=attachment%3B+filename%3DAnteproyecto_de_Ley_de_Código_Mercantil.pdf&blobheadervalue2=1288788719402).

[210] *Vid*. en este sentido, PEINADO GRACIA y GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, «Sistemática y clasificación de los derechos del accionista…», *cit*., págs. 87-88; PELAYO MUÑOZ, T., *Las acciones: derechos del accionista, representación, transmisión, derechos reales, negocios sobre las propias acciones*, Monografía mercantil, nº 4, Ed. CISS, Valencia, 1999, pág. 18.

[211] CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., «Las clases de acciones. Tipología y limitaciones», en VEIGA COPO, A.B. (Dir.), *Estudios jurídicos sobre la acción*, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2014, págs. 20-88, pág. 20.

[212] En este sentido, IGLESIAS PRADA, J.L. y GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J. («Las sociedades de capital. Las acciones y las participaciones sociales. Las obligaciones (I)», en APARICIO GONZÁLEZ, M. L. (Coord.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Vol. I, 12ª edic., Ed. Civitas-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2014, págs. 456-477, pág. 459) afirman que "los derechos enumerados [en el artículo 93 LSC] tampoco son derechos absolutos, pues su alcance y condiciones de ejercicio han de determinarse en todo caso de acuerdo con lo previsto en la propia Ley".

derechos, la encontramos en la posibilidad de que la LSC reduzca o limite el contenido ordinario de las acciones (y participaciones) en relación con estos derechos[213].

A los efectos de este análisis, nos centraremos en la primera de estas características, debido a que es el ámbito que nos interesa para determinar si en el desarrollo de este derecho a participar en las ganancias sociales podrían regularse las operaciones de *scrip dividends*, lo cual no constituye una reducción o limitación del contenido ordinario de este derecho.

En este sentido, el artículo 93 LSC establece que estos derechos mínimos se ostentan "*en los términos establecidos en esta Ley* [LSC]", lo que indica que es la propia LSC, en su articulado, la que determina las condiciones en que se ejercitarán estos derechos. Es decir, los socios sólo adquieren estos derechos cuando concurren los supuestos de hecho que se establecen en el correspondiente artículo de desarrollo o, en su caso, en los correspondientes artículos de desarrollo. Sólo en esos supuestos y en esas condiciones previstas normativamente pueden ejercitarse estos derechos[214]. Debido a ello, en el articulado de la LSC, podemos distinguir dos aspectos diferenciados de estos derechos: por un lado, la simple enunciación o reconocimiento de ciertos derechos de manera general, es decir, el contenido propio del artículo 93 LSC; y por otro lado, su efectiva atribución al socio, esto es, su configuración positiva en diferentes artículos de la propia LSC[215].

---

[213] El propio artículo 93 LSC erige como derechos mínimos del socio aquellos en él recogidos, "*salvo en los casos en ella* [LSC] *previstos*". Esta previsión legal introduce la posibilidad de que la Ley prevea excepciones a la regla general. Esto significa que, pese a denominarse «derechos mínimos del socio», la LSC puede prever supuestos en que estos derechos se vean suprimidos o, al menos, limitados para determinadas acciones o participaciones. En este sentido, debe destacarse que las limitaciones o exclusiones a los derechos enunciados en el artículo 93 han de determinarse, no sólo por normas de rango legal, sino que ha de ser la propia LSC la que establezca esas restricciones o supresiones. En este sentido se manifiesta, PEINADO GRACIA, J.I., («Principios y derechos del socio (significado y límites de la condición de socio)», en AGÚNDEZ BETELU, M.A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ, J. (Dirs.), *Cuadernos de derecho para ingenieros*, Vol. 10, *Accionistas minoritarios*, CREMADES GARCÍA, J. y PEINADO GRACIA, J.I. (coords.), Ed. La Ley, Las Rozas, 2011, págs. 65-78, pág. 75).

[214] CAMPUZANO LAGUILLO, «Las clases de acciones…», *cit*., pág. 21.

[215] CAMPUZANO LAGUILLO, «Artículo 93…», *cit*., pág. 791.

Conforme a ello, si bien este derecho se encuentra reconocido en la letra a) del artículo 93 LSC, su desarrollo y su regulación se encuentran recogidos en otros preceptos del articulado de la LSC, especialmente, en el capítulo dedicado a la aprobación de las cuentas, esto es, el Capítulo V del Título VII (artículos 272 a 278 LSC).

Estos artículos, a los cuales iremos haciendo referencia a lo largo de este trabajo, regulan, entre otros aspectos, el procedimiento de aprobación de las cuentas que determinarán el resultado del ejercicio objeto de aplicación (artículo 272 LSC), el procedimiento de aplicación del resultado (artículo 273 LSC), la regla de la proporcionalidad para el reparto de dividendos (artículo 275 LSC) o el momento y la forma de pago del dividendo (artículo 276 LSC).

De esta manera, para determinar la configuración del derecho del socio a participar en las ganancias sociales, es necesario tener en cuenta no sólo su enunciación en el artículo 93 LSC, sino también el régimen de desarrollo de este derecho recogido en el articulado de la LSC.

En este sentido, al analizar el régimen de desarrollo de este derecho a participar en las ganancias sociales contenido en la LSC, como ya hemos adelantado, no nos encontramos con una regulación específica para las operaciones de *scrip dividends* semejante a los artículos L. 232-18 a L. 232-20 del *Code de Commerce* francés. Por lo que podemos afirmar que la regulación societaria española no recoge una regulación específica para estas operaciones.

Sin embargo, nos encontramos con el apartado 1 del artículo 276 LSC en el que se inviste a la junta general de accionistas para que, en el acuerdo de distribución de dividendos, determine la forma de pago del dividendo. A estos efectos, dicho artículo no recoge un elenco de formas en que puede satisfacerse el pago del dividendo ni establece una forma de pago del dividendo subsidiaria para el supuesto

de falta de determinación por parte de la junta[216], lo que, *a priori*, podría considerarse como una atribución de competencias *ex lege* a la junta general de accionistas para determinar libremente la forma de pago del dividendo.

Sin embargo, sobre esta materia existe una clásica e importante discusión doctrinal acerca de la forma en que deben satisfacerse los dividendos, la cual consideramos oportuno analizar detalladamente.

2.1.2. Las posiciones doctrinales sobre la forma en que debe satisfacerse el dividendo

Al hilo de la configuración legal del derecho a participar en las ganancias sociales en la LSC, debemos plantearnos qué posibilidades tiene la junta general de accionistas, *ex* artículo 276 apartado 1 LSC, para determinar cómo debe satisfacerse el derecho al dividendo. Concretamente, nos referimos a la discusión doctrinal entre si los dividendos deben ser satisfechos necesariamente en metálico o si, por el contrario, es posible que los dividendos sean satisfechos con bienes no pecuniarios.

a. La necesidad de satisfacer el dividendo en metálico

La corriente doctrinal mayoritaria, entiende que el derecho al dividendo ha de ser satisfecho necesariamente en metálico y, consiguientemente, no puede establecerse el pago del dividendo en bienes distintos al dinero[217]. En este sentido, afirman que la

---

[216] Por el contrario, el malogrado Anteproyecto de Ley del Código Mercantil, en su versión de 30 de mayo de 2014, concretamente en el apartado 2 de su artículo 245-5 sí que prevé como forma subsidiaria de pago del dividendo el pago en dinero. Dicho artículo establece que "*A falta de determinación sobre esos particulares, el dividendo será pagadero en dinero en el domicilio social a partir del día siguiente al del acuerdo*".

[217] SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima*, Cuadernos del Instituto Jurídico Español-CSIC Delegación de Roma, Roma-Madrid, 1955, pág. 165; SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol. 1, 31ª edic., Ed. Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2008, pág. 562; MASSAGUER FUENTES, J., *Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima*. *Un estudio de los artículos 216 y 217 LSA,* 1ª edic., Cuadernos Civitas, Ed. Civitas, Madrid, 1990, pág. 19; DÍAZ ECHEGARAY, *El derecho a participar en el reparto*…, *cit*., pág. 176-177; VÁZQUEZ CUETO, J.C., *Régimen jurídico de la autocartera,* Ed. Marcial Pons, Madrid, 1995, págs. 169-171; ILLESCAS ORTIZ, R., *El derecho del socio al dividendo en la sociedad anónima,* Anales de la Universidad Hispalense-Publicaciones de la Universidad de Sevilla, Serie Derecho nº 16, Sevilla, 1973, pág. 112. Si bien, este último autor establece que la posibilidad de

legislación societaria ha configurado el derecho al dividendo como un derecho de carácter pecuniario, ya que el procedimiento para determinar el beneficio y, posteriormente, para determinar el dividendo, se realiza a través de una valoración pecuniaria de los elementos del patrimonio social[218].

Para la justificación de esta postura, se basan en dos argumentos principales:

En primer lugar, se alude a la causa del contrato de sociedad —el ánimo de lucro de los accionistas[219]— para sostener que la distribución de dividendos en bienes distintos al dinero desnaturaliza el esquema societario típico, ya que impide la satisfacción del ánimo de lucro de los accionistas[220]. En este sentido, afirman que,

---

un eventual pago *in natura*, es decir, en bienes distintos del dividendo, no puede ser descartada, bajo determinadas circunstancias como, entre otras, la previsión estatutaria.

[218] *Vid*. SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución*…, *cit*., págs. 164-165, quien afirma que "el dividendo se calcula en razón de los beneficios repartibles que están indicados por una suma de dinero. De aquí que el crédito del accionista haya de ser siempre un crédito en dinero". En el mismo sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, A. («Acotaciones a una doctrina reciente en materia de pago y aplicación del dividendo», *RGD*, 584, mayo, 1993, págs. 4701-4760, pág. 4713) sostiene que "el dividendo no es otra cosa, pues, que el rédito de un capital fructífero (el que corresponde a la acción) y, por tanto, la deuda que la sociedad que lo decide contrae con sus socios al acordarlo, es, primero de todo y desde luego *ex lege* (si no quiere imputare tal consecuencia a la *rerum natura*), una deuda de cantidad; y además será también deuda de una cantidad de dinero porque en dicha forma social, el beneficio no se identifica con un excedente de bienes específicos y se encuentra difundido entre todo el activo neto (…) el reparto de bienes *in natura* no es ni puede ser, técnicamente hablando un reparto de dividendo. Porque estos se distribuyen con cargo a un beneficio que nunca se concentra en bienes determinados con exclusión de los demás que colaboran a la formación del resultado. Los bienes específicos no son nunca beneficio; son patrimonio".

[219] El ánimo de lucro es el elemento que se ha erigido no sólo como causa del contrato de sociedad, sino también como fundamento del derecho del socio a participar en el reparto de las ganancias sociales que se satisface a través del reparto de dividendos (*Vid*. por todos, ILLESCAS ORTIZ, R., «El derecho del socio al dividendo hoy: un apunte», *Derecho de los negocios,* 3, Junio 1992, págs. 29-31, pág. 29; DÍAZ ECHEGARAY, *El derecho a participar en el reparto*…, *cit*., pág. 18). Esta afirmación resulta lógica, ya que si realizamos un análisis etimológico de la palabra «lucro», hemos de tener en cuenta que ésta proviene del término latino *lucrum* al que se le otorgaba el significado de "lucro, logro, beneficio" (NICOLIELLO, N., *Diccionario del latín jurídico*, Euros Editores SRL, Buenos Aires, 2004, pág. 182). Sobre esta base, el Diccionario de la Real Academia Española define «lucro» como "ganancia o provecho que se saca de algo" (consultado en http://lema.rae.es/drae/?val=lucro). De esta manera, por razones semánticas, parece razonable establecer una relación una relación directa entre el ánimo de lucro y el derecho objeto de este estudio, en tanto que el término «lucro» y el término «ganancia» pueden considerarse sinónimos. Conforme a ello, podemos afirmar que el derecho del socio a participar en las ganancias sociales es la materialización del elemento lucrativo de las sociedades, ya que el socio ve satisfecho su ánimo de lucro mediante la participación en las ganancias sociales.

[220] Ello al margen de una de las discusiones doctrinales más clásicas en el ámbito societario acerca de la esencialidad o no del ánimo de lucro en las sociedades mercantiles, la cual entendemos superada en el ámbito de las sociedades anónimas cotizadas a las que circunscribimos este estudio (*Vid*.,

por todos, MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., «Sociedad y fin de lucro», en AA.VV., *Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima*, Fundación Manuel Broseta, Ed. Civitas, Madrid, 1995, págs. 39-59). En estas sociedades consideramos indiscutible que la razón que lleva a los socios a formar parte de ellas es el ánimo de lucro (*Vid*. en este sentido, MARTÍNEZ-CALCERRADA GÓMEZ, L., «El derecho del accionista a los beneficios/dividendos. Su regulación legal a la Ley de Sociedades Anónimas RDL 22 de diciembre de 1989. Jurisprudencia del Tribunal Supremo», *Actualidad Civil*, 2, 2003, págs. 339-354, pág. 340; CÁCERES CÁRCELES, C., «El ejercicio de derecho de separación del socio en caso de no distribución de dividendos. Las reformas introducidas por el art. 348 bis de la LSC», *Derecho de los negocios*, 263-264, septiembre-octubre 2012, págs. 29-42, pág. 32; DÍAZ ECHEGARAY, *El derecho a participar en el reparto*…, *cit*., pág. 15).

Un sector de la doctrina (*Vid*. en este sentido, FONT GALÁN, J. I. y PINO ABAD, M., «La relevante causa negocial de la sociedad. Un relectura (sólo) jurídica del concepto legal de sociedad», *RDM, 239*, enero-marzo 2001, págs. 7-95, pág. 10; ídem, en AA. VV., *Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Vol. I, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 2002, págs. 541- 606, pág. 543; DÍAZ ECHEGARAY, *El derecho a participar en el reparto*…, *cit*., págs. 44 y ss.; VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, T. I, 3ª edic., Ed. Bosch, Barcelona, 1991, págs. 118-119) considera que el ánimo de lucro es un elemento esencial del concepto de sociedad, de modo que, sin ánimo de lucro podría configurarse otra estructura organizativa, por ejemplo, una asociación, pero esta estructura organizativa no podrá ser denominada sociedad ni le resultará de aplicación el régimen jurídico aplicable a las sociedades. Dentro de esta misma corriente doctrinal, también podemos situar a aquellos autores que mantienen, como regla general, la existencia de ánimo de lucro en las sociedades mercantiles, admitiendo la posible existencia de sociedades mercantiles sin ánimo de lucro, pero como excepciones a la regla general. *Vid*., MARÍN LÓPEZ, J. J., «Comentario del artículo 1665», en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (Coord.), *Comentarios al Código Civil*, 2ª edic., Ed. Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2006, págs. 1926-1929, pág. 1927. Este autor afirma que "la sociedad ha de tener necesariamente ánimo de lucro (…) Algunos de los supuestos de la sociedad particular previstos en el artículo 1678, en los que ciertamente no se aprecia la existencia de ese ánimo, constituyen una excepción a la regla general".

El sector de la doctrina contrario a la consideración del lucro como causa del contrato de sociedad y por tanto, como elemento esencial del mismo, es liderado por GIRÓN TENA (*Derecho de sociedades anónimas*…, *cit*., págs. 200 y ss.). Este sector doctrinal somete a revisión el planteamiento anterior y concluye que no resulta necesario mantener la reserva societaria a la materia lucrativa, de modo que es posible la existencia de sociedades no lucrativas (PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «Ánimo de lucro y concepto de sociedad (Breves consideraciones a propósito del artículo 2.2 LAIE)», en AA. VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea*. *Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Ed. Civitas, Madrid, 1991, págs. 729-753, págs. 752-753; ídem, «Comentario al artículo 1665», en AA.VV., *Comentario del Código Civil*, T. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, págs. 1299-1333, pág. 1307). Igualmente, este sector doctrinal sostiene que, si bien en el sistema de derecho codificado el lucro es un elemento irrenunciable e imprescindible, al amparo de la legislación especial, esto es, las referidas LSA 1951, LSA 1989 y la actual LSC, son posibles las sociedades cuyo objeto no vaya encaminado a la obtención del lucro (ILLESCAS ORTIZ, *El derecho del socio al dividendo*…, *cit*., pág. 22). Conforme a ello, se mantiene que, aunque el ánimo de lucro del socio es un elemento normal del contrato de sociedad, no debe considerarse como esencial (SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Instituciones*…, *cit*., pág. 289. En el mismo sentido, SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución*…, *cit*., págs. 133 y ss.).

Al margen de estas dos posiciones doctrinales enfrentadas, surge una tercera corriente doctrinal, que ha sido denominada por ORTEGA PARRA, S. (*La participación del socio en las ganancias sociales*, Ed. Tirant Lo Blanch, Valencia, 2015, pág. 46) como «visión ecléctica». Esta corriente acepta la existencia de sociedades que no persiguen una finalidad de lucro en el sentido tradicional, pero entiende que ello no implica que se haya producido un cambio del concepto de sociedad, sino en la concepción del ánimo de lucro. Este cambio de concepción implicaría una ampliación de la noción de lucro, de manera que existirá sociedad allí donde se proporcione a los socios una ventaja económica de cualquier tipo.

sobre la base del contrato social, los accionistas tienen derecho a que los dividendos que se les repartan sean en metálico. Esta concepción establece un uso societario en este sentido que, en virtud de lo establecido en el artículo 1258 CC *in fine*, aunque no se encuentre reconocido expresamente por la ley, el contenido pecuniario del derecho al dividendo queda integrado en el contrato social.

En segundo lugar, se alude a las dificultades que se producen como consecuencia de la imposibilidad de fraccionamiento de los bienes no dinerarios y de la dificultad de valoración de los mismos. Como consecuencia de la imposibilidad de fraccionar dichos bienes puede producirse una alteración de los importes efectivamente asignados a los accionistas y, por tanto, una alteración de la regla de la proporcionalidad en el reparto de dividendos establecida por el artículo 275 LSC. Asimismo, en tanto que los bienes no pecuniarios han de ser objeto de valoración, con las dificultades que pudieran derivarse de ello, una infravaloración de los mismos pondría en peligro la integridad del capital social[221].

b. La posibilidad de satisfacer el derecho al dividendo en bienes no pecuniarios

Los argumentos esgrimidos por el sector doctrinal que considera que el dividendo únicamente puede satisfacerse en metálico no son totalmente concluyentes y la doctrina ha encontrado la forma de rebatirlos, ya que pueden realizarse las siguientes observaciones, que llevan a concluir que el dividendo también puede satisfacerse en otros bienes distintos al dinero[222].

[221] SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución*…, *cit*., pág. 164 afirma que "Las operaciones de valoración realizadas en la Junta general ordinaria no tendrían ninguna garantía en cuanto a los criterios de valoración empleados, y por eso no deben admitirse. Estas razones son las que fundamentan la caracterización doctrinal de la deuda de los dividendos como una deuda de dinero".

[222] *Vid*. por todos, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «Aproximación al estudio de los dividendos en especie», *Revista Jurídica del Notariado*, 3, julio-septiembre, 1992, págs. 207-228, pág. 212. Sus consideraciones son en relación con el dividendo en especie, pero son extensibles al pago del dividendo en cualquier bien distinto del dinero. Sobre la evolución de la forma de satisfacción del dividendo, FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAR, A., «Del dividendo en metálico a la creación de valor», *Consejeros: la revista del buen gobierno y la responsabilidad corporativa*, 47, febrero 2010, págs. 42-43.

Así, en primer lugar, el hecho de que el dividendo se calcule en dinero no significa que, necesariamente, deba ser satisfecho en dinero. En este sentido, afirman que no ha de confundirse la función del dinero como unidad de medida —cálculo del dividendo en términos pecuniarios—, con la función del dinero como unidad de cambio —la necesidad de que el dividendo se satisfaga con bienes pecuniarios—, pues el carácter dinerario no pertenece a la *rerum natura* del dividendo.

En segundo lugar, este sector doctrinal afirma que el pago del dividendo en bienes distintos al dinero, no desfigura la causa lucrativa del contrato de sociedad. En este sentido, hemos de tener en cuenta la configuración actual del ánimo de lucro en el ámbito societario y, concretamente, en el ámbito de las sociedades anónimas cotizadas, objeto de este estudio.

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 3 CC, las normas deben ser interpretadas según la realidad social del tiempo en que han de ser aplicadas. Consecuentemente, hemos de tener en cuenta que durante años, se ha considerado un concepto estricto de ánimo de lucro, de manera que el derecho a la participar en las ganancias sociales, únicamente se entendía satisfecho mediante el pago del dividendo en efectivo, es decir, mediante la obtención, por parte del socio, de ganancias pecuniarias. Sin embargo, debido al paso del tiempo y a la evolución del Derecho de Sociedades, se ha producido una transformación del concepto de ánimo de lucro para adecuarse a las características y necesidades actuales de las sociedades y una superación de la concepción estricta del ánimo de lucro. De esta manera, hemos de considerar el ánimo de lucro en un sentido amplio, como cualquier tipo de ventaja patrimonial o económica que resulte para los socios[223].

Conforme a lo expuesto, la satisfacción del derecho al dividendo en bienes distintos al dinero se encuadraría dentro del referido concepto amplio de ánimo de

[223] En este sentido, ORTEGA PARRA, *La participación del socio…*, *cit*., pág. 379-380.

lucro, no alterándose, por tanto, la causa del contrato de sociedad ni la subsistencia de un ánimo lucrativo[224].

En tercer lugar, los posibles problemas de valoración de los bienes entregados en pago del dividendo y de alteración de la regla de la proporcionalidad en el reparto de dividendos, serían fácilmente subsanables tanto estableciendo con carácter previo la forma en que los bienes a entregar serán valorados como estableciendo, de una forma igualitaria para todos los accionistas, las soluciones a los desajustes que se generen como consecuencia de la imposibilidad de fraccionamiento de los bienes.

2.2. *La regulación estatutaria*

Tras el análisis de la regulación legal del derecho a participar en las ganancias sociales y a la vista de los argumentos de las posiciones doctrinales acerca de la forma en que debe satisfacerse el dividendo, entendemos que la regulación de la LSC no establece obstáculo para que el dividendo pueda satisfacerse en bienes distintos al dinero, siempre que se presente como una opción al accionista —no como una obligación—[225], y se adopten las debidas cautelas para evitar que dicha forma de pago del dividendo contravenga el principio de integridad del capital y la regla de la proporcionalidad en el reparto de dividendos[226].

En este sentido, y ante la falta de previsión alguna en la LSC, debemos considerar la posibilidad de que el pago del dividendo en bienes distintos del dinero

---

[224] PAZ-ARES, «Aproximación al estudio… », *cit*., págs. 219-220.

[225] *Vid*. sobre la forma de arbitrar el pago en bienes distintos del dinero, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «Reflexiones sobre los dividendos *in natura* facultativos», *Revista Jurídica del Notariado*, 4, octubre-diciembre, 1992, págs. 193-205, cuyas conclusiones son extensibles al pago del dividendo en acciones de nueva emisión.

[226] VALPUESTA GASTAMINZA, E. (*Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, 2ª ed., Ed. Bosch, Barcelona, 2015, pág. 770) afirma que "El dividendo se pagará en metálico. La doctrina admite que los estatutos podrían establecer un pago en especie, aunque sería algo completamente inusual. Cuestión distinta es que cabría ofrecer el pago en metálico y, como alternativa, un pago en especie. De esta forma, el socio sería libre de elegir uno y otro, y no se contravendría la regla de pago en dinero. A veces las grandes sociedades anónimas ofrecen precisamente como pago acciones propias que tenga en autocartera. El problema es que habría que fijar un precio de acciones acorde con el de mercado, pues si se canjearan por un precio inferior al real se estaría ante una asistencia financiera para adquirir acciones o participaciones propias, prohibida con carácter general por los arts. 143 y 150 LSC".

venga recogida en los estatutos sociales. Para ello, partiendo de la posibilidad de concreción estatutaria de este derecho, analizaremos los estatutos sociales de las sociedades integrantes del índice Ibex 35 para, ante la falta de régimen legal para las operaciones de *scrip dividends*, lograr determinar la posible existencia de un marco estatutario para estas operaciones semejante al que ostentan estas operaciones en Reino Unido a través del «*scrip dividend article*».

Así, en el ámbito de los derechos del socio, los estatutos sociales juegan un papel de gran relevancia. En este sentido, junto con la atribución de nuevos derechos *ex* artículo 91 LSC *in fine*, los estatutos también pueden contener cláusulas que modifiquen el contenido de los derechos legales, introduciendo concreciones o especialidades en su contenido, con base al ejercicio de la autonomía de la voluntad que se les reconoce en el artículo 28 LSC.

Consecuentemente, el derecho del socio a participar en el reparto de las ganancias sociales, en tanto que derecho legal, es uno de estos derechos cuyo régimen puede ser modificado estatutariamente, principalmente, a efectos de concretar estatutariamente su ejercicio o determinados aspectos del mismo. En este sentido, la doctrina viene admitiendo la licitud de diversas cláusulas estatutarias siempre que éstas no supongan la exclusión de ningún socio en la participación de las ganancias sociales[227]. Así, por ejemplo, resultan lícitas aquellas cláusulas estatutarias que garanticen el reparto de dividendos, las que establezcan la obligatoriedad de satisfacer el dividendo en efectivo o la posibilidad de pago de dividendos en especie.

De esta manera, si realizamos un análisis detallado de los estatutos sociales, especialmente, de las sociedades cotizadas que componen el índice Ibex 35, podemos advertir que, pese a la diversidad de posibles cláusulas estatutarias que podrían introducirse para concretar el ejercicio de este derecho a participar en las ganancias sociales, no hay variedad entre las cláusulas introducidas por las sociedades cotizadas que componen el índice Ibex 35. De hecho, la cláusula introducida por estas

[227] En este sentido, CAMPUZANO LAGUILLO, «Las clases de acciones…», *cit*., pág. 40-41.

sociedades tiene la misma finalidad en todos los casos: la posibilidad de que el dividendo sea satisfecho total o parcialmente en especie[228].

Sin embargo, esta no es la cláusula estatutaria que habilita a estas sociedades a realizar operaciones de *scrip dividends*, es decir, no puede establecerse la existencia de una relación entre esta previsión estatutaria de la posibilidad de pago del dividendo en especie y las operaciones de *scrip dividends*, por los siguientes motivos:

En primer lugar, porque la forma de pago del dividendo en acciones que la doctrina considera como dividendo en especie es el pago del dividendo con acciones de la autocartera y no el pago del dividendo con acciones de nueva emisión, es decir, las operaciones de *scrip dividends*[229].

Esta consideración queda puesta de manifiesto en la práctica, al analizar las condiciones a las que se somete el pago del dividendo en especie, concretamente la

---

[228] *Vid*. *ad*. *ex*. los estatutos de Acciona (artículo 47.3), ACS (artículo 38 párrafo 2), Banco Popular (artículo 40º.6), Banco Sabadell (artículo 88), Banco Santander (artículo 64), Bankia (artículo 55), Bankinter (artículo 41), BBVA (artículo 53º bis), CaixaBank (artículo 46.4), FCC (artículo 45.4), Ferrovial (artículo 64.5), Gamesa (artículo 51.5), Gas Natural (artículo 64 párrafo 2), IAG (artículo 47.4), Iberdrola (artículo 54.4), Inditex (artículo 37.3), Mapfre (artículo 33), Mediaset (artículo 62.5), Merlin (artículo 54.6), Repsol (artículo 52 párrafo 8), Sacyr (artículo 61.5) y Telefónica (artículo 46º.4), todos ellos consultados a fecha 31 de diciembre de 2015.

En estas cláusulas estatutarias, las sociedades establecen las cautelas necesarias para evitar que este pago del dividendo en especie contravenga alguno de los principios societarios. En este sentido, someten la posibilidad de pago del dividendo en especie a tres condiciones, la «condición de homogeneidad», la «condición de valoración» y la «condición de liquidez». Así, se establece que los bienes o valores objeto de la distribución han de ser homogéneos, no han de distribuirse por un valor inferior al que reflejan en el balance de la sociedad y deben garantizar liquidez suficiente, bien por estar admitidos a cotización en un mercado oficial o bien porque se hayan establecido mecanismos adecuados para garantizar esta liquidez en el plazo máximo de un año.

[229] PAZ-ARES, «Aproximación al estudio…», *cit*., pág. 209, nota 3; ídem, «La llamada "reinversión de dividendos"», *RGD*, 577-578, octubre-noviembre, 1992, págs. 10079-10109, pág. 10082, nota 9; SÁNCHEZ ANDRÉS, «Acotaciones a una doctrina reciente…», *cit*., págs. 4722-4723; ORTEGA PARRA, *La participación del socio*…, *cit*., pág. 251. Por su parte, VELASCO SAN PEDRO, L.A. («La adquisición de acciones propias: problemas de política jurídica y tendencias legislativas», *RdS*, 11, 1998, págs. 33-77, pág. 73; ídem, *Negocios con acciones y participaciones propias*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 2000, pág. 75) también considera estas operaciones como pago de dividendo en especie, pero se muestra contrario a la admisibilidad del pago de dividendos en especie. En este sentido, concluye en que esta operativa no debe ser amparada por el Derecho ya que "más que el sistema de drenaje de la autocartera, que aparenta, es en realidad un sofisticado mecanismo de realimentación de la misma, en la medida que hace viable una rueda continua de adquisiciones-enajenaciones, que posibilita, entre otros efectos indeseables, una intervención continuada de la sociedad sobre las propias cotizaciones"; VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico*…, *cit*., pág. 169-171.

«condición de valoración». Así, los estatutos sociales, al establecer que los bienes o valores objeto de la distribución no pueden distribuirse por un valor inferior al que reflejan en el balance de la sociedad, excluyen la posibilidad de que estos bienes sean valores de nueva emisión, ya que, al referirse a su valor previo en el balance, se sobreentiende que estos valores ya figuraban con anterioridad al pago del dividendo en especie, por lo que no pueden ser emisiones de valores realizadas con la finalidad específica del pago del dividendo. Así, tal como nos ocupa, en el caso de que los valores con los que se paga el dividendo en especie fueran acciones, éstas no podrían provenir de una ampliación de capital, sino de la autocartera de la sociedad o de acciones de una tercera sociedad que ya estuvieran en el balance de la sociedad.

En segundo lugar, porque si ponemos en relación este análisis de los estatutos sociales de las sociedades integrantes del Ibex 35 con las sociedades que recurren o han recurrido a los *scrip dividends* como fórmula de remuneración a sus accionistas[230], podemos advertir un dato de gran relevancia: una sociedad, concretamente, Acerinox ha utilizado esta fórmula retributiva sin tener la previsión estatutaria que permite el pago del dividendo en especie[231].

Todos estos motivos nos llevan a concluir la diferenciación de ambas modalidades retributivas.

Conforme a lo expuesto, los estatutos sociales tampoco contienen una regulación específica para las operaciones de *scrip dividends*.

---

[230] *Vid*. *supra* Cap. I, § 2.

[231] Hemos de tener en cuenta que, actualmente, todas las sociedades cotizadas españolas y, por tanto, también en Acerinox, configuran jurídicamente las remuneraciones a través de *scrip dividends* como una ampliación de capital con cargo a reservas, con las singularidades propias derivadas de las distintas opciones que se ofrecen a los accionistas. En el ordenamiento jurídico español, no existe una norma legal que establezca como requisito de las ampliaciones de capital con cargo a reservas la existencia de una cláusula estatutaria que permita el pago del dividendo en especie. Consecuentemente, podemos concluir que configurado jurídicamente como un aumento de capital con cargo a reservas, la validez del *scrip dividend* se mantiene pese a que la sociedad en cuestión, en este caso, Acerinox, no prevea estatutariamente el pago del dividendo en especie.

2.3. *Recapitulación*

La LSC no contiene previsión alguna —ni en sentido positivo ni en sentido negativo— acerca del modo en que debe satisfacerse el dividendo y, por tanto, no establece una regulación específica para las operaciones de *scrip dividends*. En la misma línea, los estatutos sociales analizados, los cuales se corresponden con los de sociedades que han recurrido a las operaciones de *scrip dividends* como modalidad retributiva, no contienen un régimen de aplicación específica para estas operaciones.

Consecuentemente, las operaciones de *scrip dividends* son operaciones jurídicamente permitidas, pero cuya configuración específica no viene establecida ni legal ni estatutariamente, de manera que, en España, estas operaciones carecen de un régimen jurídico propio del que sí gozan en otros regímenes comparados como Francia o Reino Unido.

Del análisis realizado, y de cara a realizar una propuesta que permita subsanar la actual carencia regulatoria en España, la conclusión que alcanzamos es que sí que resulta posible que se establezcan modalidades de pago del dividendo distintas al pago del dividendo en efectivo. Los accionistas, en ejercicio de su autonomía de la voluntad, pueden establecer en sus estatutos sociales la posibilidad del «pago del dividendo en especie» como modalidad de pago del dividendo, sin que se haya considerado que esta cláusula estatutaria se oponga a las leyes (artículo 28 LSC).

En este sentido, entendemos que si resulta posible establecer estatutariamente estas modalidades de pago del dividendo, también será posible introducirlas a través de una modificación normativa, concretamente, en la LSC. La previsión legal, tanto de la posibilidad de pago del dividendo en acciones como de sus condiciones, aportaría una mayor seguridad jurídica a la operación.

Sin embargo, consideramos oportuno que las sociedades también incorporen una cláusula estatutaria, de redacción sencilla, para permitir que los accionistas se manifiesten a favor de la posibilidad de que se ofrezca el pago del dividendo en

(nuevas) acciones con los quórum y mayoría reforzados propios de la modificación estatutaria.

3. La configuración jurídica de la operación de *scrip dividends*

Como venimos apuntando, los *scrip dividends* no son una figura regulada en el ordenamiento jurídico español de manera que, no existe un régimen jurídico propio que resulte aplicable a esta operación[232]. Consecuentemente, esta ausencia de un régimen jurídico específico ha determinado que, en la práctica, ante el deseo de las sociedades cotizadas de recurrir a las operaciones de *scrip dividends* como modalidad retributiva, haya resultado necesario configurarlas de tal manera que, recurriendo a otras operaciones societarias, se permita a los accionistas elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones[233].

Aunque, con carácter general, esta configuración jurídica *ad hoc*, ha permitido que estas operaciones españolas se asemejen bastante a las operaciones de derecho comparado que les han servido de referencia, lo cierto es que, en su aplicación práctica, dicha configuración ha generado algunas deficiencias, efectos adversos e, incluso, distorsiones de la finalidad de la operación, todo lo cual será puesto de manifiesto a lo largo de esta tesis y a las cuales se propondrán soluciones. No obstante, nuestra conclusión principal radica en que, aunque analicemos la configuración actual

---

[232] Esta imposibilidad de que, en España, el acuerdo de la junta general que aprueba las cuentas anuales y decide sobre la distribución de los resultados, pueda aprobar estas operaciones de *scrip dividends* ya ha sido puesta de manifiesto por PAZ-ARES («Aproximación al estudio…», *cit*., pág. 209, nota 3) quien afirma que, para lograr un efecto equivalente al que se obtiene a través de los *scrip dividends* ha de seguirse el procedimiento especial de aumento de capital. *Vid*., asimismo, la reflexión realizada por GIRÓN TENA (*Derecho de sociedades anónimas*…, *cit*., pág. 204) sobre la posibilidad de ofrecer al socio acciones liberadas en vez de dividendo. De hecho, todas operaciones de *scrip dividends* realizadas por las sociedades cotizadas españolas se han configurado jurídicamente como ampliaciones de capital con cargo a reservas. En el mismo sentido, VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico*…, *cit*., pág. 168.

[233] *Vid*. sobre cómo se planteó inicialmente estas operaciones de *scrip dividends* y las cuestiones jurídico-societarias más relevantes que se plantearon FERRADA LAVALL, E. y SAN MIGUEL BARBÓN, F., «Programa de retribución flexible: efectivo o acciones a opción del accionista», en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Coord.), *2010 Anuario mercantil para abogados*. *Los casos más relevantes en 2009 de los grandes despachos*, Ed. La Ley, Las Rozas, 2010, págs. 713-739.

detalladamente, consideramos conveniente establecer un régimen jurídico específico que resulte aplicable a estas operaciones y que permita subsanar los efectos negativos que se producen en la configuración jurídica actual de las operaciones de *scrip dividends*.

De esta manera, a continuación pasamos a analizar la estructura de la operación de *scrip dividends*, principalmente, cómo se interrelacionan las distintas operaciones societarias «puras» que intervienen en la configuración actual, cuál es la «operación base» y qué especialidad se introduce en estas operaciones para dar satisfacción a todas las opciones que se presentan a los accionistas.

3.1. *La estructura de la operación de scrip dividends. Hipótesis posibles*

A la vista de que, el objetivo principal de la operación es que los accionistas puedan elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones, a priori, podría resultar fácilmente identificable que, en la configuración jurídica de los *scrip dividends* en España, han de intervenir dos operaciones. Por un lado, en tanto que pueden optar por recibir el dividendo en la forma tradicional, esto es en efectivo, nos encontramos ante una distribución de dividendos entre los socios, de acuerdo con el régimen previsto en los artículos 275 y siguientes LSC. Por otro lado, dado que los accionistas reciben acciones de nueva emisión de la sociedad en pago de su dividendo, nos encontramos ante un aumento de capital por creación de nuevas acciones, concretamente, ante un aumento de capital con cargo a reservas del artículo 303 LSC[234].

[234] No obstante, no debemos olvidar que, en la práctica societaria española se han producido retribuciones flexibles a accionista sin creación de nuevas acciones como, por ejemplo, la realizada por Banco Popular para satisfacer el equivalente al dividendo complementario del ejercicio 2011 (HR 167220). Estas operaciones en las que se entregan acciones de la autocartera, son consideradas por la doctrina como dividendos en especie. *Vid*., PAZ-ARES, «Aproximación al estudio…», *cit*., pág. 209, nota 3; ídem, «La llamada "reinversión…», *cit*., pág. 10082, nota 9; SÁNCHEZ ANDRÉS, «Acotaciones a una doctrina reciente…», *cit*., págs. 4722-4723; ORTEGA PARRA, *La participación del socio…*, *cit*., pág. 251. Algunos autores se han mostrado contrarios a la admisibilidad de estas operaciones ya que presentan, a su juicio, un efecto indeseable al permitir una intervención continuada de la sociedad sobre las propias cotizaciones. *Vid*. por todos, VELASCO SAN PEDRO, «La adquisición de acciones propias…»,

No hemos de olvidar que la operación de aumento de capital con cargo a reservas puede ser considerada como alternativa al sistema de reparto ordinario de beneficios, concretamente, de retención de beneficios[235]. En consecuencia, podemos afirmar que, conforme a lo apuntado, las operaciones de *scrip dividends* se configuran a partir de dos formas de reparto de los beneficios[236].

Expuesto lo anterior, la cuestión que resulta esencial para establecer esta configuración jurídica de las operaciones de *scrip dividends* en España radica en cómo se estructuran ambas operaciones y las especialidades que deben incorporarse a éstas para que obtengamos como resultado la operación estudiada.

En este sentido, en lo que se refiere a la estructuración de estas dos operaciones para configurar las operaciones de *scrip dividends*, podríamos considerar tres hipotésis: (3.1.1.) La sucesión de operaciones; (3.1.2.) La simultaneidad de operaciones; y (3.1.3.) La combinación de operaciones.

---

cit., pág. 73; ídem, *Negocios con acciones*…, *cit*., pág. 75; VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico*…, *cit*., pág. 169-171.

[235] CASTELLANO RAMÍREZ, M.J., «Artículo 295. Modalidades del aumento», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Tomo II, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, págs. 2185-2192, pág. 2186.

[236] En este sentido, IRIBARREN BLANCO, M. («Los dividendos electivos o scrip dividends», *RDM*, 284, 2012, págs. 141-180, pág. 144) afirma "Los dividendos electivos (...) constituyen una forma, nacida de la propia operatoria societaria, de combinar dos de los modos posibles de aplicar el resultado -positivo- del ejercicio". Concretamente, nos encontramos ante dos atribuciones patrimoniales a las que otros autores se han referido como «distribuciones regulares», es decir, "aquellas atribuciones patrimoniales a los socios que externamente aparecen claramente asociadas a un cierto reparto o atribución de beneficios o reservas sociales a los socios". *Vid*. VELASCO SAN PEDRO, L.A., «El tratamiento de las distribuciones a los socios», en ALONSO LEDESMA, C., ALONSO UREBA, A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *La modernización del derecho de sociedades de capital en España: Cuestiones pendientes de reforma*, Ed. Aranzadi-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2011, págs. 171-190, págs. 175-176; SÁNCHEZ CALERO, F., «La propuesta de distribución de beneficios (En la Ley de Sociedades Anónimas y en el Anteproyecto de Reforma)», en SÁNCHEZ CALERO, F. y CEA GARCÍA, J.L., *La propuesta de distribución de beneficios*, Monografía 5, Ministerio de Economía y Competitividad, Instituto de Planificación Contable, Madrid, 1984, págs. 11-39, pág. 18; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles*. *Estudio especial del artículo 213 de la Ley de Sociedades Anónimas*, Ed. Civitas, Madrid, 1997, págs. 260-261.

Frente a estas «distribuciones regulares», *vid*. sobre las «distribuciones irregulares», VAQUERIZO ALONSO, A., «Distribuciones patrimoniales irregulares al socio en la sociedad anónima», *RDM*, 230, 1998, págs. 1455-1504.

3.1.1. La sucesión de operaciones

Para determinar la estructuración de estas dos operaciones en el marco de las operaciones de *scrip dividends* podemos partir de la que hemos considerado la primera hipótesis: la operación de distribución de dividendos y la operación de aumento de capital con cargo a reservas, se suceden en el tiempo.

De acuerdo con esta hipótesis, inicialmente, se ofrecería a los accionistas la retribución a través de una de las dos operaciones y, a continuación, participarían en la segunda operación los accionistas que no hubieran participado en la primera, es decir, las operaciones serían incompatibles para los accionistas. A estos efectos, en tanto que la participación en la segunda operación estaría limitada a los accionistas que no lo hicieron en la primera, resultaría indiferente el orden en que se ejecutaran las operaciones. Aunque se ejecutara en primer lugar el aumento de capital con cargo a reservas y, consiguientemente, se aumentara la representación en el capital social de los accionistas que participaran en él, éstos no podrían participar en el reparto de dividendos en efectivo con sus nuevas acciones. De esta manera, se garantizaría la «regla de la proporcionalidad en el reparto de dividendos» recogida en el artículo 275 LSC.

Esta hipótesis podría configurarse de tal manera que, por un lado, a los accionistas que optaran por recibir el dividendo en efectivo se les excluiría de la atribución de derechos de asignación gratuita y, por otro lado, a los accionistas que optaran por recibir nuevas acciones, se les excluyera de la cuota de dividendo que les correspondiera.

Sin embargo, tal configuración no resulta posible ya que a los accionistas no puede excluírseles ni del derecho de asignación gratuita[237], pues dicho derecho es la

[237] *Vid*. sobre la indisponibilidad por parte de la sociedad del derecho de asignación gratuita de los accionistas, DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., «Introducción a la protección de los derechos del accionista frente a los acuerdos de la mayoría», *RdS*, 1, 1993, págs. 61-90, págs. 63-65, 76-78 y 82-84; GARCÍA GREWE, C., *El derecho de suscripción preferente. Exclusión, inexistencia y configuración estatutaria*, Civitas-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2014, págs. 34-35; FAYOS FEBRER, J.B., «Algunas reflexiones sobre el derecho de asignación gratuita en los aumentos de capital con cargo a reservas o beneficios

materialización de una cuota de reservas que les pertenece, ni del dividendo, que nace para todos los accionistas una vez acordado por el órgano correspondiente[238].

Asimismo, a la vista de la ejecución de las operaciones de *scrip dividends* en la práctica societaria, podemos confirmar que esta primera hipótesis no es la que ha resultado de aplicación, ya que a los accionistas a todos los accionistas se les atribuyen los derechos de asignación gratuita que les corresponden y se les otorga un plazo durante el cual pueden optar por la opción que mejor se adecúa a sus preferencias. Consecuentemente, los accionistas pueden elegir la opción que desean de manera simultánea y no con carácter sucesivo, lo cual marca la forma en la que se estructuran de estas dos operaciones[239].

3.1.2. La simultaneidad de operaciones

El hecho de que a los accionistas se les ofrezca, con carácter simultáneo, un plazo para optar por la opción que mejor se adecúa a sus preferencias, nos permite introducir la que hemos considerado como segunda hipótesis para determinar la estructuración de estas dos operaciones en el marco de las operaciones de *scrip dividends*: la operación de distribución de dividendos y la operación de aumento de capital con cargo a reservas, se ejecutan de manera simultánea e independiente.

Sin embargo, la aplicación de esta hipótesis también debe ser rechazada debido, principalmente, a dos motivos.

(Comentario a la STS de 6 de octubre de 2006 [RJ 2006, 6649])», *RDM*, 267, 2008, págs. 169-195, págs. 188-190; MEDINA HERNÁNDEZ, O., «¿Excluibilidad del derecho de asignación gratuita en los aumentos de capital con cargo a reservas? (Consideraciones en torno a las RRDGRN de 4 y 9 de diciembre de 2003)», *Anales de la Facultad de Derecho (Universidad de La Laguna)*, 21, diciembre 2004, págs. 101-119, págs.105-106, 116 y 118. En el mismo sentido, la STS nº 936/2006 (Sala Civil), de 6 de octubre [RJ\2006\6649] y las Resoluciones de la DGRN de 23 de julio de 2003 [RJ\2003\6177] (BOE nº 196, 16 de agosto de 2003, págs. 31900-31902, pág. 31901), de 4 de diciembre de 2003 [RJ\2004\1980] (BOE nº 11, de 13 de enero de 2004, págs. 1192-1193, pág. 1193) y de 9 de diciembre de 2003 [RJ\2004\1981] (BOE nº 11, 13 de enero de 2004, págs.1193-1195, pág. 1194-1195).

[238] FERRADA y SAN MIGUEL, «Programa de retribución flexible…», *cit*., pág. 726.

[239] En realidad, como expondremos más adelante, esta simultaneidad únicamente se produce durante el «período de solicitud del dividendo en efectivo», ya que el período que se otorga para optar por la suscripción de nuevas acciones —coincidente con el «período de negociación de los derechos de asignación gratuita»— es superior y, por tanto, en el tramo final no se permite solicitar el dividendo en efectivo. *Vid*. *infra* Cap. IV, § 4.5.

El primer motivo consiste en que considerar que ambas operaciones se ejecutan en forma simultánea, independiente y «pura», genera dificultades prácticas que distorsionan la finalidad de la operación al no permitir al accionista elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones. Así, por ejemplo, esta ejecución simultánea permitiría que los accionistas pudieran optar por cada una de las operaciones, por independiente, en base a su participación total en la sociedad.

Esta dificultad podría ser salvada complementando ambas operaciones con una renuncia por parte de los propios accionistas a los derechos correspondientes a aquella operación que no les corresponda. Así, los accionistas que optaran por recibir el dividendo en efectivo renunciarían expresamente a los derechos de asignación gratuita y los accionistas que optaran por recibir nuevas acciones, renunciarían expresamente a su derecho al dividendo acordado que les correspondiera. Sin embargo, esta fórmula plantearía un problema práctico en los supuestos en los que el accionista no realizara una renuncia expresa a ninguno de los derechos, ya que no resultaría posible una renuncia tácita y la decisión de, en su caso, cuál sería el derecho renunciado sería arbitraria[240].

El segundo motivo radica en que si se produjera una simultaneidad de dos operaciones, estaríamos hablando de eso —dos operaciones que se ejecutan de manera simultánea— y no de una operación jurídica *ex novo*, como es la operación de *scrip dividends*.

3.1.3. La coordinación de operaciones

Los razonamientos alcanzados para refutar las dos hipótesis anteriores nos permiten plantear nuestra tercera hipótesis: la operación de distribución de dividendos y de la operación de aumento de capital con cargo a reservas se coordinan entre ellas de manera que obtenemos las operaciones de *scrip dividends*.

[240] FERRADA y SAN MIGUEL, «Programa de retribución flexible…», *cit*., págs. 727-728.

En este sentido, resulta cierto que a los accionistas se les ofrece, con carácter simultáneo, un plazo para optar por la opción que mejor se adecúa a sus preferencias. Sin embargo, como hemos concluido con la segunda hipótesis, considerar que ambas operaciones se ejecutan de manera simultánea e independiente, genera dificultades prácticas que distorsionan la finalidad de la operación.

Por ello, para evitar estas deficiencias resulta necesario que ambas operaciones, en lugar de ejecutarse simultánea e independientemente, se coordinen de tal manera que se permita al accionista elegir entre las opciones que se le ofrecen[241].

De esta manera, la operación de *scrip dividends* se materializa mediante una interrelación ordenada de la operación de distribución de dividendos y de la operación de aumento de capital con cargo a reservas. De esta manera, aunque ambas forman parte de una operación común, continúan manteniendo sus características principales y sus reglas propias —por ejemplo, en materia de quórum de asistencia y votación, régimen de mayorías, etc.— que siguen siendo claramente identificables a lo largo del proceso de aprobación y ejecución de las operaciones de *scrip dividends*.

3.2. *La «operación base»: el aumento de capital con cargo a reservas*

Como consecuencia de esta relación de coordinación entre la operación de distribución de dividendos y la operación de aumento de capital con cargo a reservas, ambas operaciones se interrelacionan de tal manera que a los accionistas se les presenten como alternativas las mismas opciones que les corresponderían en esas operaciones, en caso de ser ejecutadas, cada una de ellas, independientemente. Sin embargo, para materializar todas estas opciones una de las operaciones toma predominancia sobre la otra. Esta operación es el aumento de capital con cargo a reservas, ya que sus distintos elementos y, más concretamente, los derechos de asignación gratuita atribuidos a los accionistas en el marco de su ejecución, son los

[241] Algunos autores como IRIBARREN BLANCO en lugar de hablar de coordinación hablan de combinación. En este sentido afirma que "no se trata de yuxtaponer ambos regímenes, sino (...) de combinarlos convenientemente para componer el [régimen] específico de la operación objeto de este trabajo [*scrip dividends*]" (IRIBARREN, «Los dividendos electivos… », *cit*., pág. 156).

instrumentos a través de los cuales se satisfacen las distintas opciones que se ofrecen al accionista. Incluso, estos derechos de asignación gratuita también sirven de instrumento para que se produzca la ejecución de la otra operación, la distribución de dividendos. Debido a ello, podemos considerar a este aumento de capital con cargo a reservas como la «operación base» de las operaciones de *scrip dividends* españolas[242].

Así, a las opciones presentes, con carácter general, en una ampliación de capital con cargo a reservas, como son la suscripción de nuevas opciones mediante el ejercicio de los derechos de asignación gratuita y/o la venta de estos derechos de asignación gratuita en el mercado secundario, debe añadírseles la opción de recibir el dividendo en efectivo por parte de la sociedad. Este pago del dividendo en efectivo se produce a través de una especialidad que se incorpora a los aumentos de capital con cargo a reservas «puros» en el marco de estas operaciones de *scrip dividends*, la cual consiste en un compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad para adquirir los derechos de asignación gratuita a un precio garantizado.

Consecuentemente, como hemos apuntado, conforme a la configuración actual de las operaciones de *scrip dividends* en España, los derechos de asignación gratuita juegan un papel esencial. De esta manera, estos derechos de asignación gratuita traspasan su función principal de conservar el valor relativo de la cuota de participación del accionista[243] y se convierten también en los instrumentos que permiten a los accionistas elegir la opción que más se adecúa a sus preferencias, ejercitando estos derechos de asignación gratuita, transmitiéndolos en el mercado secundario o transmitiéndolos a la propia sociedad.

Debido a ello, a continuación, analizaremos el procedimiento de atribución de estos derechos de asignación gratuita a los accionistas así como la especialidad de

---

[242] De hecho, algunos autores se refieren a las operaciones de *scrip dividends* como "una modalidad de ampliación de capital que tiene como objeto principal la retribución del accionista". *Vid*. en este sentido VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho de suscripción preferente y su exclusión en las sociedades cotizadas*, Monografía RDMV nº 6, Ed. La Ley, Las Rozas, 2010, págs. 52-53.

[243] SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Ed. Civitas, Madrid, 1973, pág. 113; MARTÍNEZ NADAL, *El aumento de capital*…, *cit*., págs. 383-390.

estas operaciones de *scrip dividends* frente a los aumentos de capital con cargo a reservas «puros».

3.2.1. La atribución de los derechos de asignación gratuita

Con carácter general, en la ejecución de los aumentos de capital que sirven de base a las operaciones de *scrip dividends*, los accionistas recibirán un derecho de asignación gratuita por cada acción de la sociedad de la que sean titulares. Estos derechos se asignarán a aquellos accionistas que aparezcan legitimados como tales en los registros de la entidad encargada del registro contable en la *record date*, la cual suele coincidir con las 23:59 horas de la fecha de publicación del anuncio de la ejecución del aumento de capital en el BORME[244].

De esta manera, este número de derechos de asignación gratuita atribuidos a cada accionista en el momento referido cumple una doble función.

Por un lado, el número de derechos de asignación gratuita atribuido a cada accionista determina el porcentaje de participación de cada accionista en la operación de *scrip dividends*, el cual ha sido calculado conforme al número de acciones antiguas titularidad de cada accionista[245].

[244] El Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, ha establecido la liquidación D+2, por lo que la última fecha de negociación y cierre de transacciones para recibir derechos de asignación gratuita y, por tanto, participar en el *scrip dividend*, es dos sesiones bursátiles antes de la *record date*.

[245] A estos efectos hemos de tener en cuenta que, en esta modalidad de retribución, los efectos del acuerdo de aumento de capital de la junta general de accionistas se postponen al momento de ejecución de dicho aumento de capital, concretamente, al momento de la publicación de su anuncio en el BORME. Debido a ello, es necesario incluir a aquellos accionistas que han adquirido tal condición entre la fecha del acuerdo de la junta general ordinaria de accionistas y la fecha de publicación en el BORME (GARCÍA GARCÍA, «Aspectos prácticos…», *cit*., pág. 173).

Por otro lado, estos derechos de asignación gratuita son el instrumento que permite al accionista elegir la opción que más se adecúa a sus preferencias[246].

Así, el accionista puede optar por suscribir nuevas acciones mediante el ejercicio de dichos derechos. Asimismo, en tanto que estos derechos de asignación gratuita son transmisibles en las mismas condiciones que las acciones de las que deriven (artículo 306 LSC), el accionista puede optar por transmitirlos en el mercado secundario. Y, finalmente, en virtud del compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad, el accionista puede optar por transmitírselos a ésta a un precio garantizado.

En este sentido, consideramos conveniente realizar una reflexión.

Si tenemos en cuenta que, en el marco de las operaciones de *scrip dividends,* la venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad es la materialización de la operación de distribución de dividendos, hemos de considerar si el criterio utilizado para dicha distribución de dividendos y para la atribución de derechos de asignación gratuita es o no el mismo, de cara a poder determinar la equivalencia entre ambas operaciones.

Así, en virtud de lo establecido en el artículo 275 apartado 2 LSC, la distribución de dividendos en la sociedad anónima se realiza en proporción al capital desembolsado[247] mientras que, en los aumentos de capital con emisión de nuevas acciones, conforme al artículo 304 apartado 1 LSC, cada accionista tendrá derecho a

[246] Para un análisis detallado de las distintas opciones que se ofrecen a accionista en las operaciones de *scrip dividends vid*. *infra* Cap. V, § 2-5.

[247] Sobre este criterio, SÁNCHEZ CALERO, F. (*La determinación y la distribución*…, *cit*., pág. 126) afirma que la solución adoptada por la Ley española [en aquel momento, el artículo 107 apartado 2 LSA 1951 y actualmente, el artículo 275 apartado 2 LSC] le parece justa porque "los socios reciben el dividendo de acuerdo con la parte que han desembolsado. Por la parte de la acción no desembolsada los accionistas tienen la ventaja, aparte de tener la libre disponibilidad del dinero o de los bienes en que hubiera de consistir la aportación, de no resultar estos bienes improductivos en el caso que la sociedad no obtenga beneficios; pero tienen la desventaja que no participan por esa parte en los beneficios de la sociedad cuando les obtenga (…)".

suscribir un número de acciones proporcional al valor nominal de las acciones que previamente posea[248].

Consecuentemente, *a priori*, el criterio utilizado para ejecutar cada una de estas operaciones difiere, ya que en la primera de las operaciones se utiliza como criterio el capital desembolsado y en la segunda de ellas, el valor nominal de las acciones[249]. Debido a ello, en aquellas sociedades en que las acciones no se encuentren íntegramente desembolsadas se produce un efecto distorsionador en tanto que se estaría alterando el criterio de reparto de dividendo establecido por el artículo 304 LSC. Ambos criterios únicamente resultarán equivalentes en aquellos supuestos en los que las acciones de la sociedad se encuentren totalmente desembolsadas.

En el ámbito de los aumentos de capital, nos encontramos con el requisito contenido en el artículo 299 LSC en virtud del cual, para realizar un aumento de capital cuyo contravalor consista en aportaciones dinerarias resulta necesario, con las oportunas excepciones, el total desembolso de las acciones anteriormente emitidas.

Sin embargo, en tanto que el aumento de capital que se ejecuta en las operaciones de *scrip dividends* es un aumento de capital con cargo a reservas y no se realiza una previsión semejante a la contenida en el artículo 299 LSC ni una remisión expresa a dicho artículo, entendemos que este requisito previo no resulta aplicable a estas operaciones[250].

---

[248] Esta disparidad de criterios de asignación en el aumento de capital gratuito y en el reparto de dividendos también ha sido puesta de manifiesto por GARCÍA-MORENO GONZALO, J. M., «La posición del socio minoritario frente a la distribución de beneficios», en AA. VV., *Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Vol. I, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 2002, págs. 959-1010, pág. 986; MUÑOZ MARTÍN, N., «El derecho al dividendo», en ALONSO UREBA, A., DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., ESTEBAN VELASCO, G., GARCÍA VILLAVERDE, R. y SÁNCHEZ CALERO, F. (Coords.), *Derecho de sociedades anónimas*, T. II, Vol. I, Ed. Civitas, Madrid, 1994, págs. 303-337, págs. 318-319; ORTEGA PARRA, *La participación del socio*…, *cit*., pág. 247.

[249] Este criterio no puede ser modificado por el acuerdo de la junta general ordinaria, ya que ha de regirse por lo dispuesto en la Ley. *Vid*. por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución*…, *cit*., pág. 125.

[250] Por el contrario, SÁNCHEZ ANDRÉS (*El derecho de suscripción*…, *cit*., pág. 279) al analizar el derecho de asignación gratuita en los aumentos de capital con cargo a reservas «puros» y entrar a considerar si debe entenderse como requisito previo el desembolso total de las antiguas acciones afirma

Por su parte, en el ámbito de las sociedades anónimas cotizadas, tampoco existe una norma especial que exija que sus acciones estén totalmente desembolsadas, por lo que resulta de aplicación la regla general del desembolso mínimo del valor nominal de las acciones de las sociedades anónimas recogida en el artículo 79 LSC en virtud de la cual únicamente se requiere un desembolso mínimo del 25%. Es más, la propia normativa del mercado de valores, al regular los requisitos de idoneidad de los valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial —y, por ende, los requisitos de las acciones de las sociedades cotizadas—, hace referencia a la posibilidad de que éstos se encuentren parcialmente desembolsados[251].

Sin embargo, entendemos que, en la práctica, la existencia de acciones con distinto importe desembolsado sería un obstáculo a la fungibilidad propia de las acciones de las sociedades cotizadas. Por este motivo, lo habitual es que las acciones de las sociedades cotizadas estén íntegramente desembolsadas. Así se recoge en los estatutos sociales de las sociedades integrantes del índice bursátil Ibex 35 y, por tanto, de las sociedades que recurren a los *scrip dividends* como modalidad retributiva objeto de nuestro estudio.

De esta manera, en la práctica de las sociedades cotizadas, se salvan los efectos distorsionadores que, en las operaciones de *scrip dividends*, se derivarían de un desembolso parcial de las acciones.

---

que "si la ley no lo contempla es porque estima aplicable a este tipo de aumento la regla del artículo 89 [de la LSA 1951, actual artículo 299 apartado 1 LSC], que prescribe la aportación completa de las acciones existentes antes de la emisión de otras nuevas". Sin embargo, entendemos que esta consideración es aplicable para los aumentos de capital con cargo a reservas «puros» en los que, a fin de cuentas, el desembolso parcial o total de las acciones antiguas resulta irrelevante en tanto que los derechos de asignación gratuita se atribuyen exclusivamente en proporción al valor nominal de las acciones poseídas, pero no cuando lo estamos contraponiendo con el distinto criterio de reparto de dividendos establecido por el artículo 275 apartado 2 LSC.

[251] Artículo 9 apartado 4 del RD 1310/2005. *Requisitos de idoneidad relativos a los valores*.

(...)

Los valores deben ser libremente transmisibles. Se considerará que los valores son libremente transmisibles siempre que no existan restricciones en los estatutos del emisor o en el acuerdo de emisión de los valores. Se considerará que los valores parcialmente desembolsados cumplen dicha condición si, a juicio de la CNMV, la transmisibilidad de dichos valores no está restringida y los inversores disponen de toda la información necesaria para que su negociación se realice de una manera transparente.

Sin embargo, es posible que en algunas de las sociedades que recurren a estas operaciones de *scrip dividends* para retribuir a sus accionistas, este efecto distorsionador no se encuentre salvado, en tanto que es posible que sus acciones no se encuentren íntegramente desembolsadas. En este sentido, resulta necesario hacer referencia a las sociedades anónimas no cotizadas ya que, pese a que no constituyan nuestro ámbito principal de estudio, también han recurrido a esta modalidad retributiva.

En este sentido, para evitar que se produzca el referido efecto distorsionador, resultaría conveniente establecer, como requisito previo a la posibilidad de que la sociedad decida ejecutar operaciones de *scrip dividends* para retribuir a sus accionistas, que las acciones de la sociedad se encuentren totalmente desembolsadas. Si bien este requisito resulta necesario para las sociedades no cotizadas, no consideramos desacertado establecerlo con carácter general para todas las sociedades que decidan recurrir a esta modalidad retributiva, es decir, también para las sociedades cotizadas.

3.2.2. La especialidad: el compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad

Como consecuencia de la relación de coordinación entre la operación de distribución de dividendos y la operación de aumento de capital con cargo a reservas, resulta necesario que, en el marco de la «operación base», esto es, de la ampliación de capital con cargo a reservas se realice, asimismo, la ejecución de la operación de distribución de dividendos.

Sin embargo, precisamente como consecuencia de que la ejecución de esta distribución de dividendos se produce en el marco de la «operación base», la recepción por los accionistas del correspondiente importe en efectivo, no se configura como un pago de dividendo tradicional, sino que se configura como una compraventa de derechos de asignación gratuita entre la sociedad y los accionistas que así lo

desean[252]. Para ello, la sociedad asume un compromiso irrevocable de compra de estos derechos a un precio preestablecido para cada derecho de asignación gratuita. De esta manera, los accionistas tienen garantizada la recepción de un importe fijo en efectivo como consecuencia de la venta sus derechos de asignación gratuita a la propia sociedad.

Este compromiso de compra de derechos asumido por la sociedad, constituye la especialidad de las operaciones de *scrip dividends* frente a los aumentos de capital con cargo a reservas «puros» del artículo 303 LSC, en los que la sociedad no asume un compromiso de compra en tal sentido[253]. Incluso, podríamos decir que la existencia de este compromiso de compra por parte de la sociedad es esencial, pues es el mecanismo que, *de facto*, permite al accionista recibir su dividendo en efectivo como remuneración directa por parte de la sociedad[254].

4. El procedimiento de aprobación y ejecución de las operaciones de *scrip dividends*

Como consecuencia de la interrelación existente entre la operación de distribución de dividendos y la operación de aumento de capital con cargo a reservas, aunque ambas operaciones forman parte de una operación común —la operación de *scrip dividends*—, éstas continúan manteniendo sus características principales y sus reglas procedimentales propias.

---

[252] LYCZKOWSKA, K. («"Scrip dividend" y usufructo de las acciones: ¿cuántas clases de "scrip dividend" hay en el mercado?», *El Notario del siglo XXI*, 57, septiembre-octubre 2014, págs. 98-102, pág. 98) se refiere a esta compraventa de derechos de asignación gratuita entre la sociedad y los accionistas que así lo desean en virtud del compromiso de compra como una «falsa» compra, ya que su única finaidad es la de abonar un importe de efectivo equivalente al dividendo.

[253] FERRADA y SAN MIGUEL («Programa de retribución flexible…», *cit*., págs. 731-732) se refieren a este compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita que asume la sociedad como un «complemento» al aumento de capital y no como una especialidad. Sin embargo, consideramos más oportuno denominarlo «especialidad» ya que es precisamente dicho compromiso lo que hace a este aumento de capital con cargo a reservas «especial», distinguiéndolo de los aumentos de capital con cargo a reservas «puros».

[254] Para un análisis detallado de este compromiso de compra asumido por la sociedad y su aceptación por parte de accionista *vid*. *infra* Cap. V, § 3.

Consecuentemente, el procedimiento aplicable a esta operación de *scrip dividends* debe tener en cuenta los procedimientos que resultan propios a cada una de las referidas operaciones, presentando, al mismo tiempo, algunas singularidades.

Debido a ello, resulta necesario analizar detalladamente el procedimiento de aprobación y ejecución de las operaciones de *scrip dividends*, en concreto, las condiciones de adopción de los acuerdos por la junta general de accionistas, el contenido de los mismos y su ejecución por el consejo de administración. Asimismo, nos detendremos especialmente en el cálculo del precio de referencia y en la posibilidad de «no ejecución» del aumento de capital, por considerarlos dos aspectos de especial relevancia en estas operaciones de *scrip dividends*.

4.1. *La aprobación de la operación de scrip dividends: los acuerdos de la junta general de accionistas*

La competencia para deliberar y acordar tanto sobre la distribución de dividendos como sobre el aumento de capital con cargo a reservas corresponde a la junta general de accionistas en virtud de las letras a) y d) del artículo 160 LSC, respectivamente. Debido a ello, el primer paso para la aprobación y ejecución de las operaciones de *scrip dividends* en España es la aprobación de las operaciones por parte de la junta general de accionistas, previo cumplimiento de sus respectivos requisitos[255].

[255] Hemos de tener en cuenta que, aunque la Ley impone a los administradores de la sociedad la obligación de formular la propuesta de aplicación del resultado, junto con las cuentas anuales y el informe de gestión (artículo 253 apartado 1 LSC), la LSC atribuye a la junta general de accionistas funciones decisorias al respecto (artículo 164 apartado 1 LSC y artículo 273 apartado 1 LSC). En este sentido, la doctrina concluye que, salvo en los casos de previsión legal o estatutaria al respecto, la junta general de accionistas no está vinculada por la propuesta de aplicación del resultado formulada por los administradores. *Vid*. en este sentido, SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución*…, *cit*., pág. 107 quien afirma que "el carácter de la propuesta es simplemente orientador e informador y no vincula la decisión de la Junta respecto a la distribución del beneficio" y pág. 109, donde sostiene que "la propuesta de los administradores (…) se realiza para ayudar a formar la voluntad de la Junta general, aunque no la vinculen"; ídem, «La propuesta de distribución…», *cit*., pág. 20; GARCÍA-MORENO GONZALO, J. Mª, *El aumento de capital con cargo a reservas en sociedades anónimas,* Ed. Aranzadi, Pamplona, 1995, págs. 150-151.

Sin embargo, cada una de estas dos operaciones continúa manteniendo sus características propias, por lo que conservan sus propias reglas de aprobación en cuanto a competencia, quórum, mayorías, etc. como si fueran operaciones independientes. Por lo que consideramos conveniente analizar cada uno de estos aspectos de manera individualizada y detallada.

4.1.1. La junta general de accionistas competente

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 164 LSC, la competencia para resolver sobre la aplicación del resultado y, consecuentemente, para aprobar la distribución de dividendos[256], corresponde de manera exclusiva a la junta general ordinaria de accionistas[257].

Sin embargo, tal exclusividad no se produce en relación con la aprobación del aumento de capital con cargo a reservas. En virtud de lo establecido por el artículo 296 LSC, con carácter general, para los aumentos de capital, éstos habrán de acordarse con los requisitos establecidos para la modificación de los estatutos sociales, lo cual resulta lógico ya que todo aumento de capital conlleva una modificación estatutaria, al ser el capital social una mención indispensable de los estatutos sociales *ex* artículo 23 letra d) LSC.

Así, si tenemos en cuenta que estos requisitos especiales para la modificación de los estatutos sociales son requisitos de quórum y mayorías y no requisitos de materia competencial, podemos afirmar que el acuerdo de aumento de capital puede

[256] Hemos de tener en cuenta que el concepto «aplicación del resultado» es un concepto amplio que incluye la posible distribución de beneficios a los socios, pero también otras formas en que la sociedad puede disponer de las ganancias del ejercicio. *Vid*. en este sentido, FERNÁNDEZ DEL POZO, *La aplicación de resultados*..., *cit*., pág. 31; IGLESIAS PRADA, J.L y GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., «Las cuentas anuales de las sociedades de capital», en APARICIO GONZÁLEZ, M. L. (Coord.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Vol. I, 12ª edic., Ed. Civitas-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2014, págs. 523-545, pág. 541.

[257] ORTUÑO BAEZA, M. T. («Artículo 273. Aplicación del resultado», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Tomo II, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, págs. 2030-2037, pág. 2030) afirma que "El acuerdo de aplicación del resultado se adoptará con la misma periodicidad que el relativo a la aprobación de las cuentas anuales y, dentro de la misma junta general, esto es, anualmente".

ser adoptado por ambas clases de juntas de accionistas, tanto la junta general ordinaria como la junta general extraordinaria. En este sentido, en tanto que no existe una excepción ni regla específica aplicable para el caso concreto de los aumentos de capital con cargo a reservas, el acuerdo de estos aumentos también pueden ser adoptados por ambas clases de junta.

Conforme a lo expuesto, esta diferencia competencial nos presenta una discordancia reseñable entre los regímenes propios de las dos operaciones que se coordinan para configurar las operaciones de *scrip dividends*. La solución a esta diferencia podría pasar por distintas posibilidades, las cuales formulamos en forma de hipótesis: i. La hipótesis restrictiva; ii. La hipótesis coordinadora.

a. La hipótesis restrictiva

La primera hipótesis consiste en aplicar un criterio restrictivo y buscar el elemento común a ambos regímenes competenciales. En tanto que ambas operaciones pueden ser aprobadas por la junta general ordinaria de accionistas, es únicamente esta junta general la puede aprobar las operaciones de *scrip dividends* y, consiguientemente, los correspondientes acuerdos de distribución de dividendos y de aumento de capital con cargo a reservas.

Este régimen se asimilaría al que resulta de aplicación, por ejemplo, al *paiement du dividende en actions* en Francia.

En virtud de lo dispuesto en el artículo L. 232-18 del *Code de Commerce* francés, el acuerdo de pago del dividendo en acciones es competencia exclusiva de la junta general encargada de aprobar las cuentas del ejercicio anterior, es decir, la junta general ordinaria de accionistas que, asimismo, es la junta encargada de determinar la parte del beneficio distribuible que se destina a retribuir a los accionistas en forma de dividendo. Consecuentemente, esta atribución en exclusiva de la competencia a la junta general ordinaria, en el régimen francés, no es el resultado de aplicar un criterio restrictivo a las reglas competenciales, sino que se deriva de la naturaleza jurídica otorgada por el ordenamiento jurídico francés al pago del dividendo en acciones. De

esta manera, al ser una modalidad de pago del dividendo, se encuentra sometida a las reglas competenciales de la afectación del resultado y de la distribución del dividendo, por lo que su aprobación corresponde, por tanto, a la junta general ordinaria.

Sin embargo, en el régimen español, entender que únicamente la junta general ordinaria de accionistas puede aprobar las operaciones de *scrip dividends*, aunque no produce modificación competencial alguna en materia de aplicación del resultado —ya que dicha junta es la que resulta competente para adoptar el correspondiente acuerdo *ex* artículo 164 LSC—, sí que se produce una alteración del régimen que le resulta propio a la operación de aumento de capital con cargo a reservas, ya que excluye la posibilidad de que esta operación pueda ser aprobada por una junta general extraordinaria de accionistas, en el marco de estas operaciones de *scrip dividends*.

Aunque la competencia para la aprobación de las operaciones de *scrip dividends* ha sido entendida en este sentido por algunos autores[258], entendemos que esta hipótesis restrictiva debe ser rechazada por los siguientes motivos:

En primer lugar, porque, como hemos apuntado anteriormente, en la relación de coordinación que mantienen las dos operaciones que configuran esta operación, cada una de ellas mantiene sus características propias. Consecuentemente, no puede alterarse el régimen jurídico que resulta de aplicación a una de ellas —en este caso, al aumento de capital con cargo a reservas— sin previsión legal al respecto.

Este razonamiento nos permite enlazar con el segundo argumento en contra de esta hipótesis restrictiva. Resulta cierto que en Francia sí que se restringe la aprobación de estas operaciones a la junta general ordinaria de accionistas, sin embargo, dicha competencia resulta atribuida *ex lege* por el propio texto del *Code de*

[258] Algunos autores como GARCÍA GARCÍA («Aspectos prácticos…», *cit*., pág. 168) afirman que en las operaciones de *scrip dividends* "la junta general de accionistas aprueba *uno actu* las cuentas del ejercicio anterior, una ampliación de capital liberada (…) y la aplicación del resultado del ejercicio". En este sentido, teniendo en cuenta que la primera materia —aprobación de las cuentas del ejercicio anterior— y la tercera —aplicación del resultado del ejercicio— son materias reservadas a la aprobación de la junta general ordinaria de accionistas, sería esa misma clase de junta la que aprobara la ampliación de capital liberada ya que, según el autor, las tres operaciones se aprueban de manera unitaria y simultánea.

Commerce. Así, por un lado, en Francia, la operación se configura jurídicamente como una modalidad de pago del dividendo y consiguientemente se encuentra sometida a las reglas de aplicación del resultado; por otro lado, pese a que pudiera resultar reiterativo, la competencia de la junta general ordinaria de accionistas para aprobar esta modalidad de pago del dividendo se encuentra recogida en el artículo L. 232-18 del *Code de Commerce*.

Finalmente, el tercer argumento en contra de esta hipótesis lo encontramos en la propia práctica societaria de estas operaciones de *scrip dividends*. De esta manera, si analizamos las distintas operaciones realizadas por las sociedades que recurren a esta modalidad retributiva en España, podemos encontrarnos con juntas generales extraordinarias de accionistas que han aprobado los correspondientes aumentos de capital con cargo a reservas para instrumentar la remuneración al accionista a través de *scrip dividends*[259]. De esta manera, aunque esta situación no se produce con mucha frecuencia, pues únicamente las juntas generales extraordinarias de dos sociedades cotizadas —Banco Popular y CaixaBank— han aprobado estas operaciones, el hecho de que haya sucedido nos aporta un argumento más para refutar esta hipótesis.

b. La hipótesis coordinadora

Consecuentemente, la segunda hipótesis para solucionar la diferencia existente en relación con la competencia para aprobar la operación de distribución de dividendos y la operación de aumento de capital con cargo a reservas, la podemos encontrar en el propio ámbito de coordinación e interrelación entre ambas operaciones.

De esta manera, debido a que la operación de aumento de capital con cargo a reservas conserva sus propias características, su aprobación no se puede circunscribir a ninguna clase de junta, ya que el régimen de los correspondientes artículos del

[259] Las juntas generales extraordinarias de accionistas que han aprobado aumentos de capital para instrumentar los programas de retribución al accionista a través de *scrip dividends* han sido la de Banco Popular celebrada el 20 de diciembre de 2011 (HR 153415) y la de CaixaBank celebrada el 26 de junio de 2012 (HR 165323).

Capítulo II del Título VIII de la LSC —en concreto, el artículo 296 LSC— no recoge, con buen sentido, ninguna exclusividad al respecto. Consecuentemente, también en el marco de las operaciones *scrip dividends*, esta operación puede ser aprobada tanto por una junta general ordinaria de accionistas como por una junta general extraordinaria[260].

Establecido lo anterior, la cuestión radica en determinar cómo se coordina el carácter anual de la aprobación del resultado con el hecho de que el aumento de capital con cargo a reservas pueda ser aprobado por una junta general extraordinaria de accionistas que, por definición, tiene una periodicidad distinta.

En este sentido, encontramos adecuada la solución que se ha aplicado en la práctica societaria. De esta manera, la «operación base», esto es, el aumento de capital con cargo a reservas puede aprobarse de manera independiente por la junta general extraordinaria de accionistas y, por tanto, puede ejecutarse en todos sus términos, incluyendo la adquisición por parte de la sociedad de los derechos de asignación gratuita en virtud del compromiso de compra asumido por ésta. Posteriormente, en la siguiente junta general ordinaria de accionistas a celebrar se realiza una aplicación del resultado del ejercicio, tomando en consideración el importe que la sociedad ha abonado para la adquisición de los derechos de asignación gratuita, como si del pago de un dividendo a cuenta se hubiera tratado[261].

4.1.2. El régimen de quórum y mayoría

Conforme al régimen establecido en la Sección 1ª del Capítulo VII del Título V de la LSC, la operación de aplicación del resultado y la operación de aumento de

---

[260] MARTÍNEZ NADAL, *El aumento de capital…*, *cit*., págs. 203-208, quien admite también la competencia de la junta universal para la adopción de cualquier acuerdo de modificación estatutaria y, por ende, de aumento de capital.

[261] En la práctica societaria, las sociedades siguen el criterio defendido por MASSAGUER FUENTES sobre que los dividendos a cuenta pueden ser distribuidos tanto con cargo al resultado de un ejercicio cerrado, pero sin cuentas aprobadas como con cargo al resultado de un ejercicio en curso. *Vid*. MASSAGUER FUENTES, *Los dividendos a cuenta…*, *cit*., pág. 106; ídem, «De nuevo sobre el artículo 216 de la Ley de Sociedades Anónimas: matizaciones acerca del ejercicio con cargo al cual puede procederse a la distribución de cantidades a cuenta de dividendos», *RCDI*, 683, 2004, págs. 1437-1445.

capital con cargo a reservas se encuentran sometidas a distintos quórums para la válida constitución de la junta general de accionistas. De esta manera, mientras que para la aprobación de la propuesta de aplicación del resultado y de distribución del dividendo se requerirá el quórum ordinario establecido en el artículo 193 LSC, para la aprobación de la propuesta de aumento de capital con cargo a reservas, conforme a lo establecido en el artículo 194 LSC, será necesario el quórum reforzado.

La misma situación nos encontramos en relación con las mayorías necesarias para la adopción de acuerdos, conforme al régimen previsto en el artículo 201 LSC. De esta manera, para la aprobación de la propuesta de aplicación del resultado se requerirá la mayoría simple, esto es, mayor número de votos a favor que en contra del capital presente o representado, mientras que para la aprobación de la ampliación de capital con cargo a reservas resulta de aplicación la especialidad prevista en el apartado 2 de referido artículo 201 LSC, aplicándose, por tanto, la mayoría reforzada.

Esta divergencia de regímenes de quórum y mayoría, verdaderamente, en la práctica puede generar problemas de gran trascendencia en la aprobación de las operaciones de *scrip dividends*. Por ello, consideramos conveniente detenerse en ellos de cara a establecer posibles soluciones.

Algunos autores plantean que, como consecuencia de esta diferencia en el quórum y mayoría exigidos, podría darse el supuesto en que en una junta general de accionistas se alcance el quórum y/o mayoría necesarios para la aprobación de la propuesta de aplicación del resultado, pero no para aprobar la propuesta de aumento de capital con cargo a reservas y que, pese a ello, esta última propuesta se apruebe. Consiguientemente, dicho acuerdo del aumento de capital con cargo a reservas sería impugnable por contrario a la Ley, pero no lo sería el acuerdo de distribución de dividendos, el cual subsistiría. Sin embargo, la conclusión alcanzada es que esta suposición es errónea debido a que ambos acuerdos constituyen una única declaración de voluntad, y no declaraciones de voluntad distintas, ya que tienen una única causa remuneratoria que determina la unicidad del negocio jurídico. Consecuentemente, la

impugnabilidad de uno de los acuerdos conllevará, necesariamente, la impugnabilidad del otro[262].

Sin embargo, no consideramos esta solución adecuada ya que hace depender a una operación de la otra, mientras que como hemos determinado al analizar la configuración jurídica de la operación de *scrip dividends*, ambas relaciones se coordinan entre sí pero continúan manteniendo su independencia.

Otros autores, para solucionar esta divergencia en los regímenes de quórum y mayoría mantienen la conveniencia de que la aprobación de cada una de las operaciones aparezca individualizada en distintos puntos del orden del día de la correspondiente junta general de accionistas. De esta manera, podrán ser sometidas a aprobación de manera independiente y, por tanto, podrán aplicárseles las reglas de quórum y mayorías para la adopción de acuerdos que les correspondan. No obstante, no habría inconveniente para que ambas operaciones figuraran en el mismo punto del orden del día, en cuyo caso sería de aplicación la máxima jurídica «*a maiori ad minus*», ya que, al cumplirse los quórum y mayorías del aumento de capital, también se cumplirían los del reparto de dividendos, al ser éstos inferiores[263].

Sin embargo, esta solución consistiría en aplicar *de facto* el quórum y mayoría reforzados a la aprobación de aplicación del resultado, lo cual no consideramos adecuado debido a que, como venimos apuntando de manera reiterada, en la relación de coordinación que mantienen las dos operaciones que configuran esta operación, cada una de ellas mantiene sus características propias. Consecuentemente, no puede alterarse el régimen jurídico que resulta de aplicación a una de ellas —en este caso, a la aplicación del resultado— sin previsión normativa al respecto.

---

[262] GARCÍA GARCÍA, «Aspectos prácticos…», *cit*., pág. 178.

Hemos de tener en cuenta que el autor se refiere al acuerdo como «nulo» debido a que era la terminología recogida en la anterior redacción del artículo 204 LSC. Sin embargo, la modificación llevada a cabo por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo ha eliminado la clásica distinción entre «acuerdos nulos» y «acuerdos anulables» y los ha unificado en la categoría de «acuerdos impugnables».

[263] IRIBARREN, «Los dividendos electivos …», *cit*., pág. 157.

Esta última reflexión nos permite introducir la solución que proponemos, la cual consiste en hacer uso de las posibilidades recogidas en el último inciso del apartado 1 del artículo 193 LSC y el apartado 3 del artículo 201 LSC, en virtud de las cuales se permite la modificación del régimen de quórum y mayoría recogido legalmente por vía estatutaria.

En este sentido, en tanto que los artículos referidos permiten que los porcentajes recogidos legalmente en el régimen de quórum y mayoría para la aplicación del resultado puedan ser elevados en los estatutos sociales, las sociedades que deseen realizar operaciones de *scrip dividends* podrían elevar el quórum y la mayoría aplicable a esta operación al nivel del quórum y la mayoría aplicable al aumento de capital con cargo a reservas. De esta manera, el quórum y la mayoría serían los mismos para ambas operaciones, pero con previsión estatutaria al respecto.

Al margen de todo lo expuesto, y de cara al régimen jurídico que proponemos para las operaciones de *scrip dividends* en España, consideramos necesario que en el artículo que regule estas operaciones se recoja —bien expresamente o bien por referencia— el régimen de quórum y mayoría que les resultaría de aplicación.

4.2. *El contenido de los acuerdos de la junta general de accionistas*

En relación con el contenido de los acuerdos para la aprobación de las operaciones necesarias para ejecutar las operaciones de *scrip dividends*, hemos de tener en cuenta que, si bien las operaciones mantienen sus características propias, el contenido del acuerdo sí que se adecúa a las singularidades propias de las operaciones de *scrip dividends*.

De esta manera, sobre el acuerdo de aplicación del resultado, hemos de tener en cuenta que, en realidad, se corresponde con la adquisición de los derechos de asignación gratuita por parte de la sociedad, por lo que el importe aplicado es el importe destinado por la sociedad a esta adquisición. Sin embargo, como expondremos posteriormente al analizar esta opción, pese a configurarse como una compra de

derechos, se siguen las reglas previstas en el artículo 273 LSC[264]. De esta manera, en algunos acuerdos se realiza una afectación directa del resultado del ejercicio a la adquisición de los derechos de asignación gratuita de los accionistas que han decidido aceptar el compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad; mientras que en la mayoría de ellos, la adquisición de los derechos de asignación gratuita se realiza directamente con cargo a la cuenta de reservas de libre disposición y, consiguientemente, el resultado del ejercicio se destina a esta reserva.

Por lo que se refiere al contenido de la propuesta de acuerdo de aumento de capital social con cargo a reservas, éste recogerá las bases y criterios de cálculo de los principales aspectos del aumento de capital cuyas condiciones, con posterioridad, serán fijadas por el consejo de administración en virtud de la delegación para la ejecución que, con carácter general, se recoge en el propio acuerdo.

De esta manera, en la propuesta de acuerdo de la ampliación de capital con cargo a reservas para materializar operaciones de *scrip dividends* han de contenerse, como regla general, los siguientes aspectos:

a) El número de derechos de asignación gratuita que se otorgará por cada acción y en qué momento se determinará esa atribución (*record date*).

b) La determinación de las reservas con cargo a las que se realizará el aumento de capital, de entre las reservas previstas en el artículo 303 apartado 1 LSC[265].

c) La clase de las nuevas acciones a emitir.

Como ya hemos apuntado, en el marco de las operaciones de *scrip dividends*, el aumento de capital con cargo a reservas se lleva a cabo mediante la emisión de

[264] *Vid*. *infra* Cap. V, § 3.

[265] El artículo 303 apartado 1 LSC hace referencia, para las sociedades anónimas, a las reservas disponibles, a las reservas por prima de emisión de acciones y a la reserva legal en la parte que exceda del diez por ciento del capital ya aumentado. *Vid*. un análisis de la aplicación de los diversos tipos de reservas al aumento en capital en GARCÍA-MORENO GONZALO, *El aumento de capital*…, *cit*., págs. 233 y ss.

nuevas acciones. Consecuentemente, un aspecto importante de la operación consiste en determinar de qué clase serán las nuevas acciones emitidas, ya que éstas pueden ser de naturaleza ordinaria o de naturaleza privilegiada.

De esta manera, si la sociedad tiene emitidas acciones de más de una clase, resulta claro que la emisión de acciones de estas clases y de forma proporcional a las clases ya existentes, sería la solución que mejor respetaría el *status quo* de los accionistas[266].

Debido a ello, en el régimen francés, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo L. 232-18 párrafo 2 *Code de Commerce*, cuando existan acciones de clases diferentes, la junta general ordinaria puede decidir que las acciones suscritas sean de la misma clase que aquellas que hayan otorgado el derecho al dividendo.

En España, no existe una norma que, con carácter general, determine la clase de las acciones emitidas en las ampliaciones de capital ni que, en las ampliaciones de capital, las acciones que se emitan deban ser de la misma clase que las preexistentes[267]. Sin embargo, conforme al texto del artículo 26 apartado 1 letra e) del

---

[266] DE LA CUESTA RUTE, J. Mª, «El aumento y la reducción del capital social», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. (Dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Ed. Civitas, Madrid, 1987, págs. 173-223, pág. 209; SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción…*, *cit*., págs. 282-283; CAMPUZANO LAGUILLO, A.B., *Las clases de acciones en la sociedad anónima,* Ed. Civitas, Madrid, 2000, págs. 257-262; ídem, «La tutela de las clases de acciones en la sociedad anónima», en MORILLAS JARILLO, Mª J., PERALES VISCASILLAS, P. y PORFIRIO CARPIO, L.J. (Dirs.), *Estudios sobre el futuro Código Mercantil*. *Libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz,* Universidad Carlos III, Madrid, 2015, págs. 592-613, pág. 595; GARCÍA-MORENO GONZALO, *El aumento de capital…*, *cit*., págs. 414-415 y 426-427; SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., «Artículo 303. Aumento con cargo a reservas», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, T. II, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, págs. 2237-2247, pág. 2246.

[267] La LSA 1951 (artículo 94), por el contrario, sí que preveía que las acciones emitidas en los aumentos de capital con cargo a reservas serían acciones ordinarias ("*El aumento de capital podrá también realizarse con cargo a las reservas disponibles de la sociedad mediante traspaso de la cuenta de reservas a la de capital y entrega a los accionistas de nuevas acciones ordinarias en proporción a las que ya posean y sin exigirles desembolso alguno*"). Sin embargo, este criterio fue descartado a partir de la LSA 1989 y, por tanto, tampoco resulta de aplicación en la actual LSC, de manera que pueden emitirse tanto acciones ordinarias como acciones privilegiadas e, incluso, ambas. *Vid*. sobre esta materia, CAMPUZANO LAGUILLO, *Las clases de acciones …*, *cit*., págs. 257-262; SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción…, cit.,* págs. 282 y ss.; GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., «Acciones con derecho de suscripción preferente limitado a las emisiones de acciones de la misma clase», *RDMV,* 13, 2013, págs. 191-201.

RD 1310/2005, de 4 de noviembre, este requisito sí que se establece para poder aplicar la excepción a la publicación del folleto informativo con ocasión de la admisión a negociación de las nuevas acciones[268].

En este sentido, si tenemos en cuenta que, en la práctica, las sociedades que han realizado operaciones de *scrip dividends* en España han emitido acciones ordinarias[269] y todas ellas se han beneficiado de la excepción a la publicación del folleto informativo prevista en el referido artículo 26 del RD 1310/2005, podemos concluir que estas sociedades únicamente tenían emitidas esta clase de acciones y, por tanto, emitiendo nuevas acciones ordinarias han emitido acciones de la misma clase de las que estaban admitidas a negociación en el mercado.

No obstante, ha de tenerse presente que, en caso de existir acciones privilegiadas y la sociedad decidiera emitir acciones de la misma clase para satisfacer la retribución mediante *scrip dividends*, esta clase de acciones guarda, al menos, dos diferencias fundamentales con las acciones ordinarias que afectan a esta operación.

En primer lugar, estas acciones cotizan por independiente y, por tanto, sería necesario calcular un precio de referencia específico a cada clase de acciones, ya que las cotizaciones tomadas referencia no serían las mismas.

---

[268] Artículo 26 apartado 1 letra e) del RD 1310/2005. *Excepciones a la obligación de publicación del folleto informativo*

La obligación de publicar un folleto no se aplicará a la admisión a negociación de los siguientes tipos de valores:

(...)

e) Acciones ofrecidas, asignadas o que vayan a ser asignadas gratuitamente a los actuales accionistas, y dividendos pagados en forma de acciones de la misma clase que aquellas por las que se pagan los dividendos, siempre que las citadas acciones sean de la misma clase de las que ya han sido admitidas a negociación en el mismo mercado y que esté disponible un documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de las acciones y los motivos y detalles de la oferta.

[269] Normalmente, en los acuerdos de aumento de capital aprobados por las juntas generales de accionistas se recogen previsión del tipo "*Las acciones nuevas que se emitan en el aumento serán acciones ordinarias de la misma clase y serie que las actualmente en circulación*» o «*Las nuevas acciones atribuirán a sus titulares los mismos derechos políticos y económicos que las acciones ordinarias de la sociedad actualmente en circulación*".

En segundo lugar, el importe del dividendo correspondiente a las acciones privilegiadas es generalmente superior al de las acciones ordinarias, por lo que tendrían que poder suscribir un número mayor de acciones que los titulares de acciones ordinarias.

En este sentido, la primera de estas diferencias es fácilmente subsanable. Sin embargo, para subsanar la segunda de ellas, habría que desagregar los distintos aspectos de la operación en proporción a la representación de las distintas clases de acciones ya emitidas por la sociedad, principalmente, el «importe de la opción alternativa» (o «valor de mercado máximo del aumento de capital») y realizar los cálculos con los precios de referencia correspondientes. Así, para cada clase de acciones el número de derechos de asignación gratuita necesarios para la suscripción de una acción nueva sería diferente, al igual que diferiría el precio del compromiso de compra para cada clase de acciones.

d) El «importe de la opción alternativa»», el cual consideramos más adecuado denominar «valor de mercado máximo del aumento de capital» (Valor mdo máximo Δk), debido a que es el valor de mercado de referencia máximo del aumento de capital, es decir, el valor de mercado de las acciones que se emitirían si todos los accionistas optaran por recibir su dividendo en acciones.

e) La fórmula de cálculo del «precio de referencia» (PRef) que se corresponde con:

$$\text{PRef} = \overline{\text{x}}_{5}$$

f) La fórmula de cálculo para la determinación del número total de acciones nuevas a emitir ($\text{Accs nuevas}_{\text{total}}$), que suele corresponderse con la siguiente:

$$\text{Accs nuevas}_{\text{total}} = \frac{\text{Valor mdo máximo } \Delta\text{k}}{\text{PRef}}$$

g) La fórmula de cálculo del importe total de la ampliación de capital social ($\text{Importe } \Delta k_{total}$) que consiste en multiplicar el valor nominal de cada acción de la sociedad por el número de acciones nuevas.

$$\text{Importe } \Delta k_{total} = \text{Vnom}_{accs} \cdot \text{Accs nuevas}_{total}$$

h) La fórmula de cálculo del número de derechos de asignación gratuita necesarios para la asignación de una acción nueva (dag), la cual analizaremos detenidamente al analizar la opción de suscripción de nuevas acciones[270], pero que suele corresponderse con la siguiente:

$$dag = \frac{\text{Accs en circulación}}{\text{Accs nuevas}_{total}}$$

i) La posibilidad de que la sociedad renuncie a un número de derechos de asignación gratuita para que el número de acciones nuevas a emitir sea un número entero y no una fracción.

j) La posibilidad de asignación incompleta del aumento de capital de acuerdo con lo establecido en el artículo 311 LSC.

En la ejecución de los aumentos de capital que sirven de base a las operaciones de *scrip dividends* resulta bastante habitual, y lógico, que el aumento de capital no se suscriba íntegramente. Esto sucede así porque el importe total de dicho aumento se calcula sobre la totalidad de los derechos de asignación gratuita, esto es, en el supuesto de que todos los accionistas optaran por suscribir acciones de nueva emisión. Sin embargo, en la práctica, lo habitual es que haya diversidad entre las opciones elegidas por los accionistas. De esta manera, con que haya un accionista que opte por aceptar el compromiso de compra asumido por la sociedad, como consecuencia de que la sociedad renuncia a dichos derechos, la suscripción de aumento de capital será incompleta.

[270] *Vid*. *infra* Cap. V, § 2.3.

k) La autorización a la sociedad para que asuma el compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita, estableciendo como límite máximo el total de derechos emitidos[271].

l) La fórmula de cálculo del «precio del compromiso de compra» (Pº Compromiso), es decir, el importe al que la sociedad adquirirá los derechos de asignación gratuita.

$$\text{P}^{\text{O}}\ \text{Compromiso} = \frac{\text{Pref}}{(\text{dag} + 1)}$$

m) La solicitud de admisión a negociación de las nuevas acciones emitidas en las Bolsas de Valores en que vinieran negociándose las acciones antiguas.

n) La delegación en el consejo de administración, generalmente, con expresas facultades de sustitución en la comisión ejecutiva, de determinadas facultades *ex* artículo 297 apartado 1 letra a) LSC.

4.3. *La «no ejecución» del aumento de capital*

Debido a que, entre el acuerdo de aumento de capital y su ejecución puede mediar un amplio espacio de tiempo —ya que el consejo de administración puede llevarlo a efecto dentro del año siguiente a la fecha de adopción de dicho acuerdo—, resulta habitual que las sociedades recojan previsiones para evitar que el aumento de capital se ejecute en condiciones desfavorables. En este sentido, en el acuerdo de aumento de capital suelen facultar al consejo de administración para que, antes de proceder a la ejecución de dicho aumento, analice y tenga en cuenta las condiciones de mercado, las condiciones de la propia sociedad y aquellas condiciones que deriven de cualquier hecho o acontecimiento de especial trascendencia social o económica. De esta manera, en caso de que estas circunstancias resulten no convenientes y, por tanto,

[271] En detalle sobre el compromiso irrevocable de compra de derechos de asignación gratuita *vid*. *infra* Cap. V, § 3.

justifiquen la no ejecución del aumento de capital, dicho aumento podría no llevarse a efecto[272].

Sin embargo, los requisitos y el procedimiento para que el acuerdo de aumento de capital no se lleve a efecto, varían de unas sociedades a otras. De esta manera, en virtud del grado de rigidez que presentan estos requisitos podemos distinguir tres grupos de sociedades, ordenándolos de menor a mayor rigidez.

El primero de estos grupos lo conforman aquellas sociedades que no establecen ningún requisito adicional ni procedimiento especial[273]. De esta manera, si el consejo de administración considera que, de acuerdo con las condiciones analizadas, no resulta conveniente ejecutar el aumento de capital, podrá abstenerse de hacerlo, sin más.

El segundo grupo está formado por aquellas sociedades en las que el consejo de administración, si considera que las condiciones resultan desfavorables para la ejecución del aumento de capital, podrá no ejecutar dicho aumento de capital, pero deberá informar de ello en la siguiente junta general de accionistas que se celebre[274].

Finalmente, en el tercer grupo de sociedades, es decir, el que tiene unos requisitos más rígidos, se encuentran aquellas sociedades que establecen que si el consejo de administración no considera conveniente ejecutar el aumento de capital, podrá someter a la junta general de accionistas la posibilidad de revocarlo[275].

---

[272] Otras sociedades como, por ejemplo, ACS, no lo recoge en las condiciones del acuerdo del aumento de capital con cargo a reservas para materializar la operación de *scrip dividends*, pero tiene recogida esta previsión en sus estatutos sociales, con carácter general, para todas las operaciones de aumento de capital. *Vid*. artículo 7 de los estatutos sociales de ACS: "*El Consejo de Administración podrá hacer uso en todo o en parte de la facultad de ejecutar el aumento o disminución o abstenerse de ejecutarlo en consideración a las condiciones del mercado, de la propia Sociedad o de algún hecho o acontecimiento con trascendencia social o económica que aconseje tal decisión, informando de ello en la primera junta general de accionistas que se celebre una vez transcurrido el plazo fijado para su ejecución*".

[273] Entre estas sociedades, por ejemplo, Banco Sabadell.

[274] Entre estas sociedades, podemos encontrarnos a Acerinox, ACS, Banco Popular, BBVA, Ferrovial, Banco Santander o Repsol.

[275] Entre estas sociedades, se encuentra Bankinter, CaixaBank e Iberdrola.

Esta posibilidad de «no ejecución» del aumento de capital tiene como finalidad principal la protección de los accionistas ya que, debido a que el consejo de administración tiene un año para ejecutar dicho aumento, entre el acuerdo de aumento de capital y su ejecución puede mediar un amplio espacio de tiempo y, por tanto, las condiciones del mercado y/o de la sociedad pueden variar significativamente y restar atractivo a la operación.

Únicamente dos sociedades cotizadas españolas —Bankinter y CaixaBank— han utilizado esta posibilidad de «no ejecución» del aumento de capital, en una ocasión cada una. Además, ambas pertenecen al tercero de los grupos apuntados, de manera que tuvieron que someter la decisión de revocar el aumento de capital a la aprobación de la junta general de accionistas[276].

Esta posibilidad de no llevar a efecto el aumento de capital puede resultar, en cierto sentido, equivalente a la posibilidad de cancelar un *scrip dividend* concreto en el Reino Unido. Como hemos apuntado al analizar el régimen británico, en sus operaciones de *scrip dividends,* resulta habitual que se contenga la previsión de que, en el supuesto de que la cotización de las acciones baje significativamente durante el período de formulación de las solicitudes, el consejo de administración de la sociedad podrá cancelar la oferta y; por tanto; todos los accionistas recibirán el dividendo en efectivo.

De esta manera, en el régimen español, aunque la enunciación de las causas resulta más amplia —«condiciones desfavorables»—, en ellas pueden entenderse incluidas las bajadas significativas del precio. De esta manera, cuando la ejecución del aumento de capital debiera llevarse a efecto en períodos significativamente bajistas, también sería posible que dicha ejecución no se produjera; de manera que el dividendo

[276] De esta manera, la junta general ordinaria de accionistas de Bankinter, celebrada el 15 de marzo de 2012, bajo su punto noveno del orden del día, aprobó la revocación del segundo aumento de capital aprobado por la junta general ordinaria de accionistas de 28 de abril de 2011 (HR 157925). Por su parte, la junta general ordinaria de accionistas de CaixaBank, celebrada el 19 de abril de 2012, bajo su punto quinto del orden del día, aprobó la revocación del tercer aumento de capital aprobado por al junta general ordinaria de accionistas de 12 de mayo de 2011 (HR 160205).

concreto se abonara bajo la forma tradicional; bajo la justificación del análisis de las condiciones del mercado o de los elementos que desaconsejaran su ejecución.

El régimen competencial de esta previsión británica se asimilaría más al régimen del primer grupo de sociedades, en tanto que la decisión la adopta el consejo de administración directamente, sin que intervenga la junta general de accionistas, al contrario de lo que sucede en el régimen establecido por las sociedades que conforman el segundo y tercer grupo.

La principal diferencia entre uno y otro régimen radica en el momento temporal de la actuación. De esta manera, en el régimen español estaríamos ante una actuación *ex-ante*, previa a la ejecución del aumento de capital y, por tanto, previa al inicio de la operación de *scrip dividend*. Por el contrario, en Reino Unido, nos encontraríamos ante una actuación *ex-post*, en tanto que el consejo ya ha acordado el ofrecimiento de *scrip dividends* a los accionistas y, por tanto, la operación ya está iniciada, concretamente, se encuentra en el período de formulación de solicitudes.

4.4. *El cálculo del precio de referencia*

En las operaciones de *scrip dividends* españolas la determinación del precio de referencia es un aspecto fundamental de la operación, debido a que, conforme a las fórmulas de cálculo establecidas, es el elemento que sirve de base para determinar los restantes aspectos de la operación. Así, el número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva o el precio al que la sociedad adquirirá los derechos de asignación gratuita en virtud del compromiso de compra que asume, son aspectos cuyo cálculo depende de este precio de referencia. Por este motivo, ha de aplicarse una gran cautela en la forma de cálculo del mismo y, consiguientemente, este precio de referencia debe calcularse de la forma en que se ofrezcan las mayores garantías para los derechos de los accionistas.

En este sentido, para evitar la introducción de posibles modulaciones por parte de las sociedades y, por tanto, para garantizar la integridad del capital social, resulta conveniente que esta fórmula de cálculo se encuentre recogida normativamente, como

sucede en otros regímenes comparados como, por ejemplo, el régimen francés (artículo 232-19 del *Code de Commerce*). De esta manera, se evita que las condiciones de la operación se vean alteradas significativamente como consecuencia de elegir diferentes formas de cálculo.

Sin embargo, en España, como consecuencia de la ausencia de regulación específica para estas operaciones, esta fórmula de cálculo no se encuentra regulada normativamente. Pese a esta ausencia de regulación, sí que existe uniformidad por parte de las distintas sociedades cotizadas que realizan operaciones de *scrip dividends* en la fórmula de cálculo que aplican.

Así, el precio de referencia de la operación se corresponde con la media aritmética de los precios medios ponderados de la acción de la sociedad en las Bolsas de Valores en las que cotiza —generalmente, Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, a través del SIBE— en las cinco sesiones bursátiles anteriores al acuerdo del aumento del consejo de administración de llevar a efecto el aumento de capital («período de referencia»), redondeado a la milésima de euro más cercana y, en caso de la mitad de una milésima de euro, a la milésima de euro inmediatamente superior[277].

De acuerdo con lo expuesto, la fórmula de cálculo de dicho precio de referencia ($PRef$) es:

$$\mathrm{PRef} = \overline{\mathrm{x}}_{5}$$

Expuesta esta fórmula de cálculo del régimen español, resulta conveniente realizar una serie de consideraciones sobre los diferentes aspectos de la misma, principalmente, a la vista de las fórmulas de cálculo de este precio de referencia en los

[277] Aunque el presente estudio se limita al ámbito de las sociedades anónimas cotizadas, también podemos encontrarnos con alguna sociedad no cotizada que ha recurrido a las operaciones de *scrip dividends* para retribuir a sus accionistas como, por ejemplo, Corporación Alimentaria Guissona, S.A. En estos casos, no puede aplicarse la misma fórmula de cálculo del precio de referencia debido, principalmente, a que las acciones de dichas sociedades no cotizan. De esta manera, se utilizan referencias alternativas como por ejemplo, el valor teórico contable (VTC) por acción, según el último balance aprobado por la junta general de accionistas en el momento de adoptarse el acuerdo de ejecución del aumento de capital.

regímenes comparados[278]. En este sentido, haremos referencia al número de sesiones bursátiles utilizadas como referencia, al criterio temporal para la selección de las sesiones, a la cotización de cada sesión que ha de tomarse en consideración y a la posibilidad de aplicar un descuento sobre el precio de referencia.

4.4.1. El número de sesiones de referencia

En lo relativo al número de sesiones bursátiles utilizadas como referencia, la fórmula de cálculo aplicada en el régimen español guarda similitud con la fórmula aplicada en otros regímenes comparados, por ejemplo, el británico, ya que en ambos regímenes, el número de sesiones bursátiles utilizado para el cálculo de este precio es de cinco. Sin embargo, este número de sesiones de referencia difiere de otros regímenes como, por ejemplo, el régimen francés, en el que este número de sesiones bursátiles se eleva hasta veinte.

Sobre este aspecto, la cuestión radica en determinar qué es lo que resulta más apropiado de cara a determinar un precio de referencia para la emisión de las nuevas acciones, si considerar una muestra más amplia o más reducida.

Teóricamente, con un número de sesiones más reducido el precio de referencia se encontrará más cercano a las condiciones del mercado en el momento de su cálculo; mientras que, con un período de referencia más amplio, hay mayor probabilidad de que sucedan eventos corporativos que pudieran alterar los precios de cotización de las acciones. Sin embargo, en la realidad, nada impide que un evento corporativo que afecte al precio de las acciones suceda en el período inmediatamente anterior al cálculo del precio de referencia. Por este motivo, entendemos que una muestra más amplia resulta más representativa y permite eliminar estas posibles alteraciones en el precio de cotización, por lo que resulta más adecuado el número de sesiones para el

[278] En el caso de las operaciones de *scrip dividends* de España, el planteamiento de la operación nos hace hablar de «precio de referencia», el cual entendemos que es equivalente al «precio de emisión» de las acciones en la operación francesa y al homónimo «precio de referencia» de las operaciones británicas.

cálculo establecido se amplíe respecto a la fórmula actual, es decir, que sea superior a cinco.

4.4.2. El criterio temporal para determinar las sesiones bursátiles de referencia

Por lo que se refiere al criterio temporal aplicado para seleccionar las sesiones de referencia, en el caso de España, se toma como referencia el acuerdo del consejo de administración por el que se ejecuta el aumento de capital de manera que, para el cálculo del precio de referencia, se utilizan los precios de cotización de las cinco sesiones bursátiles anteriores al referido acuerdo.

Este criterio temporal difiere del utilizado en otros países, como Reino Unido, donde el criterio mayoritario para determinar dichas sesiones es que éstas se inicien en la fecha *ex-dividendo,* de manera que sean la sesión de dicha fecha y las cuatro sesiones siguientes las que se tomen en consideración para efectuar el correspondiente cálculo. Sin embargo, también se admiten otros criterios temporales de determinación, ya que en el régimen británico existe una gran libertad para determinar cuáles son las sesiones bursátiles cuyos precios de cotización se tomarán como referencia. Sin embargo, todos ellos tienen un rasgo común que consiste en que las cinco sesiones tomadas como referencia, han de ser posteriores a la fecha de cotización *ex-dividendo* o, en caso de que sean anteriores, ha de deducirse el importe del dividendo.

Este aspecto no se tiene en cuenta en el régimen español, sin embargo, sí que sucede algo semejante en el régimen francés. Pese a que el criterio temporal aplicado en Francia es el acuerdo de la junta general ordinaria y se toman en consideración los precios de cotización de las veinte sesiones bursátiles anteriores, la propia fórmula de cálculo prevé que, a la media de dichos precios de cotización, ha de deducírsele el importe neto del correspondiente dividendo en efectivo o, en su caso, del dividendo a cuenta. De esta manera, se transforma el precio medio en precio medio *ex-dividendo*.

Esta deducción resulta conveniente para neutralizar el *scrip dividend* y evitar que los accionistas que optan por el pago del dividendo en acciones se vean

penalizados por el dividendo en efectivo recibido por otros accionistas. Por ello, consideramos conveniente tener esta deducción en consideración para la fórmula de cálculo del precio de referencia del régimen jurídico de los *scrip dividends* que proponemos.

Sin embargo, hemos de enlazarla con la consideración anterior, es decir, con el número de sesiones de referencia, de cara a elegir la forma de neutralizar el *scrip dividend* de la manera que resulte más adecuada.

En este sentido, si establecemos que las veinte sesiones que hemos determinado anteriormente han de ser posteriores a la fecha *ex-dividendo,* la operación se alarga innecesariamente ya que, debido a que los accionistas han de conocer el precio de referencia y las restantes condiciones derivadas del mismo antes del inicio del plazo para realizar la solicitud del dividendo en la forma deseada, es necesario que dichas veintes sesiones transcurran antes de comenzar dicho plazo. Si a ello, le adicionamos el plazo que debe establecerse para elegir entre las diferentes opciones, la operación se alarga en exceso.

Por ello, consideramos más práctico neutralizar el *scrip dividend* mediante la deducción del importe neto del dividendo en efectivo y estableciendo el criterio temporal en las sesiones anteriores al acuerdo —bien de la junta general de accionistas o bien del consejo de administración— por el que se ejecuta la operación de *scrip dividends*.

4.4.3. La cotización de cada sesión que se toma como referencia

En relación con la cotización que en cada sesión ha de tomarse como referencia, el régimen español presenta dos aspectos destacables: por un lado, en todos los documentos informativos puestos a disposición de los accionistas con motivo de los aumentos de capital se concreta cuál es el precio que ha de utilizarse para el cálculo del precio de referencia, de los distintos precios que registra un valor a lo largo de una sesión bursátil; por otro lado, ha de destacarse que exista uniformidad entre

todas las sociedades cotizadas que recurren a esta modalidad retributiva, de manera que todas ellas establecen el mismo precio a tomar en consideración.

De esta manera, en España, para el cálculo de este precio de referencia ha de tomarse en consideración el precio medio ponderado de cada sesión bursátil, es decir, el precio medio de las operaciones realizadas durante la sesión bursátil, ponderadas por el número de acciones intervinientes en cada una de ellas.

Sin embargo, en otros regímenes comparados, como Reino Unido o Francia, no se produce tal concreción, lo cual otorga a las sociedades cotizadas la libertad de determinar qué cotización se toma en consideración para el cálculo del precio de emisión de las nuevas acciones[279]. Sin embargo, no consideramos que esta libertad sea un aspecto positivo, ya que la volatilidad a lo largo de las sesiones bursátiles puede ser muy amplia y, por tanto, la diferencia que resulte en el precio de emisión de las acciones, dependiendo de cuál de ellos se elija, no es despreciable y, consiguientemente puede alterar significativamente las condiciones de la operación.

De acuerdo con ellos, consideramos adecuado determinar qué precio de cotización ha de tomarse como referencia y, con ello, evitar las dudas o diferencias que puedan surgir al respecto. A este respecto, consideramos que el precio medio ponderado de la sesión resulta más adecuado frente a otros posibles precios de cotización que podrían tomarse como referencia (precio de apertura, precio de cierre, precio máximo, precio mínimo, etc.).

4.4.4. La aplicación de un descuento sobre el precio de referencia

En España, con carácter general, el precio de referencia se corresponde únicamente con la media aritmética de los precios medios ponderados de cotización de la sociedad en las cinco sesiones bursátiles anteriores al acuerdo de ejecución del aumento de capital. Sin embargo, en otros regímenes como, por ejemplo, en Derecho

[279] En este sentido, entendemos que, en estos regímenes en los que existe libertad para determinar los precios de cotización que se toman como referencia, el criterio que se aplique debe mantenerse para todas las sesiones que formen parte de un mismo cálculo, sin perjuicio de que, si acaso, en la siguiente operación a realizar dicho criterio pueda variar.

francés, la fórmula de cálculo del precio de emisión de las acciones prevista en el *Code de Commerce,* establece la posibilidad de que al precio *ex-dividendo* se le aplique un descuento máximo del 10%.

Resulta cierto que una sociedad española, Iberdrola, ha previsto esta posibilidad en varias ocasiones, pero nunca ha llegado a aplicarla en la práctica[280].

En este sentido, el correspondiente acuerdo de aumento de capital con cargo a reservas de la junta general de accionistas de dicha sociedad ha previsto que el precio de referencia se corresponda con el resultado de aplicarle un descuento de entre el 0% y el 10% a la fórmula general de cálculo de dicho precio. A estos efectos, la sociedad facultaba al consejo de administración para determinar el tipo de descuento concreto a aplicar, dentro de la horquilla acordada (0%-10%), en atención a las condiciones de mercado y al interés social[281]. Sin embargo, en todas las ejecuciones, a la vista de las condiciones de mercado, el consejo de administración ha acordado aplicar un descuento del 0%, esto es, no aplicar descuento alguno[282].

Algunos autores, han planteado la posibilidad de que la aplicación de este descuento sobre el precio de referencia pudiera conculcar dos normas básicas del derecho societario: el principio de igualdad de trato a los accionistas y la prohibición de la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias. Sin embargo, tras un análisis de ambas normas han alcanzado unas conclusiones que compartimos[283].

Así, en primer lugar, respecto a la posible vulneración del principio de igualdad de trato a los accionistas concluyen que, en tanto que a todos los accionistas se les atribuyen los correspondientes derechos de asignación gratuita en proporción a su participación previa en la sociedad, todos tienen la posibilidad de beneficiarse del

[280] Resulta reseñable que la aplicación de este descuento únicamente se preveía a efectos de determinar el número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva. Para determinar el precio del compromiso de compra se tomaba en consideración el supuesto en que el descuento aplicado fuera 0%.

[281] HR 163624, HR 182215 y HR 200685.

[282] HR 167686, HR 177464, HR 187871, HR 195437, HR 204362 y HR 212522.

[283] FERNÁNDEZ, DE MIGUEL y TORTUERO, «Scrip dividends in Spain…», *cit*., pág. 183.

descuento aplicado sobre el precio de referencia mediante la suscripción de nuevas acciones. Si, en su lugar, deciden recibir el dividendo en efectivo, renuncian de manera libre y voluntaria a beneficiarse de tal descuento.

En segundo lugar, en relación con el posible incumplimiento de la prohibición de la asistencia financiera para la adquisición de las acciones propias, hemos de tener en cuenta que la finalidad de dicha prohibición es evitar pérdidas reales o potenciales en los activos de la compañía para el beneficio de terceros. Sin embargo, mediante la aplicación de este descuento sobre el precio de referencia de las operaciones de *scrip dividends*, se mejora el atractivo de la recepción de acciones en pago del dividendo, lo cual no redunda en beneficio de terceros, sino en beneficio de la propia sociedad [284].

Consecuentemente, consideramos acertada la aplicación de este descuento sobre el precio de referencia, ya que hace más atractivas las nuevas acciones frente a aquéllas que ya se encuentran en circulación y que podrían adquirirse en el mercado con el dividendo cobrado en efectivo[285]. Asimismo, la aplicación de este descuento

---

[284] Sobre la licitud de este descuento sobre el precio de las acciones, pero en relación con la operación de reinversión de dividendos, *vid*. PAZ-ARES, «La llamada "reinversión…», *cit*., págs. 10083 y ss.

La opinión contraria la mantiene SÁNCHEZ ANDRÉS, A. («Principios, casos y conceptos en materia de derecho de asignación gratuita de acciones», en AA. VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea*. *Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Ed. Civitas, Madrid, 1991, págs. 898-899; «Acotaciones a una doctrina reciente…», *cit*., págs. 4747-4756 y 4760) quien afirma que "El descuento sobre el precio de mercado, en ocasión de la compra por tercero de acciones propias de la sociedad que lo concede, ya sea la vendedora esa misma sociedad ya sean otras personas ajenas las que venden, es técnicamente asistencia financiera y además legalmente prohibida en todos los casos, excepto si forma parte de programas de auxilio para la adquisición de acciones propias por el personal de la empresa". En el mismo sentido, VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico*…, *cit*., págs. 172 y 485, nota 64; VALPUESTA GASTAMINZA, *Comentarios a la Ley*…, *cit*., pág. 770.

Por su parte, en opinión de FERNÁNDEZ DEL POZO, L. («Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 LSA)», *RdS*, 3, 1994, págs. 169-189, pág. 183-184) "no es discutible que el descuento sea «asistencia financiera»: una atribución patrimonial de la sociedad a los socios. Lo que se discute es si estamos ante la asistencia financiera prohibida del artículo 81 LSA [actual artículo 150 LSC]". En este sentido, concluye que si la operación, incluido el descuento sobre el precio de las acciones, se sanciona por la junta general de accionistas no podemos considerarla incluida en la asistencia financiera legalmente prohibida.

[285] Sobre esta finalidad de favorecer y beneficiar a los accionistas, concediéndoles la opción de adquirir las nuevas acciones a un precio notoriamente reducido, *vid*., GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., *Sociedades cotizadas*. *Aumentos de capital y derecho de suscripción preferente*. *Una consideración económica*, Ed. Thomson-Civitas, Madrid, 2003, págs. 131-133.

puede resultar un mecanismo de protección al accionista frente a descensos significativos en la cotización de las acciones ya que, al reducir el precio de emisión de las acciones, se está dando un margen de bajada más amplio a la cotización de éstas y se permite que, aunque su precio de mercado descienda, se continúen suscribiendo las nuevas acciones en el marco de la operación de *scrip dividend* en condiciones favorables para el accionista[286].

4.5. *La ejecución por el consejo de administración en virtud de la delegación*

La junta general de accionistas, haciendo uso de la posibilidad establecida en el artículo 297 apartado 1 letra a) LSC, delega en el consejo de administración, con expresa facultad de sustitución en la comisión ejecutiva, la facultad de señalar la fecha de ejecución del aumento de capital y de fijar las condiciones del aumento de capital en todo lo no previsto en el acuerdo de la junta.

En relación con el texto del referido artículo, consideramos conveniente realizar una reflexión. El texto de la letra a) del apartado 1 artículo 297 LSC hace referencia a aumentar el capital social en la «cifra acordada», pero sin embargo el acuerdo de la junta general de accionistas no ha acordado esta cifra en la que el capital social deba ampliarse. Esta falta de determinación por parte de la junta general obedece a la propia operativa de las operaciones de *scrip dividends*. En estas operaciones no resulta posible acordar la cifra del acuerdo hasta que no se hayan realizado las correspondientes elecciones por los accionistas[287]. Sin embargo, en la fijación del importe del aumento de capital social no hay margen de discrecionalidad

[286] En el mismo sentido, FERNÁNDEZ, DE MIGUEL y TORTUERO, «Scrip dividends in Spain…», *cit*., pág. 183.

[287] Ante la imposibilidad de acordar la cifra del acuerdo hasta que no se hayan realizado las correspondientes elecciones por los accionistas, se plantearon otras opciones como el aumento de capital «de máximo», es decir, que la junta general adoptase un aumento de capital por un importe lo suficientemente elevado como para cubrir el resultado de la operación cualesquiera que fueran las condiciones en el momento de la ejecución, o la posibilidad de recurrir a la figura del «capital autorizado liberado». Sin embargo, ambas opciones tuvieron que desecharse por no resultar admisible en Derecho español. *Vid*. FERRADA y SAN MIGUEL, «Programa de retribución flexible…»,*cit*., págs. 732-735.

del órgano de administración, sino que se trata de una cuantía determinable conforme a la fórmula recogida en el acuerdo de la junta general de accionistas, es decir, con arreglo a criterios objetivos. Por este motivo, debe realizarse una interpretación amplia del término «cifra acordada» a que hace referencia esta letra del artículo 297 LSC y admitir que concretar dicha cifra no significa decidirla[288].

Establecido lo anterior, los aspectos sobre los que deberá pronunciarse el consejo de administración, mediante acuerdo expreso, son:

a) La fijación de la fecha concreta de ejecución de los acuerdos de aumento de capital, la cual debe encontrarse dentro del año siguiente a la adopción del acuerdo por la junta general de accionistas, así como la fijación del resto de fechas relevantes para la operación.

Las sociedades suelen hacer coincidir esta fecha de ejecución de los correspondientes aumentos de capital con la fecha en la que tradicionalmente venía efectuando el pago de dividendos[289].

En este sentido, habitualmente, el consejo de administración suele aprobar el denominado «Calendario de la Ejecución» (*Vid*. Tabla 4) recogiendo las principales fechas de la operación, las cuales suelen hacerse coincidir con las fechas en las que tradicionalmente la sociedad venía efectuando el reparto de dividendos, ya que las operaciones de *scrip dividends* pueden sustituir a todos los tipos de dividendos (a cuenta, complementarios o únicos). Estas fechas se publican mediante hecho relevante a la CNMV y suelen ser orientativas, de manera que su incumplimiento no genera responsabilidad para la sociedad, salvo dolo o mala fe[290]. No obstante, entendemos

[288] *Vid*. en este sentido IRIBARREN, «Los dividendos electivos…», *cit*., págs. 159-161.

[289] Como hemos analizado en el Capítulo I, con carácter general, la incorporación de esta fórmula retributiva a la política de retribución al accionista de las sociedades cotizadas, no ha alterado la periodicidad previa en el pago del dividendo de las sociedades. Únicamente se ha producido una alteración de esta periodicidad en la sociedad Acerinox, que pasó de realizar tres pagos anuales en efectivo a un pago único a través del sistema de *scrip dividends (Vid*. *supra* Cap. I, § Conclusiones preliminares, V).

[290] GARCÍA GARCÍA, «Aspectos prácticos…», *cit*., pág. 171.

que en caso de que, por cualquier motivo, se modifique el calendario inicialmente publicado, deberá publicarse un hecho relevante rectificativo con las nuevas fechas de la operación.

b) La determinación de la duración del «período de solicitud del dividendo en efectivo» (el período durante el cual los accionistas pueden solicitar su retribución en efectivo) y del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» (el período durante el cual los accionistas pueden negociar libremente sus derechos de asignación gratuita), los cuales se iniciarán el día inmediatamente posterior a la *record date*.

Sobre la duración de estos plazos, resulta necesario realizar las siguientes reflexiones.

Para la duración del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita», en virtud de lo dispuesto en el artículo 503 LSC, las sociedades, habitualmente, establecen en quince días la duración de este período que, en cierta manera, marca el tiempo de la operación[291]. Sin embargo, a falta de regulación específica en la materia y, ante la ausencia de operaciones o figuras semejantes cuyo régimen pudiera aplicarse por analogía *ex* artículo 4 apartado 1 CC, las sociedades podrían establecer libremente la duración del «período de solicitud del dividendo en efectivo», con los límites marcado por los tiempos de la operación.

En este sentido, si bien no existe uniformidad en la duración concreta de este plazo —pues en unas sociedades es más extenso que en otras, estando la duración media en torno a diez días naturales—, sí que existe uniformidad en el hecho de que,

[291] Aunque no constituya nuestro objeto de estudio, consideramos oportuno hacer referencia a que, cuando nos encontremos ante ejecuciones de operaciones de *scrip dividends* por sociedades no cotizadas, la duración de este «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» se amplía a un mes, ya que resulta de aplicación el apartado 2 del artículo 305 LSC.

en todas las operaciones de *scrip dividends* españolas, este plazo es menor al «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» en el mercado secundario[292].

Verdaderamente, no encontramos un motivo jurídico por el que la duración de uno y de otro período —el «período de solicitud del dividendo en efectivo» y el «período de negociación de los derechos de asignación gratuita»— no son coincidentes, es más, consideramos que la duración del período para poder elegir entre cualquiera de las opciones presentadas al accionista debería ser la misma. De lo contrario, es decir, al establecer distintos plazos de duración para las distintas opciones, se generan situaciones de desigualdad entre los accionistas, las cuales contravendrían el artículo 97 LSC, es decir, sobre el principio de igualdad de trato de los accionistas[293].

En concreto, se crearía una situación de gravamen hacia los accionistas que desean recibir su dividendo en efectivo aceptando el compromiso de compra de la sociedad, ya que se les concede un plazo más reducido a tal efecto. Ello conlleva que una vez vencido dicho plazo, para poder obtener un importe en efectivo, tendrían que acudir a la venta de sus derechos de asignación gratuita en el mercado, asumiendo posible bajadas en el precio de cotización de éstos y teniendo que abonar los gastos y

---

[292] Así se recoge expresamente en la información contenida en los documentos informativos hechos públicos con ocasión de cada ejecución de aumento de capital mediante la siguiente previsión: *"El compromiso de compra estará vigente y podrá ser aceptado por los accionistas durante el plazo, dentro del período de negociación de los derechos, que se determine por el consejo de administración (...)".*

En todo caso, para actuar en sintonía con el mercado, guardaría mejor lógica que fuera el «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» el que presentara una duración menor, para evitar que las posibles fluctuaciones a la baja en el precio de las acciones hagan resultar a la operación ineficiente. *Vid*. una reflexión en este sentido, en MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA GARCÍA DE DUEÑAS, A., *El aumento de capital de la sociedad cotizada,* Ed. Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2006, pág. 45.

[293] *Vid*. sobre este principio, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. («La igualdad de trato a los accionistas ¿un principio general?», *RdS*, 35, 2010, págs. 19-32, pág. 25) quien afirma que "La idea fundamental no es la de la proscripción de un trato desigual a los accionistas, sino la de la falta de una causa o fundamentación a ese trato dispar. El principio de igualdad de trato implica una prohibición de la arbitrariedad societaria". Como ya hemos apuntado no existe un motivo jurídico que justifique la distinta duración del «período de solicitud del dividendo en efectivo» y del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita». Esta distinción únicamente podría estar fundamentada en favorecer la aceptación de la operación, lo cual no consideramos una causa o fundamentación para establecer dicha disparidad de trato.

comisiones que les fueran repercutidos en concepto de la transmisión de dichos derechos.

Asimismo, consideramos relevante que las sociedades no establezcan un «período para la suscripción de nuevas acciones». Ante la ausencia del mismo, entendemos que éste se corresponde con el «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» y no con el período otorgado para la solicitud del dividendo en efectivo. Los motivos para esta consideración serían los siguientes:

En primer lugar, para no dar un trato diferente a los titulares de derechos de asignación gratuita originarios respecto a los que han adquirido los derechos en el mercado secundario. Si un tercero que adquiere los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario el último día del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» puede suscribir nuevas acciones, también las podrá suscribir en ese momento el titular originario.

En segundo lugar, porque si consideráramos que el «período para la suscripción de nuevas acciones» tuviera la misma duración que el «período de solicitud del dividendo en efectivo» se produciría una situación absurda, ya que una elección de suscripción de nuevas acciones realizada con posterioridad al fin de dicho período resultaría inválida por producirse fuera de plazo, pero la pasividad del accionista para el mismo fin —suscribir acciones de nueva emisión— sí que resultaría válida para conseguirlo.

Todo ello, nos aporta un argumento a favor de que la duración de los períodos para elegir entre las distintas opciones deberían ser la misma.

c) La concreción de las reservas con cargo a las cuales se realizará íntegramente la ejecución del aumento de capital, entre las previstas en el artículo 303 LSC y el importe de las mismas.

d) La aplicación de las fórmulas correspondientes para calcular el precio de referencia, el número de derechos de asignación gratuita para suscribir una acción nueva y el precio del compromiso de compra.

e) La renuncia al número de derechos de asignación gratuita, derivados de las acciones de la autocartera, que resulten necesarios para que el número de acciones a emitir sea un número entero y no una fracción.

f) La declaración del cierre del «período de solicitud de efectivo», la adquisición de los derechos de asignación gratuita objeto del compromiso de compra y la renuncia a las acciones correspondientes a tales derechos, ya que el fundamento de la adquisición de los mismos no era la suscripción de nuevas acciones, sino garantizar el buen éxito de la operación, permitiendo que aquellos accionistas que así lo desearan pudieran cobrar su dividendo en efectivo.

g) La declaración del cierre del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» y del aumento de capital, la fijación del número total de acciones nuevas a emitir y del importe total de la ampliación de capital ($\text{Importe } \Delta k_{\text{total}}$).

h) Dar nueva redacción al artículo de los estatutos sociales correspondiente al capital social.

i) La aprobación del contenido del documento informativo que será remitido a la CNMV con motivo de la ejecución del aumento de capital.

j) La realización de los trámites necesarios para que las acciones sean incluidas en los registros contables y admitidas a negociación en las Bolsas de Valores correspondientes.

k) La realización de todas las actuaciones que resulten convenientes para ejecutar o formalizar el aumento de capital.

5. Las actuaciones ante el supervisor del mercado de valores

Como resulta habitual, las sociedades cotizadas se encuentran sometidas a un régimen de información más estricto, que trata de garantizar el principio de transparencia y pretende reducir las posibles asimetrías informativas [294]. Esta especialidad también resulta de aplicación a las operaciones de *scrip dividends* realizadas por estas sociedades, a mayor abundamiento cuando, las nuevas acciones emitidas en el marco de dichas operaciones, serán admitidas a negociación en las mismas Bolsas de Valores en que vinieran cotizando las acciones antiguas de la sociedad.

Por este motivo, cuando una sociedad cotizada desea realizar operaciones de *scrip dividends*, al margen de los requisitos societarios analizados con anterioridad, ha de cumplir con los requisitos que establece la normativa del mercado de valores, principalmente, los relativos a la información a remitir a la CNMV, *ex* artículo 228 TRLMV.

Con carácter general, a medida que se van adoptando acuerdos necesarios para la ejecución de capital por los distintos órganos sociales —principalmente, la junta general de accionistas y el consejo de administración—, el contenido de dichos acuerdos se va remitiendo a la CNMV como hecho relevante. Sin embargo, la amplitud de los términos en los que el referido artículo 228 TRLMV define la «información relevante» conlleva que las sociedades gocen de cierta flexibilidad y, consiguientemente, las comunicaciones realizadas varíen de unas sociedades a otras[295].

---

[294] *Vid*. sobre el régimen de transparencia propio de las sociedades anónimas cotizadas TAPIA HERMIDA, A.J., *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, Monografía de la RDMV nº 9, Ed. La Ley, Las Rozas, 2012, págs. 95 y ss.

[295] Conforme al artículo 228 apartado 1 TRLMV *"Se considerará información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario"*. Por su parte, la Circular 4/2009, de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante, recoge en su Anexo adjunto una relación no exhaustiva y puramente indicativa de supuestos de información relevante entre los que, a efectos de esta operación, hemos de destacar «convocatorias de Juntas y Asambleas», «acuerdos de

Por su parte, lo que sí que se encuentra debidamente establecido son las actuaciones y las comunicaciones que la sociedad debe realizar con ocasión de la emisión de nuevas acciones que serán admitidas a negociación en un mercado secundario oficial. En este sentido, *a priori*, en la ejecución de un aumento de capital, resultaría obligatorio el registro previo y la publicación de un folleto informativo aprobado por la CNMV, en virtud de lo previsto en el artículo 34 apartado 1 TRLMV. Sin embargo, en el caso de la ampliación de capital con cargo a reservas que sirve de base para las operaciones de *scrip dividends*, nos movemos en el ámbito de las excepciones reglamentarias a la publicación del folleto que, conforme a lo establecido por el apartado 2 del referido artículo 34 TRLMV, pueden establecerse en función de la naturaleza del emisor o de los valores, de la cuantía de la oferta o de la naturaleza o del número de los inversores a los que van destinados.

5.1. *La excepción a la publicación del folleto informativo*

En concreto, el artículo 26 apartado 1 letra e) del RD 1310/2005, de 4 de noviembre, es el que establece la excepción a la publicación del folleto informativo aplicable a estas operaciones.

Pasamos a analizar detalladamente su supuesto de hecho así como los requisitos para su aplicación.

5.1.1. El supuesto de hecho

El supuesto de hecho para poder aplicar esta excepción a la publicación del folleto informativo está constituido, por un lado, por «*la admisión a negociación* (…) *de acciones ofrecidas, asignadas o que vayan a ser asignadas gratuitamente a los accionistas*» y por otro lado, por « *la admisión a negociación* [de acciones

---

modificación del capital social» o «información sobre dividendos». *Vid*. sobre los hechos o circunstancias que pueden constituir hecho relevante, PALÁ LAGUNA, R., «La obligación de información del Consejo a los mercados: Folletos y Hechos Relevantes», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, T. II, Ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, págs. 1292-1316, págs. 1304-1309.

procedentes de] *dividendos pagados en forma de acciones*», los cuales merecen las siguientes consideraciones.

Que en este texto normativo se recojan los «*dividendos pagados en forma de acciones*» cuando el pago del dividendo en acciones es una figura jurídica que, como venimos apuntando de manera reiterada en el presente trabajo, no se encuentra regulada en el ordenamiento jurídico español, nos resulta una cuestión en la que consideramos oportuno detenernos.

A este respecto, entendemos que el uso de esta terminología obedece, principalmente, a que este RD 1310/2005 es el instrumento jurídico de trasposición de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003[296], cuyo artículo 4 apartado 1 letra e) presenta esta misma redacción.

El hecho de que en la normativa europea, concretamente, en esta Directiva 2003/71/CE, se recoja específicamente esta modalidad de pago del dividendo como supuesto diferenciado de los aumentos de capital gratuitos nos aporta un argumento más a favor de la posición que venimos manteniendo en el presente trabajo: la configuración jurídica que se ha otorgado a estas operaciones de *scrip dividends* en España no es la que les corresponde a su naturaleza. Por ello, resulta necesario realizar una modificación de la normativa societaria española para dotarles de una regulación jurídica propia como modalidad de pago del dividendo.

Sin embargo, este artículo resulta igualmente de aplicación a las operaciones de *scrip dividends* españolas conforme a su configuración actual de aumentos de capital con cargo a reservas en tanto que se produce la asignación gratuita de acciones que constituye el primer supuesto de hecho de la excepción recogida en el referido artículo 26 del RD 1310/2005.

[296] En realidad, como se recoge en su Exposición de Motivos, este RD 1310/2005 viene a completar la trasposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2003/71/CE realizada por a través del Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

5.1.2. Los requisitos para la aplicación de la excepción

Expuesto lo anterior, pasamos a analizar los requisitos —concretamente, dos requisitos— que han de cumplirse para que resulte aplicable la excepción a la publicación del folleto.

El primero de estos requisitos consiste en que las acciones emitidas y que, consiguientemente serán admitidas a negociación han de ser de la misma clase que aquellas acciones de la sociedad que ya se encuentran admitidas a negociación en el mismo mercado.

Este requisito resulta de gran importancia en el marco de las operaciones de *scrip dividends* españolas ya que, a falta de una norma que, con carácter general, establezca la clase a la que han de pertenecer las nuevas acciones emitidas, al menos, sí que se establece la clase que deben tener las nuevas acciones para poder simplificar el procedimiento de admisión a negociación mediante la exención de publicar el folleto informativo.

El segundo de estos requisitos consiste en que se ponga a disposición del público un documento que contenga información sobre el número de acciones, la naturaleza de éstas y los motivos y detalles de la oferta. Este documento es la comunicación más relevante en la ejecución de las operaciones de *scrip dividends* que la sociedad debe remitir al supervisor bursátil —la CNMV—, ya que en él deben concretarse todos los aspectos y condiciones de la operación, de manera que permitan al accionista decidir por qué opción se decanta.

Por este motivo, consideramos oportuno analizar su contenido detalladamente.

5.2. *El «documento informativo»*

Como venimos apuntando, para que resulte de aplicación la excepción a la publicación de folleto informativo prevista en el artículo 26 apartado 1 letra e) del RD 1310/2005 en la ejecución del aumento de capital con cargo a reservas, resulta necesario que la sociedad publique un «documento informativo» en el que se contenga

determinada información. Este documento será puesto a disposición del público mediante hecho relevante comunicado a la CNMV.

La normativa bursátil no concreta el contenido específico que ha de tener dicho documento, ya que únicamente hace referencia, con cierta generalidad, a que resulta necesario que dicho documento "*contenga información sobre el número y la naturaleza de las acciones y los motivos y detalles de la oferta*". Debido a ello, para determinar la información que ha de contener este documento, debemos remitirnos a fuentes extra-normativas.

Así, por ejemplo, podemos remitirnos a la *Guía para la verificación de operaciones de renta variable* elaborada por la Dirección General de Mercados de la CNMV, la cual tiene como única finalidad orientar a los emisores sobre cómo cumplir la normativa comunitaria y nacional en materia de ofertas públicas de venta de valores y de admisión a negociación.

En esta guía nos encontramos con la información que debe contener el «documento equivalente» (según terminología de la CNMV), esto es, el documento elaborado por la sociedad emisora con información que la CNMV considere equivalente a la del folleto, teniendo en cuenta los requisitos de la normativa comunitaria, para que resulte de aplicación no sólo las excepciones previstas en el artículo 26 del RD 1310/2005, sino también las contenidas en el artículo 41 de dicho texto legal[297].

A estos efectos, debemos preguntarnos si este «documento equivalente» y el que venimos denominando «documento informativo» son el mismo documento.

En una lectura de la totalidad de las excepciones contenidas en el artículo 26 del RD 1310/2005 que nos ocupa, podemos advertir que, si bien en varias de ellas la no publicación del folleto se suple con la publicación de un documento, el texto del

[297] *Guía para la verificación de operaciones de renta variable*, de 23 de diciembre de 2009 (actualizada a 24 de junio de 2011), pág. 3.

Real Decreto no se refiere a todos los documentos por igual, de manera que podemos distinguir dos modalidades de documentos.

La primera modalidad son los documentos a que se refieren las letras c) y d) del apartado 1 en las que se establece como requisito "*que se disponga de un documento que contenga información que la CNMV considere equivalente a la del folleto, teniendo en cuenta los requisitos exigidos en la legislación de la Unión Europea*".

La segunda modalidad de documentos son aquellos a los que se refiere la propia letra e), objeto de nuestro análisis y la letra f) en los cuales resulta necesario que contengan "*información sobre el número y la naturaleza de las acciones y los motivos y detalles de la oferta*".

Conforme a lo expuesto y teniendo en cuenta no sólo la denominación, sino también la descripción contenida en la propia guía del supervisor bursátil, podemos concluir que el «documento equivalente» en cuyo contenido orienta dicha guía es el documento a que hacen referencia las letras c) y d) del artículo 26 apartado 1 del RD 1310/2005 y, por tanto, no se corresponde con el documento al que se refiere nuestra letra e).

A mayor abundamiento, si analizamos la práctica societaria alcanzamos la misma conclusión. El contenido de los documentos informativos remitidos a la CNMV por las sociedades con ocasión de las operaciones de *scrip dividends* no se corresponde con el contenido establecido en la guía de la CNMV para el «documento equivalente». Sin embargo, estos documentos han sido aprobados por la CNMV por lo que la conclusión que se alcanza es que «documento equivalente» y «documento informativo» no son equivalentes y, por tanto, el contenido de ambos no ha de corresponderse.

Conforme a ello, a falta de otras fuentes que pudieran determinar el contenido de estos «documentos informativos», podemos afirmar que el contenido de los mismos se ha ido estableciendo por la propia práctica societaria con la aquiescencia de la

CNMV. Algunas sociedades publican únicamente el «documento informativo» en el que consta toda la información relativa a la operación, mientras que otras sociedades publican un documento inicial y, tras la realización de los cálculos correspondientes, publican su correspondiente complemento[298]. Pese a ello, el contenido total de los documentos publicados por las distintas sociedades es bastante uniforme en todas ellas.

A estos efectos, generalmente, los «documentos informativos» publicados con ocasión de las operaciones de *scrip dividends* constan de los siguientes apartados y de la siguiente información:

- El «objeto de la operación», donde se explica que la finalidad de la operación es instrumentar la retribución flexible al accionista y se hace referencia a los principales acuerdos adoptados en el marco de la operación.

- Los «motivos del aumento» en los que suele recogerse una descripción de la retribución flexible y se presentan las distintas opciones que tienen los accionistas.

- Los «detalles de la oferta» los cuales se corresponden, prácticamente en su totalidad con los aspectos delegados por la junta general de accionistas en el consejo de administración. De esta manera, en este apartado se recoge el número de derechos necesarios para suscribir una acción nueva, el número máximo de acciones a emitir, se determina la reserva concreta con cargo a la cual se ejecuta el aumento de capital, se informa del precio del compromiso de compra y se recoge el calendario de la operación —si éste no ha sido previamente publicado también como hecho relevante—.

[298] Así, por ejemplo, Banco Popular, Banco Sabadell, BBVA, CaixaBank, Ferrovial, Gas Natural, Repsol, Telefónica y Faes Farma publican todos los datos relativos a la operación de una sola vez en el correspondiente documento informativo. Por otro lado, Acerinox, ACS, Bankinter, Gamesa, Iberdrola y Almirall publican inicialmente en el documento informativo los criterios de cálculo de los principales aspectos de la operación y posteriormente, los concretan en el correspondiente complemento al documento informativo. Por su parte, Banco Santander comenzó publicando la documento informativo y complemento, pero a partir del año 2012, comunica toda la información relativa a la operación de una sola vez en el correspondiente documento informativo.

Asimismo, se recoge el procedimiento de atribución de los derechos de asignación gratuita, el procedimiento para optar entre las distintas opciones y los gastos y comisiones aplicables a la operación.

- La «naturaleza de las acciones a emitir» en el que se concreta el valor nominal, tipo de emisión y representación de las nuevas acciones, sus derechos, el procedimiento para solicitar la admisión a negociación y qué sucede con las acciones que no hubieran podido ser asignadas por causas no imputables a la sociedad.

- El «régimen fiscal» en donde se contiene una referencia a los principales aspectos de la operación conforme a la normativa del impuesto sobre la renta de las personas físicas, del impuesto de sociedades y del impuesto sobre la renta de no residentes.

5.3. *Las comunicaciones posteriores a la ejecución*

A diferencia de la uniformidad existente en la información que las sociedades publican con carácter previo a la ejecución de las operaciones de *scrip dividends* y, especialmente, en el contenido del «documento informativo», en cuanto a la documentación y la información hecha pública con posterioridad a la ejecución de la operación, existe una mayor disparidad.

De esta manera, algunas sociedades publican un hecho relevante con ocasión de todos los eventos de la operación como, entre otros, la finalización de cada uno de los plazos de la operación, el resultado de la operación, la entrega de las nuevas acciones y/o del abono del importe en efectivo, la admisión a negociación de las nuevas acciones o la inscripción del aumento de capital en el Registro Mercantil. Por el contrario, otras sociedades publican hechos relevantes únicamente con ocasión de algunos de estos eventos o, publican un único hecho relevante comunicando todas o algunas de estas informaciones en conjunto.

Sin embargo, en lo que sí que coinciden todas las sociedades es en hacer público mediante hecho relevante el resultado de la operación, pero no todas las comunicaciones presentan el mismo contenido.

Así, mientras que algunas sociedades informan del resultado de la operación para cada una de las opciones, otras sociedades únicamente informan sobre una de ellas —generalmente, informan del resultado de la opción de recibir el dividendo en efectivo— [299]. Igualmente, mientras que algunas facilitan dicha información en términos de número de derechos de asignación gratuita[300] otras sociedades lo hacen en términos del porcentaje respecto del número total de derechos de asignación gratuita[301], lo cual consideramos que proporciona una información más clara y directa sobre el resultado de la correspondiente información.

Al margen de estas diferencias expuestas, en la información facilitada por las sociedades en relación sobre el resultado de la operación hay un aspecto, común a todas ellas, que merece ser objeto de crítica: las sociedades proporcionan la información relativa al resultado de la operación de *scrip dividend* como si únicamente existieran dos opciones —suscribir nuevas acciones de la sociedad o recibir el importe correspondiente en efectivo—, lo cual no se adecúa a la configuración de la operación en España.

En este sentido, podemos advertir que todas las sociedades únicamente distinguen entre los titulares de derechos de asignación gratuita que han optado por suscribir nuevas acciones y los titulares de derechos de asignación gratuita que han aceptado el compromiso de compra asumido por la sociedad. Consiguientemente, proporcionan la información de forma agregada ya que, aunque las sociedades, en sus registros internos, sí que disponen de esa información, en la información proporcionada al público no distinguen entre los titulares originarios de los derechos

[299] Este es el caso de Acerinox, ACS e Iberdrola.

[300] Banco Santander en su primera operación de *scrip dividends*, Bankinter, Gamesa e Iberdrola.

[301] Acerinox, ACS, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco Santander, BBVA, CaixaBank, Ferrovial, Gas Natura, Repsol, Telefónica, Almirall y Faes Farma.

de asignación gratuita y aquellos titulares que han adquirido los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario.

En este sentido, consideramos que, con la configuración actual de la operación en España resulta esencial facilitar esta información de manera diferenciada ya que, lo contrario, está privando al mercado de una información que reviste un importante interés en tanto que, por ejemplo, permite formularse una idea de la posición de los accionistas respecto a la sociedad o de las condiciones de la operación.

En la mayoría de las sociedades, en tanto que el objeto de su compromiso de compra se limita a los derechos de asignación gratuita atribuidos originariamente, resulta sencillo determinar dónde debe considerar que se incluyen los titulares derivativos de los derechos de asignación gratuita, ya que estos únicamente pueden suscribir nuevas acciones. Sin embargo, en las sociedades que deciden extender el objeto del compromiso de compra a los derechos de asignación gratuita adquiridos en el mercado secundario[302], resulta más complicado situar a los titulares derivativos, ya que éstos pueden estar en cualquiera de las dos opciones, tanto aceptando el compromiso de compra como suscribiendo acciones de nueva emisión de la sociedad.

Sin embargo, aun en el supuesto más general en que únicamente pueda considerárseles que suscriben nuevas acciones, el significado del porcentaje de accionistas que acuden a la ampliación de capital varía dependiendo de si éstos eran accionistas previos de la sociedad o, si por el contrario, los que acuden a la ampliación de capital son aquellos se han convertido en titulares de derechos de asignación gratuita como consecuencia de que los accionistas originarios han decidido vender estos derechos en el mercado secundario.

En el primero de los casos, es decir, cuando los titulares de los derechos de asignación gratuita que acuden a la ampliación de capital son titulares originarios, la confianza de los accionistas en el devenir de la sociedad resulta indudable, puesto que, suscribiendo las nuevas acciones, deciden aumentar su participación en la misma.

[302] En la actualidad, principalmente, Iberdrola.

Sin embargo, en el segundo de los casos, es decir, cuando los derechos de asignación gratuita han sido adquiridos en el mercado secundario, no podemos afirmar que los accionistas tengan tal confianza ya que, en lugar de aumentar su participación, deciden vender sus derechos de asignación gratuita en el mercado secundario y, por tanto, recibir la remuneración en efectivo, lo que tendría una lectura equivalente a los que aceptan el compromiso de compra de la correspondiente sociedad. Si bien, en este último caso, podríamos sacar una lectura en relación con la cotización de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario ya que, si los accionistas han decidido venderlos allí en lugar de aceptar el compromiso de compra de la sociedad, al margen de las posibles implicaciones fiscales, significaría que las condiciones del mercado les resultarían más favorables y atractivas.

Conclusiones preliminares

I. En España, no existe un marco jurídico —ni legal ni estatutario— que resulte de aplicación específica a las operaciones de *scrip dividends*. Consecuentemente, las operaciones de *scrip dividends* son operaciones jurídicamente permitidas, pero no reguladas.

Sin embargo, sí que resulta posible establecer —tanto legal como estatutariamente— modalidades de pago del dividendo distintas al pago del dividendo en efectivo, entre ellas, el pago del dividendo en (nuevas) acciones, siempre que se presente como una opción al accionista y se adopten las debidas cautelas para evitar que dicha forma de pago del dividendo contravenga importantes principios societarios.

II. Las operaciones de *scrip dividends* en España, en la actualidad, se configuran jurídicamente recurriendo a dos operaciones societarias clásicas: la distribución de dividendos y el aumento de capital con cargo a reservas.

Estas dos operaciones no se suceden en el tiempo ni se ejecutan de manera simultánea, sino que ambas se coordinan para obtener el resultado deseado, es decir, se interrelacionan de manera que se permita al accionista elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones.

III. Pese a la interrelación ordenada entre las referidas operaciones, el aumento de capital con cargo a reservas es el que puede considerarse como «operación base», en tanto que son los derechos de asignación gratuita que se atribuyen a los accionistas en su ejecución, los que permiten a los accionistas elegir entre recibir el dividendo en efectivo o recibirlo en acciones, según la opción que más se adecúe a sus preferencias.

Así, a los accionistas se les presentan las mismas opciones que en los aumentos de capital con cargo a reservas «puros» —ejercitar sus derechos de asignación gratuita suscribiendo acciones de nueva emisión de la sociedad o vender dichos derechos en el mercado secundario obteniendo el importe correspondiente—, pero además se

introduce una especialidad en la operación para permitir que el accionista que así lo desee reciba su dividendo en efectivo como una remuneración directa de la sociedad.

IV. La especialidad de estas operaciones de *scrip dividends* en España frente a las operaciones de aumento de capital con cargo a reservas «puras» consiste en que la sociedad asume un compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita. En virtud de este compromiso, la sociedad adquiere los derechos de asignación gratuita de los accionistas que así lo deseen, a un precio prefijado.

V. Actualmente, la competencia para aprobar las operaciones de *scrip dividends* en España y, concretamente, los aumentos de capital con cargo a reservas que les sirven de base, no puede circunscribirse a ninguna clase de junta general de accionistas en tanto que la LSC no recoge ninguna exclusividad para la aprobación de estas operaciones.

Sin embargo, en tanto que proponemos la configuración de estas operaciones como una modalidad de pago del dividendo, en este caso sí que habría que circunscribir la competencia para su aprobación únicamente a la junta general de accionistas encargada de resolver sobre la aplicación del resultado, es decir, la junta general ordinaria.

VI. Las dos operaciones que configuran estas operaciones de *scrip dividends* en España deben aprobarse con el régimen de quórum y mayoría establecido en la LSC para cada una de ellas. Una solución práctica para evitar las divergencias entre el régimen aplicable a una y otra operación, consistiría en aumentar por vía estatutaria el porcentaje requerido legalmente para aprobar la aplicación del resultado hasta el nivel de la aprobación del aumento de capital.

Sin embargo, ante la construcción de un régimen jurídico específico para estas operaciones, resultaría conveniente que se recoja legalmente —bien de manera expresa o bien por referencia— el régimen de quórum y mayoría que les resultaría de aplicación.

VII. La junta general de accionistas debe aprobar tanto la aplicación del resultado como el aumento de capital con cargo a reservas, aunque no se requiere que sea en la misma junta. El acuerdo de aumento de capital con cargo a reservas debe recoger las bases y los criterios de cálculo de los principales aspectos de la operación, sin perjuicio de que la determinación de muchos de ellos recaiga en el consejo de administración de la sociedad, en virtud de la delegación de competencias realizada a favor de éste.

VIII. Las sociedades cotizadas que recurren a las operaciones de *scrip dividends* recogen una cláusula previendo la posibilidad de «no ejecución». En virtud de esta cláusula, el consejo de administración debe analizar las condiciones en las que se ejecutará la operación para evitar que se lleve a cabo en condiciones desfavorables.

La mayor o menor rigidez en los requisitos para la aplicación de esta cláusula, determina que la aprobación por la junta general de accionistas tenga carácter preceptivo, que sea un trámite meramente informativo o que pueda prescindirse de dicho trámite.

IX. El cálculo del precio de referencia es uno de los principales aspectos de las operaciones de *scrip dividends*. Por este motivo, resultaría conveniente que la fórmula de cálculo de este precio estuviera recogida normativamente de cara a evitar alteraciones en las condiciones de la operación.

Respecto a la fórmula de aplicación para el cálculo del precio de referencia en la actualidad, resulta un aspecto positivo que se concrete la cotización diaria que ha de tomarse a efectos del cálculo en el precio medio ponderado de cada una de las sesiones bursátiles. Sin embargo, sería conveniente realizar algunas modificaciones como aumentar el número de sesiones de referencia o neutralizar el *scrip dividend* mediante la deducción del importe neto del dividendo en efectivo al precio de referencia calculado.

A efectos de incrementar el atractivo de la operación, podría aplicarse un descuento sobre este precio de referencia, lo que al mismo tiempo protegería a la operación frente a bajadas significativas en el precio de cotización de las acciones.

X. La ejecución de la operación corresponde al consejo de administración en virtud de la delegación de facultades efectuada por la junta general de accionistas *ex* artículo 297 apartado 1 letra a) LSC. En este sentido, dicho órgano se limita a fijar la fecha de ejecución de la operación y a concretar las condiciones de la operación en aplicación de las fórmulas aprobadas por la junta general.

XI. En todas las operaciones de *scrip dividends* la duración del «período de solicitud del dividendo en efectivo» es menor a la duración del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» y, consecuentemente, menor a la duración del «período para la suscripción de nuevas acciones», lo cual no consideramos adecuado ya que genera situaciones de desigualdad y de gravamen para los accionistas que deseen recibir su dividendo en efectivo.

Debe establecerse un período único en el que el accionista pueda optar por recibir el dividendo en la forma en que desee.

XII. Como consecuencia del especial régimen de información a que se encuentran sometidas las sociedades anónimas cotizadas, deben de comunicar a la CNMV los hitos importantes de la operación *ex* artículo 228 TRLMV.

Si las acciones emitidas en ejecución del aumento de capital son de la misma clase que las acciones en circulación de la sociedad, ésta queda exonerada de la publicación de un folleto informativo aprobado por la CNMV pero debe publicar un documento informativo que contenga la información relevante de la operación.

XIII. Con posterioridad a la ejecución de la operación las sociedades comunican el resultado de la misma. Sin embargo, resultaría conveniente una mayor uniformidad entre la información publicada por las sociedades que recurren a esta modalidad retributiva.

En este sentido, consideramos conveniente que las sociedades comuniquen el resultado de la operación en términos de porcentaje respecto al número total de los derechos de asignación gratuita para cada una de las opciones, ya que proporciona una información más clara y directa sobre el resultado de la correspondiente información.

Asimismo, al comunicar el resultado de la operación, resultaría conveniente que las sociedades desagreguen los datos y comuniquen los porcentajes diferenciados para cada una de las opciones que se presentan a los accionistas.

Capítulo V

LAS OPCIONES DEL ACCIONISTA EN LAS OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS* EN ESPAÑA

1. Introducción

Como hemos puesto de manifiesto en el capítulo anterior, la configuración final de estas operaciones resulta de la coordinación de dos operaciones independientes, por un lado, la aplicación del resultado, *ex* artículos 273 y siguientes LSC y, por otro lado, un aumento de capital con cargo a reservas, *ex* artículo 303 LSC.

Como consecuencia de esta configuración jurídica, a los accionistas se les presentan como alternativas las mismas opciones que les corresponderían en esas operaciones, en caso de ser ejecutadas cada una de ellas, independientemente.

Así, a las opciones generalmente presentes en una ampliación de capital con cargo a reservas, como son la suscripción de nuevas opciones y/o la venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado, debe añadírseles la opción de trasmitir los derechos de asignación gratuita a la propia sociedad al margen del mercado regulado, que se deriva del compromiso de compra adquirido por ésta, para poder materializar el pago del dividendo en efectivo en sentido estricto.

De esta manera, en España, las opciones que se presentan a los accionistas son[303]:

[303] Es preciso poner de manifiesto que, aunque denominemos estas opciones con ordinales, esta denominación no tiene ninguna transcendencia ni a efectos de preferencia ni en la estructuración de la operación. Con ello se trata, únicamente, de establecer una identificación de las distintas opciones y de otorgar una uniformidad en el tratamiento de las mismas. No obstante, a la primera y segunda opción sí que se les ha otorgado dicho orden debido a que son las dos opciones principales que se plantean a los accionistas en las operaciones de *scrip dividends*, dividendo en acciones o dividendo en efectivo, así como son las opciones presentes en las operaciones de Derecho comparado.

- Primera opción: La suscripción de las nuevas acciones emitidas en el marco de la ampliación de capital.

- Segunda opción: La venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad mediante la aceptación del compromiso irrevocable de compra.

- Tercera opción: La venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario.

- Cuarta opción: La combinación de las opciones anteriores.

En relación con estas opciones, debemos indicar que, desde algún sector de la doctrina, cada una de ellas ha sido considerada como un tipo distinto de remuneración al accionista, de manera que consideran que pueden distinguirse tres modalidades de *scrip dividends*[304]. Sin embargo, entendemos que resulta más apropiado considerar las tres posibilidades como distintas opciones dentro de la propia operación de *scrip dividends*.

Como argumento a favor de considerar las distintas posibilidades como opciones dentro de la operación y no como distintas modalidades de la operación, podemos destacar que estas posibilidades no son posibilidades estancas, sino que pueden combinarse entre sí, a elección del accionista y, consecuentemente, existe lo que podemos considerar una cuarta opción para los accionistas, la de combinación de opciones que, en esta clasificación, no tendría su propia modalidad. De esta manera, el accionista puede ejercitar únicamente una parte de los derechos de asignación gratuita que le corresponden de acuerdo con el número de acciones que posea previamente, y optar por transmitir sus restantes derechos, bien enajenándolos en el mercado, bien

---

[304] *Vid*. en este sentido, GARCÍA COTO, D. (Coord.), *Fórmulas de remuneración al accionista: Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos*, Dirección de Estudios de Bolsas y Mercados Españoles (BME), Madrid, 2013, pág. 13 y págs. 28-40, donde se distingue: Dividendo elección (*scrip dividend*) con suscripción de acciones, Dividendo elección (*scrip dividend*) con venta de derechos en el mercado y Dividendo elección (*scrip dividend*) con venta de derechos a la sociedad.

Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribución%20Accionistas%206.2013.pdf/Fórmulas_de_remuneración_al_accionista__Significado__implicaciones_fiscales__contables_y_ejemplos_.

aceptando al compromiso de compra adquirido por la sociedad y transmitiéndoselos a ésta al precio predeterminado.

Sentado lo anterior, pasamos a analizar jurídicamente cada una de estas opciones enunciadas de manera detallada e individualizada.

2. La suscripción de acciones de nueva emisión

En esta primera opción, el accionista decide ejercitar los derechos de asignación gratuita de su titularidad para recibir su dividendo en acciones y, por tanto, para suscribir acciones de nueva emisión.

Pese a que la finalidad de esta ampliación de capital es materializar el pago del dividendo en acciones, jurídicamente, opera como una ampliación de capital con cargo a reservas del artículo 303 LSC respecto de aquellos accionistas que no han transmitido sus derechos de asignación gratuita y de aquellos terceros que hayan adquirido los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario[305].

De esta manera, en tanto que la ampliación de capital se produce con cargo a reservas, no se genera una modificación cuantitativa en el patrimonio de la sociedad respecto al momento previo a la ampliación, sino únicamente una modificación cualitativa en la estructura de los fondos propios, en la medida en la que se aumenta el capital social y se reducen las reservas en igual cuantía. Así, la sociedad realiza un reforzamiento de sus recursos propios al retener parte de la remuneración al accionista, a cambio de emitir nuevas acciones.

---

[305] Como expondremos al tratar el ámbito objetivo del compromiso de compra de los derechos de adquisición gratuita asumido por la sociedad (*Vid*. *infra* Cap. V, § 3.1), la mayor parte de las sociedades cotizadas españolas que realizan operaciones de *scrip dividends* limitan el objeto de dicho compromiso de compra exclusivamente a los accionistas que han recibido los derechos de asignación gratuita originariamente, es decir, a aquellos accionistas que lo sean en el momento de asignación de los derechos (*record date*) y únicamente en relación con los derechos de asignación gratuita que se les asignen en dicho momento. De esta manera, en tanto que los derechos de asignación gratuita adquiridos en el mercado secundario, generalmente, están excluidos del ámbito de dicho compromiso, la única opción que tienen sus titulares es ejercitarlos y, por tanto, suscribir las acciones de nueva emisión que les correspondan.

Esta ampliación de capital con cargo a reservas, en general, actúa como «operación base» de las operaciones de *scrip dividends* en España y, en particular, permite que los accionistas que así lo desean puedan recibir su dividendo en forma de acciones.

Debido a ello, a continuación analizaremos de qué modalidad de aumento de capital se trata y si resulta la más conveniente, el balance de la operación y la reserva con cargo a la que se realiza el aumento de capital, cómo se calcula el número de derechos de asignación necesarios para recibir una acción nueva, cómo se solucionan los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva [«picos»], su categorización como «opción subsidiaria» y, finalmente, el régimen fiscal que le resulta de aplicación.

2.1. *Modalidad del aumento de capital*

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 295 apartado 1 LSC, podemos distinguir dos modalidades de aumento de capital: por un lado, los aumentos de capital pueden materializarse mediante la emisión de nuevas acciones y, por otro lado, éstos pueden materializarse mediante la elevación del valor nominal de las acciones ya existentes.

En principio, en los aumentos de capital con cargo a reservas, en tanto que no se impone ninguna obligación nueva a los accionistas, podría resultar factible, e incluso, procedente, aplicar la modalidad de materialización del aumento de capital mediante el incremento del valor nominal de las acciones preexistentes[306]. A mayor abundamiento, cuando la ampliación por elevación del valor nominal impide, por su propia naturaleza, ampliar la base subjetiva de la sociedad mediante la entrada de nuevos accionistas[307], lo cual es un defecto del que adolece la actual configuración de las operaciones de *scrip dividends* en España.

---

[306] SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, «Artículo 303…» *cit*., pág. 2245.

[307] CASTELLANO RAMÍREZ, «Artículo 295…», *cit*., pág. 2189.

Sin embargo, conforme a la estructura de los *scrip dividends* y de cara a poder satisfacer de manera eficiente el dividendo en la forma solicitada por los accionistas, resulta más apropiado que el aumento de capital se materialice mediante la emisión de nuevas acciones, tal como se viene haciendo en la práctica.

La adecuación de esta modalidad de aumento de capital a la configuración actual de las operaciones de *scrip dividends* obedece, principalmente, a dos motivos.

En primer lugar, porque tal y como están actualmente configuradas las operaciones de *scrip dividends* españolas, resulta necesaria la existencia de derechos de asignación gratuita para que los accionistas que así lo deseen puedan optar por la venta de los mismos y cobrar el correspondiente importe en efectivo. La existencia de estos derechos es inherente a las ampliaciones de capital por emisión de nuevas acciones, por lo que resulta necesario recurrir a esta modalidad de aumento[308].

En segundo lugar, porque en estas operaciones resulta habitual que no todos los accionistas acudan a la ampliación de capital. Consecuentemente, en estos casos, resulta más factible que aquellos accionistas que acuden al aumento de capital reciban nuevas acciones en lugar de que se aumente el valor nominal de las acciones que ya poseía.

Optar por la modalidad de elevación del valor nominal sería, si acaso, posible en el supuesto en que la sociedad ejecutara una única operación de *scrip dividends*. La consecuencia directa de optar por dicha opción sería la creación de dos series de acciones, estos es, acciones de dos valores nominales distintos, según la opción por la

[308] Algunos autores sí que mantienen la existencia de derechos de asignación gratuita en esta modalidad de aumento. *Vid*. por todos, SÁNCHEZ ANDRÉS («Principios, casos y conceptos …», *cit*., pág. 890) quien se refiere a los derechos de asignación gratuita que surgen los aumentos de capital por elevación del valor nominal de las acciones ya existentes como «derecho a la asignación de un valor nominal aumentado», aunque mantiene que no debe extenderse la transmisibilidad autónoma del derecho de asignación gratuita a estos supuestos de elevación del valor nominal de las acciones antiguas. De esta manera, tanto si no se reconoce la existencia de derechos de asignación gratuita como si se reconoce su existencia pero no su transmisibilidad, esta modalidad de aumento de capital por elevación del valor nominal de las acciones existentes no permitiría ejecutar las operaciones de *scrip dividends*, en tanto que para ello resulta necesaria la existencia de derechos de asignación gratuita transmisibles.

hubieran optado los accionistas. Sin embargo, conforme se fueran ejecutando sucesivas operaciones de *scrip dividends*, las acciones de diferentes valores nominales dentro de las de una misma sociedad se multiplicarían, teniendo como único criterio las elecciones realizadas por los accionistas. Todo lo cual es poco práctico y complejo[309].

De esta manera, consideramos adecuado que el aumento de capital sobre la base del cual se estructuran las actuales operaciones de *scrip dividends* en España, se configure en la modalidad de emisión de nuevas acciones. Igualmente, ésta es la modalidad que consideramos más adecuada para la ampliación de capital derivada del *scrip dividend* conforme a su configuración como modalidad de pago del dividendo que proponemos.

2.2. *El balance de la operación y las reservas con cargo a las que se realiza el aumento de capital*

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 295 apartado 2 LSC y en el artículo 303 apartado 2 LSC, cuando el aumento de capital se realiza con cargo a reservas, éstas habrán de figurar en un balance que sirva de base a la operación[310]. Este balance será el último aprobado por la junta general de accionistas y verificado por el

---

[309] DE LA CUESTA RUTE, «El aumento y la reducción …», *cit*., pág. 175 quien pone de manifiesto la problemática que esta situación podría acarrear. También sobre los inconvenientes y la complejidad práctica de esta modalidad de aumento de capital, MARTÍNEZ NADAL, *El aumento de capital*…, *cit*., págs. 398-399.

Uno de los factores de la complejidad derivada de la existencia de distintas series de acciones trae causa del hecho de que, aunque la norma no lo prevea expresamente, la elevación del valor nominal de las acciones antiguas ha de realizarse bajo la salvaguarda del principio de igualdad de trato de los socios. De esta manera, si antes de la ampliación del capital social la sociedad ya tenía acciones con diferentes valores nominales, el principio de igualdad obligará a efectuar el cálculo del incremento de valor para cada serie de manera específica. Sobre esta complicación se ha manifestado SÁNCHEZ ANDRÉS, «Principios, casos y conceptos …», *cit*., pág. 890.

[310] La función del balance en estos aumentos de capital con cargo a reservas es poner de manifiesto la existencia de reservas aptas para tal fin, para asegurar que realmente existen, la cuantía de las mismas, la ausencia de pérdidas sin compensar y demás detalles precisos. *Vid*. ESPÍN GUTIERREZ, C., «La verificación y la aprobación del balance en las variaciones del capital social», *RdS*, 43, 2014, págs. 55-82, págs 69-70; ídem, «La verificación y la aprobación del balance en las variaciones del capital social», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y CAMPUZANO LAGUILLO, A.B. (Coords.), *Estudios jurídicos en memoria del Profesor Emilio Beltrán*. *Liber Amicorum*, T. I, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2015, págs. 789-817, pág. 805.

auditor de cuentas de la sociedad, referido a una fecha comprendida dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo de aumento de capital.

Para determinar cuál es este balance que sirve de base a los aumentos de capital con cargo a reservas a través de los que se materializan estas operaciones de *scrip dividends*, hemos de tener en cuenta la conclusión alcanzada al tratar el órgano competente para su aprobación, es decir, que estos aumentos de capital, aún en el marco de estas operaciones, pueden ser aprobados tanto por juntas generales ordinarias de accionistas como por juntas generales extraordinarias. Consecuentemente, en función de la clase de junta que apruebe el correspondiente aumento de capital, el balance que sirve de base a la operación presentará unas características, que exponemos a continuación.

De esta manera, cuando los aumentos de capital que sirven de base a las operaciones de *scrip dividends* son aprobados por las juntas generales ordinarias de accionistas, el balance que sirve de base a la operación es el balance cerrado a fin del ejercicio anterior, esto es, el balance que —junto a la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto, el estado de flujos de efectivo y la memoria— conforma las cuentas del ejercicio anterior, cuya aprobación compete a dicha junta general ordinaria en virtud del artículo 160 letra a) LSC[311].

Por su parte, cuando los aumentos de capital que sirven de base a las operaciones de *scrip dividends* son aprobados por las juntas generales extraordinarias de accionistas, también resulta de aplicación lo dispuesto en los artículos 295 y 303 LSC, referidos anteriormente. Consecuentemente, resulta igualmente necesario un balance debidamente auditado y aprobado por junta general de accionistas en el que

[311] *Vid*. sobre la competencia de la junta general de accionistas para deliberar y acordar sobre este asunto *ex* artículo 160 letra a) LSC, FERRANDO VILLALBA, Mª L., «Capítulo X. La junta general (I). Consideraciones generales. Competencias», en EMBID IRUJO, J. M. (Dir.), *Derecho de sociedades de capital*. *Estudio de la Ley de sociedades de capital y de la legislación complementaria*, T. I, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2016, págs. 225-242, págs. 231-234; ESTEBAN VELASCO, G., «Artículo 160. Competencia de la junta», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, T. I, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, págs. 1200-1208, pág. 1203.

figuren suficientes reservas con cargo a las cuales emitir las nuevas acciones. De esta manera, dependiendo de la fecha en que se celebre la correspondiente junta general extraordinaria, puede que los balances de cierre del ejercicio anterior aprobados con las cuentas anuales por la última junta general ordinaria celebrada, no queden comprendidos dentro de los seis meses inmediatamente anteriores al acuerdo de aumento del capital que exige el artículo 303 apartado 2 LSC[312]. Por ello, hemos de admitir, y así se admite en la práctica societaria, que el balance que sirve de base para un aumento de capital con cargo a reservas aprobado por una junta general extraordinaria forme parte de los estados financieros intermedios de la sociedad[313]. Este balance, asimismo, deberá someterse a la aprobación de la correspondiente junta general extraordinaria de accionistas en la que se aprueba el aumento de capital.

En relación con las reservas con cargo a la cuales se realiza el aumento de capital, hemos de apuntar que el artículo 303 apartado 1 LSC permite que éstas sean tanto las reservas disponibles, las reservas por prima de emisión de acciones y la reserva legal en la parte que exceda del diez por ciento del capital ya aumentado. Pese a esta amplia variedad de reservas con cargo a las que realizar el aumento de capital, en sus operaciones de *scrip dividends*, con carácter general, las sociedades cotizadas españolas utilizan las reservas de libre disposición[314].

---

[312] Hemos de tener en cuenta que la calificación de la junta general de accionistas como ordinaria o extraordinaria no depende de la fecha de celebración de la misma, sino de las materias a aprobar (artículo 164 apartado 2 y artículo 165 LSC). Consecuentemente, es posible que se celebre una junta general extraordinaria tanto en los seis primeros meses del año como en los seis últimos meses del año.

[313] Los estados financieros intermedios son aquellos que cubre períodos inferiores a un año. De conformidad con la Norma 14º de la Tercera Parte («*Cuentas anuales – Normas de elaboración de las cuentas anuales*») del Plan General de Contabilidad aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre «*Los estados financieros intermedios se presentarán con la forma y los criterios establecidos para las cuentas anuales*».

[314] Las sociedades otorgan diferentes denominaciones a estas reservas de libre disposición en función, principalmente, de su procedencia. Así, por ejemplo, las ampliaciones de capital se realizan con cargo a las cuentas «otras reservas», «reservas voluntarias», «reservas voluntarias procedentes de beneficios no distribuidos» o la «reserva actualización Real Decreto Ley 7/1996», ésta última de libre disposición desde el 31 de diciembre de 2006, en virtud de lo dispuesto en el artículo 5 apartado 9 del propio Real Decreto Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica («(…) *Una vez efectuada la comprobación o transcurrido el plazo para realizar la misma, el saldo de la cuenta podrá destinarse a la eliminación de resultados*

En relación con todo ello, y debido a que, en estas operaciones de *scrip dividends*, el momento de adopción del acuerdo de aumento de capital no coincide con el momento de ejecución del mismo, podemos encontrar algunas sociedades, como Bankinter o CaixaBank, que otorgan instrucciones expresas a sus consejos de administración en el sentido de que, si llegado el momento de la ejecución, no hubiera reservas suficientes, el órgano de administración ha de abstenerse de ejecutarlo. En este sentido, entendemos que estas instrucciones expresas que otorgan estas sociedades a su órgano de administración, no son más que una aplicación concreta de la posibilidad de revocación del acuerdo de aumento de capital —o abstención de ejecutarlo— que establecen, con carácter general, todas las sociedades cotizadas españolas que realizan operaciones de *scrip dividends,* cuando las condiciones del mercado, de la propia sociedad o algún hecho o acontecimiento con trascendencia social o económica lo aconseje[315].

Al margen de lo expuesto, y principalmente, de cara al nuevo régimen jurídico que proponemos para los *scrip dividends* en España, hemos de tener en cuenta que, de conformidad con lo previsto en el artículo 295 apartado 2 LSC, los aumentos de capital con medios propios también pueden realizarse con cargo a los beneficios del último balance aprobado[316].

Consecuentemente, resultará factible que, una vez aprobadas las cuentas anuales y decidida la aplicación del resultado del ejercicio a la distribución de dividendos mediante el ofrecimiento del *scrip dividend* a los accionistas, una parte de dicho resultado sea repartido como dividendo en efectivo *ex* artículo 273 LSC y otra parte sea aplicada a incrementar la cifra del capital social *ex* artículo 295 LSC, de

contables negativos, a la ampliación del capital social o, transcurridos diez años contados a partir de la fecha de cierre del balance en el que se reflejaron las operaciones de actualización, a reservas de libre disposición. (…)»).

[315] Sobre esta posibilidad de «no ejecución» del aumento de capital *vid*. *supra* Cap. IV, § 4.3.

[316] Aunque no resulte habitual traspasar directamente beneficios a capital, pues resulta más habitual que éstos pasen previamente a reservas para ser luego convertidas a capital, dicha posibilidad no debe descartarse. *Vid*. en este sentido, SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, «Artículo 303…», cit., pág. 2241.

conformidad con las elecciones realizadas por los accionistas[317]. Todo ello, sin necesidad de tener que realizar la tediosa operación, más contable que societaria, de traspasar dichos beneficios a reservas, para posteriormente repartirlos a los accionistas como forma de su retribución.

2.3. *El número de derechos de asignación necesarios para recibir una acción nueva*

El número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva (dag) será determinado automáticamente según la proporción existente entre el número de acciones nuevas a emitir y el número existente de acciones en circulación.

De esta manera, la fórmula de cálculo a aplicar para determinar esta relación sería la siguiente:

$$\text{dag} = \frac{\text{Accs en circulación}}{\text{Accs nuevas}_{\text{total}}}$$

Donde:

$Accs\ e\quad circulación$, es el número de acciones de la sociedad en circulación en el momento de la ejecución; y

$Accs\ nuevas_{total}$, es el número total de acciones nuevas a emitir.

---

[317] Sobre este aumento de capital como forma alternativa de pago del dividendo MARTÍN ARESTI, P., *La participación de los socios en los aumentos nominales de capital. Sobre el denominado derecho de asignación gratuita*, Ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pág. 50, considera que no es un aumento de capital con medios propios, sino un aumento de capital oneroso por compensación del crédito —en concepto de dividendo— que ostentan los socios frente a la sociedad. En este sentido, afirma que, cuando como alternativa al dividendo en efectivo se colocan acciones emitidas con motivo de un aumento de capital, este aumento de capital "no podrá ser nunca calificado como un aumento de capital con cargo a reservas (pues al tratarse del dividendo acordado, el contravalor viene constituido por el patrimonio de los socios y no por el de la sociedad) (…) sino como un aumento de capital oneroso realizado por la compensación de los créditos que, en concepto de dividendo, ostentan los socios frente a la sociedad". En el mismo sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, «Principios, casos y conceptos…», *cit*., pág. 899.

En relación con el resultado de la aplicación de esta fórmula, éste se redondeará al número entero inmediatamente superior. De lo contrario se produciría una vulneración de la prohibición de emitir acciones por debajo de la par, establecida por el artículo 59 LSC, en aras al principio de integridad del capital[318].

Realizado el cálculo anterior, puede resultar necesario que, para que el número de acciones nuevas a emitir sea un número entero y no una fracción, la sociedad tenga que renunciar a un número determinado de derechos de asignación gratuita ($\text{dag}_{\text{renunciados}}$). Este número se corresponderá con la diferencia existente entre el número de acciones en circulación y el número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva multiplicado por el número de acciones nuevas.

$$\text{dag}_{\text{renunciados}} = \text{Accs en circulación} - (\text{dag} \cdot \text{Accs nuevas}_{\text{total}})$$

Donde:

$Accs\ en\ circulación$, es el número de acciones de la sociedad en circulación en el momento de la ejecución;

dag, es el número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva; y

$Accs\ nuevas_{total}$, es el número total de acciones nuevas a emitir.

En relación con esta renuncia, debemos aclarar que los derechos objeto de la misma son aquellos derechos atribuidos a la sociedad como consecuencia de las acciones que conforman su autocartera y no aquellos derechos adquiridos por la

[318] GARCÍA GARCÍA, «Aspectos prácticos…», *cit*., pág. 172.

sociedad en virtud del compromiso de compra que asume, ya que esta renuncia es previa a dicha adquisición.

Como ya hemos apuntado con anterioridad en los epígrafes correspondientes al régimen jurídico de la operación, la propuesta de acuerdo de ampliación de capital con cargo a reservas para materializar operaciones de *scrip dividends*, ha de someter a la aprobación de la junta general de accionistas la posibilidad de que la sociedad pueda realizar esta renuncia. Asimismo, la determinación del número concreto de derechos objeto de la renuncia y la ejecución de la misma, suele delegarse en el consejo de administración, que deberá pronunciarse mediante acuerdo expreso sobre este aspecto.

Al hilo de la exposición de esta renuncia, consideramos oportuno referir qué sucede con los restantes derechos de asignación gratuita atribuidos a la sociedad por las acciones que conforman la autocartera.

En este sentido, hemos de tener en cuenta que, en virtud de lo dispuesto en el artículo 148 letra a) *in fine* LSC, el derecho de asignación gratuita queda exceptuado legalmente del estatuto aplicable a la autocartera, de manera que resulta lícita y conforme a Derecho la autosuscripción de acciones en los aumentos de capital con cargo a reservas[319]. Consecuentemente, en este supuesto no opera la prohibición de suscripción originaria de acciones propias recogida en el artículo 134 LSC y, por

[319] En este sentido se ha manifestado la DGRN en su Resolución nº 9950 de 15 de junio de 2012 [RJ\2012\10060] (BOE nº 177, 25 de julio de 2012, págs. 53200-53205, pág. 53204) en la que se afirma que "*la adquisición originaria de acciones liberadas por la propia sociedad es legítima por cuanto inocua desde el punto de vista de la necesaria composición de los intereses en juego que subyacen al régimen restrictivo de la autocartera. El aumento «simplemente» contable (traslado del saldo de la cuenta de reservas a la del capital social) no compromete los derechos de socios o de terceros que la normativa de « negocios sobre las propias acciones» está destinada a tutelar toda vez que el aumento liberado deja en principio inalterado el «statu quo» societario y patrimonial. Por lo demás, sería asistemático permitir un aumento de capital social con elevación del valor nominal de las acciones en autocartera y, por el contrario, prohibir la autosuscripción de acciones liberadas. Así pues, la excepción a la regla de la pérdida por la sociedad de los derechos patrimoniales inherentes a las acciones en autocartera (con el subsiguiente acrecimiento del derecho patrimonial de los demás socios) se refiere en su totalidad al «derecho de asignación gratuita de nuevas acciones» cualquiera que sea la forma de su ejercicio y aunque dicho ejercicio resulte en la adquisición originaria (lícita) de acciones en autocartera*". *Vid*. SULTÁN BENGUIGUI, A., «La adquisición originaria de acciones liberadas por la propia sociedad (a propósito de la resolución de la DGRN de 15 de junio de 2012», *CDC*, 59, 2013, págs. 297-304.

tanto, no resulta necesario la renuncia a estos derechos, ya no existe impedimento legal para que la sociedad suscriba las acciones que le correspondan en virtud de los derechos de asignación gratuita que le han sido atribuidos por las acciones de su autocartera[320].

2.4. *Los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva [«picos»]*

Generalmente, cada accionista es titular de un número distinto de acciones y, correlativamente, de un número distinto de derechos de asignación gratuita. Por ello, resulta poco frecuente que el número de derechos de asignación gratuita que hayan correspondido a un accionista, como consecuencia de su participación previa en la sociedad, sea un múltiplo exacto del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva (dag).

Debido al carácter indivisible de la acción (artículo 90 LSC), resulta imposible que el accionista suscriba fracciones de acciones, y por tanto, siempre tendrá derechos de asignación gratuita «faltantes» o derechos de asignación gratuita «sobrantes». Por ello, hemos de plantearnos las posibilidades con las que cuenta el accionista para solucionar estos «picos», de manera que se le permita suscribir un número entero de acciones.

Algunos autores han propuesto como posible solución a estos desajustes el que, al ejecutar operaciones de *scrip dividends*, se establezca la obligación de las sociedades de designar un «agente de picos» [*odd-lot agent*], esto es una sociedad de valores o entidad de crédito debidamente habilitada que, actuando por cuenta del

[320] La razón de esta excepción es que la aportación patrimonial que sirve de contravalor al aumento de capital no es nueva, sino que ya estaba integrada en el patrimonio social. Consecuentemente, la adquisición originaria de las acciones propias a título gratuito derivada del ejercicio del derecho de asignación gratuita es completamente inocua para los intereses de la sociedad, de los socios y de los acreedores sociales. *Vid*. sobre esta materia, VELASCO SAN PEDRO, L.A., *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 1985, págs. 249 y ss.; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. y PERDICES HUETOS, A., «Adquisición originaria de acciones propias», *Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, 6, 2002, págs. 191-246, pág. 197; VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico*…, *cit*., págs. 273 y 520.

emisor, adquiriera los derechos de asignación gratuita que no den derecho a una acción adicional de cada accionista que haya optado por recibir acciones[321].

Sin embargo, no compartimos esta tesis y consideramos más conveniente encontrar estas soluciones en las propias operaciones de *scrip dividends*, concretamente, en las posibilidades que brinda la transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita[322].

2.4.1. Los derechos de asignación gratuita «faltantes»

Por un lado, respecto a los derechos de asignación gratuita «faltantes», hemos de tener en cuenta que, con carácter general, los documentos informativos publicados por las distintas sociedades cotizadas con ocasión de la ejecución de los aumentos de capital a través de los que se materializan las operaciones de *scrip dividends*, establecen que, durante el período de negociación de los derechos de asignación gratuita, se podrán adquirir en el mercado derechos de asignación gratuita suficientes y en la proporción necesaria para suscribir acciones nuevas. En virtud de esta previsión, nada impide que terceros no accionistas puedan adquirir derechos de asignación gratuita en el mercado secundario[323] y, consecuentemente, suscribir acciones de nueva emisión.

Si trasladamos dicha previsión al ámbito de los antiguos accionistas, hemos de entender que tampoco existe impedimento para que los accionistas que deseen suscribir un número de acciones superior al que le corresponde en función de su

---

[321] GARCÍA GARCÍA, «Aspectos prácticos…», *cit*., pág. 175.

[322] Con carácter general en las operaciones de aumento de capital con medios propios, algunos autores predican la adecuación de esta compra o venta de derechos de asignación gratuita en el mercado como solución a los «picos». *Vid*. por todos SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción …*, *cit*., pág. 275-276; MARTÍNEZ NADAL, *El aumento de capital…*, *cit*., pág. 492; FAYOS FEBRER, «Algunas reflexiones...», *cit*., págs. 181-182.

[323] Como analizaremos detalladamente más adelante (*vid*. *infra* Cap. V, § 4.2), estos derechos de asignación gratuita cotizan en el mismo mercado en el que lo hacen las acciones de las que proceden. Debido a que nos encontramos en el ámbito de las sociedades anónimas cotizadas, este mercado es el Mercado Continuo, concretamente, a través del SIBE.

participación previa en la sociedad adquieran en el mercado secundario los derechos de adquisición gratuita «faltantes».

2.4.2. Los derechos de asignación gratuita «sobrantes»

Por otro lado, en relación con los derechos de asignación gratuita «sobrantes», en el caso de que el accionista opte por la transmisión de éstos, la solución pasa necesariamente por una combinación de opciones, con lo que nos encontraríamos en la que venimos denominando cuarta opción, expresamente prevista en los documentos informativos publicados por las sociedades. De esta manera, debido a que el accionista puede participar en las distintas opciones del *scrip dividend* con un número de derechos inferior a la totalidad de los derechos de asignación gratuita de su titularidad, éste puede transmitir los derechos de asignación gratuita que le sobren —bien en el mercado secundario o bien a la propia sociedad—.

2.4.3. Consideraciones

A la vista de lo expuesto, podemos afirmar que el accionista goza de libertad para, según sus preferencias, adquirir unos derechos de asignación gratuita adicionales, de cara a suscribir el número entero de acciones inmediatamente superior, o para transmitir los derechos que le sobren, si lo que desea es suscribir el número entero de acciones inferior[324].

Sin embargo, si el accionista no ejercita esta libertad que se le concede para adoptar la solución a sus desajustes que más se adecúe a sus necesidades o preferencias, resulta habitual que la solución le venga dada por la propia sociedad, como solución subsidiaria a estos desajustes[325]. La finalidad de esta previsión obedece

[324] Algunas sociedades (*vid*. *ad*. *ex*., CaixaBank, Gamesa, Gas Natural, Iberdrola o Banco Sabadell) en los documentos informativos que publican con ocasión de la ejecución de las ampliaciones de capital para materializar las operaciones de *scrip dividends* exponen a los accionistas, como solución a sus «picos» de acciones, estas opciones que les presenta la propia operación.

[325] Esta solución subsidiaria a los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva la prevén sociedades como Acerinox, ACS, Banco Popular, Ferrovial, Gamesa, Gas Natural, Iberdrola o Banco Sabadell.

tanto al carácter indivisible de la acción como a evitar que el accionista pierda el valor económico intrínseco a dichos derechos.

En este sentido, en los documentos informativos que las sociedades publican con ocasión de cada ejecución de aumento de capital se establece que, si finalizado el plazo de negociación de los derechos de asignación gratuita —en el que el accionista podría haber adoptado libremente la solución que considerara más conveniente—, el número de derechos que posee un titular no le permite suscribir un número entero de acciones, la entidad depositaria de esos derechos podrá vender el número de derechos «sobrantes». Consecuentemente, el accionista percibirá el producto de dicha venta en efectivo, pero ha de tenerse en cuenta que esta venta no deriva del ejercicio de compromiso de compra de los derechos asumido por la sociedad, sino que procede de la transmisión de esos derechos en el mercado como entidad depositaria, por lo que el precio de venta no está garantizado[326].

Expuesto lo anterior, hemos de poner de manifiesto que el régimen español para dar solución a estos desajustes difiere de las soluciones aplicadas en otros ordenamientos jurídicos, como el Reino Unido y Francia, principalmente, en tres aspectos: en la regulación previa de las posibles soluciones a adoptar, en quién ostenta la facultad de decidir qué solución se aplica y, por último, en las soluciones en sí mismas consideradas.

Respecto al primero de estos aspectos, tanto en el régimen británico como en el régimen francés, no se deja libertad al accionista para que decida cómo solucionar estos desajustes, sino que las soluciones a aplicar en estos supuestos se encuentran previamente reguladas. Esta regulación es una necesidad derivada de la prohibición de combinar las distintas opciones y de la imposibilidad de participar en las opciones con

[326] No obstante, esta posibilidad está sujeta a los términos y condiciones del contrato de depósito y administración de valores que se haya suscrito con la entidad depositaria de que se trate o a las instrucciones que el titular de los derechos le haya impartido. Así sucede, con carácter general, en estos supuestos, aunque el aumento de capital con cargo a reservas y, consiguientemente, la atribución de los derechos de asignación gratuita, no se encuentren en el marco de la ejecución de operaciones de *scrip dividends*. *Vid*. MARTÍN ARESTI, *La participación de los socios*…, *cit*., págs. 81-82.

un número de derechos de asignación gratuita inferior a la totalidad de los derechos que resultan de la titularidad de un mismo accionista.

De esta manera, en Reino Unido, las previsiones necesarias para solucionar estas situaciones se recogen en el correspondiente «*scrip dividend article*» de sus estatutos sociales. Por su parte, en Francia, es el propio *Code de Commerce* en su artículo L. 232-19 el que dispone las soluciones que pueden resultar de aplicación a los supuestos en los que el importe al que el accionista tiene derecho en concepto de dividendo no le permita suscribir un número entero de acciones.

En relación con el segundo de los aspectos, en estos regímenes comparados, es la sociedad, y no el accionista, como en el caso español, quien tiene la facultad de decidir qué solución ha de aplicarse.

Así, en el caso del Reino Unido, el consejo de administración de la sociedad, al realizar la propuesta de acuerdo que debe someterse a la aprobación de la junta general de accionistas, debe concretar cuál de las distintas soluciones previstas en la cláusula estatutaria es la que resultará de aplicación a cada *scrip dividend* o, en su caso, a programa de *scrip dividends*. Por su parte, en Francia, es la junta de accionistas la que decide si desea que se aplique la solución general prevista en el *Code de Commerce* o bien la solución alternativa prevista en el mismo texto legal, en cuyo caso deberá hacerlo constar expresamente en el correspondiente acuerdo social.

Finalmente, respecto al tercer aspecto, estos regímenes difieren en las propias soluciones en sí mismas consideradas.

En el caso del Reino Unido, la solución más habitual aplicada por las sociedades británicas, deriva de la propia configuración de la operación en dicho país. Así, la solución a los *fractional entitlements* consiste en que el número de acciones que le corresponde a cada accionista se redondee a la baja y que el importe sobrante se mantenga en depósito en la sociedad para ser incluido en los cálculos correspondientes al siguiente *scrip dividend* incrementando el importe correspondiente al dividendo. En este sentido, entendemos que la posibilidad de que los importes remanentes se

acumulen para el siguiente *scrip dividend* únicamente resulta factible y útil en el marco de los *scrip dividend schemes* británicos, debido a que la elección del accionista perdura en el tiempo.

Esta solución no reviste tal utilidad con la configuración actual de estas operaciones en España, donde no existen programas de *scrip dividends* al estilo británico, sino que el accionista realiza su elección con ocasión de cada dividendo. De esta manera, el remanente que hubiera quedado en depósito en la sociedad en lugar de haberse abonado en efectivo con ocasión de un dividendo concreto, podría tener que ser abonado en efectivo en el *scrip dividend* siguiente, si la opción elegida por el accionista en dicho dividendo fuera recibirlo en efectivo. Asimismo, si la opción elegida por el accionista en el siguiente dividendo fuera recibirlo en acciones, la mecánica compleja de la operativa española en la que no se trabaja con importes de dividendo sino con derechos de asignación gratuita, también complicaría la aplicación dicho remanente a la operación concreta. Consecuentemente, en ambos casos, lejos de simplificar y facilitar la operación, le añadiría un extra de complejidad en el control y seguimiento de dichos importes remanentes.

Por su parte, en Francia la solución consiste en que, con carácter general, el accionista recibirá el número entero de acciones inmediatamente inferior más el abono de la diferencia en efectivo. Excepcionalmente, cuando la junta general ordinaria lo haya aprobado expresamente, el accionista también tendrá la opción de recibir el número de acciones inmediatamente superior, desembolsando la diferencia correspondiente en efectivo.

Desde un punto de vista económico, la solución prevista en el *Code de Commerce* podría identificarse con la solución aplicada en la práctica española, aunque materializada de distinta manera como consecuencia de la inexistencia de derechos de asignación gratuita objeto de negociación en la operación francesa. De esta manera, en ambos mecanismos, para suscribir un número de acciones superior, el accionista debe realizar el desembolso de un importe en efectivo —bien a la sociedad o bien para adquirir los derechos de asignación gratuita «faltantes» en el mercado

secundario —, y para suscribir un número de acciones inferior, el accionista recibe el abono de un importe en efectivo —bien por parte de la sociedad o bien como consecuencia de la transmisión de los derechos de asignación gratuita «sobrantes»—.

De acuerdo con lo expuesto, en el régimen jurídico que proponemos para los *scrip dividends* en España consideramos conveniente que la solución a estos supuestos se encuentre prevista normativamente[327]. En este sentido, consideramos adecuado que la regulación legal recoja dos posibles soluciones —recibir el número entero de acciones inmediatamente inferior más saldo excedente en efectivo o recibir el número entero de acciones inmediatamente superior abonando el importe diferencial en efectivo— y, posteriormente, sea la junta general ordinaria de accionistas la que determine cuál de ellas resulta de aplicación en cada pago.

2.5. *La suscripción de acciones de nueva emisión como «opción subsidiaria»*

En la práctica de las sociedades cotizadas integrantes del índice bursátil Ibex 35, ante la ausencia de regulación legal específica, esta segunda opción, en virtud de la cual el accionista suscribe nuevas acciones de la sociedad, se presenta como la «opción subsidiaria» de las operaciones de *scrip dividends*. De esta manera, a falta de comunicación expresa por parte del accionista acerca de cuál es la opción por la que se decide o, verdaderamente, a falta de comunicación expresa por parte del accionista manifestando su deseo de recibir el dividendo en efectivo, se le aplicará esta opción por defecto y, consecuentemente, el accionista suscribirá acciones de nueva emisión[328].

---

[327] *Vid*. en el mismo sentido, GARCÍA GARCÍA, «Aspectos prácticos…», *cit*., pág. 175.

[328] Así se recoge, de manera general, en los documentos informativos remitidos por cada sociedad a la CNMV con motivo de la ejecución de cada ampliación de capital para instrumentar operaciones de *scrip dividends* mediante previsiones como "*Los accionistas que no comuniquen su decisión recibirán el número de acciones nuevas que les correspondan*" o "*Finalizado el periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita en el mercado, los derechos de asignación gratuita se convertirán automáticamente en acciones de nueva emisión de la sociedad*".

Esta operativa enlaza con las características propias de los derechos de asignación gratuita en los aumentos de capital con cargo a reservas «puros», en los que la atribución de las acciones por parte de la sociedad se produce de manera automática, sin que sea necesario que éste realice ningún tipo de acto o declaración de voluntad expresa para la suscripción de los nuevos títulos que le correspondan[329].

Al margen de lo anterior, hemos de resaltar que esta opción que se establece como subsidiaria en el régimen español difiere de la opción que opera por defecto, tanto en el régimen británico como en el régimen francés, en los cuales la opción que requiere una manifestación de voluntad expresa por parte del accionista es la de recibir el dividendo en acciones. Consecuentemente, tanto en Reino Unido como en Francia, a falta de comunicación expresa por parte del accionista, éste recibirá su dividendo en efectivo.

En principio, la elección de una u otra opción como «opción subsidiaria» podría parecer una cuestión menor. Sin embargo, si tenemos en cuenta que la operación en todos estos países tiene la misma finalidad principal, es decir, el reforzamiento de los fondos propios de la sociedad, podemos concluir que en España, al margen de que esta opción subsidiaria venga dada por la propia configuración jurídica de la operación, hay una mayor preferencia por este reforzamiento, al elegir

[329] SÁNCHEZ ANDRÉS («Principios, casos y conceptos...», *cit*., pág. 894) establece como principios específicos del derecho de asignación gratuita, singularmente, "los principios de *gratuidad*, *exclusividad* y *automatismo* en cuanto al funcionamiento del derecho de asignación gratuita que debe aplicarse *ex* oficio por la propia sociedad". En el mismo sentido, la STS nº 936/2006 (Sala Civil), de 6 de octubre [RJ\2006\6649] en su Fundamento de Derecho Tercero. Sobre el carácter automático de este derecho, *vid*. también SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción…*, *cit*., pág. 274 quien señala que en los aumentos de capital con medios propios "la ley estima que el único interés atendible se identifica con la tutela de los derechos latentes de los socios sobre el patrimonio y les confiere por ello —en lugar de una simple preferencia— un derecho exclusivo y automático a la atribución de nuevas acciones"; VICENT CHULIÁ, *Compendio crítico*…, *cit*., pág. 775 afirma que "no es un derecho potestativo"; MARTÍNEZ NADAL, *El aumento de capital*…, *cit*., pág. 517 sostiene que "en el caso del derecho de asignación gratuita, el significado del silencio del titular del derecho ha de interpretarse a la luz de su fundamento gratuito. (…) Por ello, el silencio del titular del derecho ha de interpretarse no en sentido negativo, sino en sentido positivo. (…) De forma que la inactividad del accionista ha de interpretarse como una asunción tácita de las nuevas fracciones de capital". En el mismo sentido, FAYOS FEBRER, «Algunas reflexiones...», *cit*., págs. 184-185; MARTÍN ARESTI, *La participación de los socios*…, *cit*., págs. 32-33; SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, «Artículo 303…», cit., págs. 2244 y 2246.

como opción subsidiaria la opción que contribuye a este fin (recibir el dividendo en acciones).

Si enlazamos esta característica de las operaciones de *scrip dividends* en España con la gran aceptación que esta forma de remuneración ha tenido entre los accionistas de las sociedades cotizadas que la utilizan, o la han utilizado, en nuestro país y lo comparamos con los datos de aceptación de la operación en Reino Unido y en Francia, nos surge la cuestión de si la alta aceptación de la operación en España verdaderamente responde a una preferencia del accionista por recibir su dividendo en acciones o si, por el contrario, obedece a la pasividad del accionista, tan presente entre el pequeño accionariado en el mercado español, de manera que se han suscrito un elevado número de acciones operando como «opción subsidiaria».

La respuesta a esta cuestión únicamente podremos encontrarla en la práctica, procediendo al cambio de la opción que rige por defecto, para lo que sería necesario un cambio de la configuración jurídica de la operación en el sentido que proponemos, esto es, configurarla como una modalidad de pago del dividendo[330].

La configuración de esta operación como modalidad de pago del dividendo conlleva que deba establecerse como «opción subsidiaria» la recepción del dividendo en efectivo, ya que no puede imponerse al socio la recepción de acciones en pago de su dividendo[331]. Sin embargo, entendemos que, para ello, resultaría adecuado establecer mecanismos para evitar los efectos adversos que dicha opción genera para los accionistas que optan por ella, principalmente, la dilución de su participación previa en la sociedad.

---

[330] Este cambio podría marcar un cambio de tendencia si verdaderamente, la amplia aceptación se deriva de que esta segunda opción opera como subsidiaria. Sin embargo, hemos de tener presente que las elecciones del accionista vienen condicionadas por distintos factores como su preferencia por la liquidez o por el aumento de su participación, la tendencia bursátil de las acciones, la cotización de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario o la fiscalidad aplicable, los cuales pueden variar a lo largo del tiempo. *Vid*. *infra* Cap. V § 6.

[331] *Vid*. por todos, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción*…, *cit*., págs. 118-119.

2.6. *La fiscalidad de la suscripción de acciones de nueva emisión*

La suscripción de nuevas acciones en el marco de las operaciones de *scrip dividends* tendrá la consideración fiscal de entrega de acciones liberadas, tanto a efectos del impuesto sobre la renta de las personas físicas como del impuesto de sociedades, en caso de que nos encontremos ante accionistas personas físicas o personas jurídicas, respectivamente. En este sentido, esta opción se asimila a las ampliaciones de capital con cargo a reservas, cuya naturaleza jurídica comparten estas operaciones. Consecuentemente, esta opción tendrá determinadas ventajas fiscales, debido a que no comportará obtención de renta por parte de los accionistas suscriptores.

En concreto, según lo dispuesto, *a sensu contrario*, en el artículo 25 apartado 1 letra b) LIRPF, la entrega de acciones liberadas no tiene la consideración de rendimientos del capital mobiliario y, conforme a ello, no está sometida a retención fiscal sino que, los efectos tributarios derivados de la suscripción de estas nuevas acciones, no se produce hasta que el accionista proceda a su enajenación, en cuyo caso deberá integrarlas en la base imponible del ahorro, con independencia de que se produzca una ganancia o una pérdida patrimonial.

Con este objetivo, a efectos de tributación, se considera que las acciones nuevas recibidas en pago del *scrip dividend* tienen la misma antigüedad que las acciones que otorgaron los derechos de asignación gratuita[332]. De esta manera, el valor de adquisición será idéntico, tanto para las acciones antiguas como para las acciones nuevas, y resultará de repartir el coste total entre el número final de título, tanto de las acciones nuevas recibidas en la operación de *scrip dividends* como de las acciones de las que procedan los derechos de asignación gratuita. Asimismo, la antigüedad de las acciones recibidas, es decir, la fecha de adquisición a efectos fiscales, será la que corresponda a las acciones de las cuales procedan.

[332] En este sentido, GARCÍA GARCÍA («Aspectos prácticos…», *cit*., pág.185) considera que esta asimilación en la antigüedad de unas y otras acciones resulta lógica debido a que ésta sería la conclusión alcanzada si el aumento de capital se hubiera realizado por elevación del valor nominal de las acciones ya existente, permitido en virtud del artículo 295 apartado 1 LSC.

De esta manera, es en el momento de enajenación de las correspondientes acciones cuando éstas se ven sometidas a gravamen, principalmente, derivado de que las eventuales plusvalías serán superiores debido a que el precio unitario de adquisición se ha visto reducido en relación con el realmente abonado (es el mismo coste total de adquisición inicial, pero repartido entre un mayor número de acciones).

3. La venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad mediante la aceptación del compromiso irrevocable de compra

El accionista que se decanta por esta segunda opción, vende sus derechos de asignación gratuita a la sociedad y, como contraprestación a dicha transmisión, la sociedad le abona un importe en efectivo cuya cuantía ha sido previamente fijada en aplicación de las fórmulas aprobadas por la junta general de accionistas.

Doctrinalmente, y también en la práctica societaria, esta opción por la cual el accionista vende sus derechos de asignación gratuita a la sociedad en virtud del compromiso de compra adquirido por ésta, es la opción que, se considera como equivalente al tradicional dividendo en efectivo, no sólo porque el resultado en ambos supuestos es el mismo —el accionista, como remuneración a su participación social, recibe un importe en efectivo desembolsado por la sociedad—, sino porque, como veremos, muchos de sus aspectos apuntan en este sentido.

Sin embargo, no debemos pasar por alto que hay una diferencia fundamental entre ambos supuestos, ya que mediante esta opción del *scrip dividend* se produce un efecto adverso para los accionistas que no está presente en los pagos del tradicional dividendo en efectivo: la dilución. Por ello, hemos considerado conveniente, al hilo de su análisis, realizar propuestas para eliminar, o al menos mitigar, este efecto y, de esta manera, proteger a los accionistas que se decantan por esta opción de vender sus derechos de asignación gratuita a la sociedad.

Asimismo, debemos tener en cuenta que, como consecuencia de la mecánica propia de las operaciones de *scrip dividends* en España, la recepción por los

accionistas del correspondiente importe en efectivo mediante la elección de esta opción en el marco de las operaciones de *scrip dividends*, no se configura como un pago tradicional de dividendo, sino que se configura como una compraventa de derechos de asignación gratuita entre la sociedad y los accionistas que así lo desean.

Para realizar esta compraventa, con ocasión de la ejecución de cada aumento de capital, la sociedad asume un compromiso irrevocable de compra de estos derechos a un precio preestablecido para cada derecho de asignación gratuita. De esta manera, los accionistas tienen garantizada la posibilidad de vender sus derechos a la sociedad y, consecuentemente, recibir el importe en efectivo que corresponda conforme al número de derechos vendidos. Este compromiso de compra de derechos asumido por la sociedad, constituye la especialidad de las operaciones de *scrip dividends* frente a los aumentos de capital con cargo a reservas «puros» del artículo 303 LSC, en los que la sociedad no asume un compromiso de compra en tal sentido.

En la práctica, en las operaciones de *scrip dividends*, la existencia de este compromiso de compra por parte de la sociedad es esencial, pues es el mecanismo que, *de facto*, permite al accionista recibir su dividendo en efectivo como remuneración directa de la sociedad. Aunque en los aumentos de capital con cargo a reservas el accionista siempre tiene la opción de recibir un importe en efectivo como consecuencia de la venta de sus derechos de asignación gratuita en el mercado secundario, este importe no proviene de la sociedad y, por ello, no podría considerarse equivalente al dividendo tradicional.

Consecuentemente, este compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita asumido por la sociedad, tiene gran relevancia en las operaciones de *scrip dividends* en España, en tanto que permite que se materialice un pago del dividendo en efectivo equivalente al dividendo tradicional. Por este motivo, consideramos conveniente analizar esta segunda opción tomando como eje central dicho compromiso de compra y analizando detalladamente sus diferentes aspectos.

Para ello, analizaremos el ámbito objetivo de este compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad, el precio al que la sociedad adquiere los derechos de asignación gratuita a consecuencia de dicho compromiso, la cuenta que sirve de contrapartida al compromiso de compra, la forma de aceptación del compromiso por los accionistas, los efectos, tanto favorables como adversos, que genera la aceptación de dicho compromiso, los mecanismos para eliminar éstos últimos y, finalmente, el régimen fiscal que resulta de aplicación a esta opción.

En este análisis pretendemos determinar si la diferente configuración jurídica de ambas operaciones —el pago del dividendo *stricto sensu* y la compra de derechos de asignación gratuita— verdaderamente conlleva que sus aspectos principales y sus efectos sean distintos y por tanto, no puedan considerarse equivalentes o si, por el contrario, ambas operaciones coinciden en aspectos esenciales, lo que nos aportará más argumentos para apoyar nuestra idea de que la adquisición de los derechos de asignación gratuita por la sociedad, pese a su diferente configuración práctica, tiene la misma naturaleza que el pago de dividendo en efectivo.

3.1. *El ámbito objetivo del compromiso irrevocable de compra de derechos asumido por la sociedad*

Grosso modo, el objeto del compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad lo constituyen los derechos de asignación gratuita entregados a sus accionistas en el marco de la ejecución del aumento de capital social con cargo a reservas, a través del cual se materializa cada operación de *scrip dividends*.

Sin embargo, como consecuencia de la transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario *ex* artículo 306 LSC, estos derechos pueden cambiar de titularidad, máxime, cuando en el marco de las operaciones de *scrip dividends* españolas la tercera opción que tiene el accionista es obtener un importe en efectivo derivado de la transmisión de esos derechos en el mercado secundario y, a estos efectos, en las condiciones de la operación se establece un período de tiempo específico para su negociación.

Debido a ello, puede producirse la situación de que, llegado el momento de aceptación o no del compromiso de compra asumido por la sociedad, el titular del derecho no sea aquel a quien se le asignó originariamente, sino que sea un titular derivativo del mismo, lo cual, podría desvirtuar la finalidad de retribución al accionista de esta operación.

Este hecho no ha sido pasado por alto por las sociedades cotizadas españolas que ofrecen *scrip dividends*, sin embargo, no todas ellas han optado por establecer la misma solución. La principal distinción entre las soluciones adoptadas por estas sociedades radica en establecer o no la legitimación de un titular derivativo de un derecho de asignación gratuita para poder aceptar este compromiso de compra asumido por la sociedad en el marco de las operaciones de *scrip dividends*. Dicho en otras palabras: la diferencia entre las distintas sociedades reside en si los derechos de asignación gratuita de titularidad derivativa quedan incluidos o no en el objeto del compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad en el marco de las operaciones de *scrip dividends*.

De esta manera, podemos distinguir dos grupos de sociedades en relación con este objeto del compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita asumido por la sociedad.

3.1.1. La limitación del objeto del compromiso de compra

El primer grupo lo conforman aquellas sociedades en las que el compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita se limita exclusivamente a los accionistas que los han recibido originariamente, es decir, a aquellos accionistas que lo sean en el momento de asignación de los derechos (*record date*) y, únicamente, en relación con los derechos de asignación gratuita que se les asignen en dicho momento. Consecuentemente, no resulta posible aceptar el compromiso de compra respecto de los derechos que hayan sido adquiridos en el mercado secundario, bien por los propios accionistas o bien por terceros, ya que estos derechos quedan al margen del compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad.

3.1.2. La extensión del objeto del compromiso de compra

Por su parte, el segundo grupo de sociedades, y ciertamente el minoritario, está conformado por las sociedades que, al menos en algunas de sus operaciones, extienden o han extendido el objeto de este compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad a todos los derechos de asignación gratuita, con independencia de que sus titulares los hayan recibido de la sociedad por su condición de accionista en el momento de su asignación o de que los hayan adquirido en el mercado secundario[333].

Entre las sociedades de este segundo grupo, resulta destacable el caso de Iberdrola[334]. Inicialmente, esta sociedad, al igual que la mayoría de las sociedades que recurrían a la modalidad retributiva de los *scrip dividends*, limitaba el objeto de su compromiso irrevocable de compra únicamente a los derechos de asignación gratuita atribuidos originariamente a los accionistas. Sin embargo, en su junta general de accionistas de 22 de junio de 2012 introdujo una innovación en relación con el objeto de este compromiso de compra[335].

---

[333] Aunque no se recoja de manera expresa en la documentación relativa a estas operaciones, debido a que el plazo para que los accionistas acepten el compromiso de compra de los derechos de asignación gratuita asumido por la sociedad, generalmente, es menor que el plazo de negociación de dichos derechos en el mercado, la extensión del objeto del compromiso de compra a los derechos de asignación gratuita adquiridos en el mercado secundario se está limitando tácitamente a los derechos que adquiridos durante el plazo de aceptación del compromiso de compra. Es posible que, con posterioridad a la finalización de dicho plazo de aceptación se adquieran derechos de asignación gratuita en el mercado secundario, sin embargo, pese a la extensión del objeto, sus titulares no podrán aceptar el compromiso irrevocable de compra de la sociedad, debido a que éste ya no está en vigor.

[334] Otras sociedades, como Banco Santander o CaixaBank, en sus primeras remuneraciones a través de operaciones de *scrip dividends* también hicieron extensible su compromiso de compra a todos los derechos de asignación gratuita. Aunque esta circunstancia no se recogía de forma expresa ni en los acuerdos de las correspondientes juntas generales de accionistas ni en los documentos informativos puestos a disposición del público con ocasión de las ejecuciones de los aumentos de capital, puede llegarse a esta conclusión debido a que, en los documentos informativos de las ejecuciones en las que por primera vez se concedía la posibilidad de aceptar el compromiso de compra de la sociedad únicamente a los titulares de derechos de asignación gratuita originarios, se establecía "*A diferencia de anteriores aplicaciones del* [Programa Santander Dividendo Elección o Programa CaixaBank Dividendo/Acción] *esta opción se concede únicamente a los accionistas que lo sean en la fecha en que se atribuyan los derechos de asignación gratuita* (…)". *Vid*., HR 154599, pág. 4 y HR 165279, pág. 4, respectivamente.

[335] HR 163624.

En este sentido, en el acuerdo relativo al correspondiente aumento de capital, se faculta al consejo de administración de la sociedad para determinar el objeto de este compromiso, en atención a las condiciones de mercado y al interés social. Para ello, se ofrecen dos alternativas. Por un lado, la limitación del objeto del compromiso de compra únicamente a los derechos de los accionistas legitimados como tales en la *record date* y, por tanto, excluyendo los derechos que hayan sido transmitidos en el mercado. Por otro lado, la extensión del objeto del compromiso de compra a todos los derechos de asignación gratuita, con independencia de que sus titulares los hayan recibido gratuitamente de la sociedad por ser accionistas en el momento de su asignación o de que los hayan adquirido en el mercado secundario. Esta facultad para la determinación del objeto del compromiso de compra se ha seguido otorgado al consejo de administración de Iberdrola en las posteriores juntas generales de accionistas de los años 2013, 2014, 2015 y 2016[336].

De esta manera, en todas las operaciones de *scrip dividends* realizadas por Iberdrola a partir de la segunda ejecución del aumento de capital liberado aprobado por la ya referida junta general de accionistas del 22 de junio de 2012 hasta la actualidad, el consejo de administración de Iberdrola, en ejercicio de las facultades que le son atribuidas y en atención a las circunstancias del mercado, ha acordado que el compromiso de compra se extienda a todos los derechos de asignación gratuita.

3.1.3. Consideraciones

El hecho de que la sociedad extienda o no el objeto de su compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita a los derechos adquiridos en el mercado secundario, no es una decisión menor. Esta extensión tiene como consecuencia directa la ampliación del ámbito de sujetos legitimados para aceptar dicho compromiso de compra, es decir, para vender sus derechos de asignación gratuita a la sociedad al precio previamente prefijado por ésta y, por tanto, para recibir un importe en efectivo que resultaría equivalente al dividendo tradicional.

[336] HR 182215, HR 200685, HR 218811 y HR 235444.

Por ello, entendemos que resulta necesario realizar algunas reflexiones de cara a determinar la conveniencia o no de que, en el marco de las operaciones de *scrip dividends* como sistema de retribución al accionista, se produzca una ampliación del objeto de este compromiso irrevocable de compra de los derechos, es decir, si resulta más adecuado que el objeto de este compromiso se limite únicamente a los derechos recibidos originariamente en la *record date* o que se extienda también a los derechos de asignación gratuita adquiridos en el mercado secundario. Para ello, hemos de tomar en consideración determinados aspectos de los *scrip dividends* como vía de retribución al accionista.

En este sentido, es necesario tener presente la finalidad del compromiso irrevocable de compra de los derechos de asignación gratuita que asumen las sociedades en el marco de las operaciones de *scrip dividends* españolas. Esta finalidad no es otra que la de que los accionistas puedan, si así lo desean, recibir un importe fijo en efectivo equivalente al dividendo tradicional.

Consecuentemente, y en directa relación con la consideración expuesta anteriormente, en tanto que este compromiso irrevocable de compra de derechos —y, con carácter global toda la operación de *scrip dividends*— cumple una función alternativa al dividendo tradicional, hemos de determinar quiénes deben ser los sujetos legitimados para recibir el pago y, concretamente, el importe equivalente en efectivo. En este sentido, si bien es cierto que de manera unánime, tanto la doctrina como la jurisprudencia, consideran que el nacimiento del derecho «concreto» al dividendo se produce con la aprobación por parte de la junta general de accionistas del acuerdo de distribución *ex* artículo 273 LSC[337], en el caso de los *scrip dividends*, la determinación de los sujetos acreedores del dividendo se postpone a la *record date*, esto es, a la fecha

[337] *Vid*., por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución*…, *cit*., págs. 121, 127-128 y 144; ídem, «La propuesta de distribución…», *cit*., pág. 22; ILLESCAS ORTIZ, *El derecho del socio al dividendo*…, *cit*., pág. 71; DÍAZ ECHEGARAY, *El derecho a participar en el reparto*…, *cit*., 2006, págs. 21 y 157 y ss. Asimismo, jurisprudencialmente, STS (Sala 1ª) 30 de noviembre de 1971; STS nº 788/1996 (Sala Civil), de 10 de octubre [RJ\1996\7063]; STS nº 215/1997 (Sala Civil), de 19 de marzo [RJ\1997\1721]; STS nº 60/2002 (Sala Civil), de 30 de enero [RJ\2002\2311]; STS nº 676/2002 (Sala Civil), de 5 de julio [RJ\2002\8223]; STS (Sala de lo Contencioso-Administrativo) de 24 de junio de 2010 [RJ\2010\5876].

de anuncio de la ejecución del aumento de capital. De esta manera, a los accionistas que lo sean en ese momento de la ejecución se les asignarán los derechos de asignación gratuita que les correspondan, y serán estos accionistas los que se encuentren legitimados para optar por recibir su dividendo en acciones o en efectivo.

Sin embargo, el permitir que los terceros que se han convertido en titulares de los derechos de asignación gratuita al adquirirlos en el mercado secundario puedan aceptar el compromiso de compra de los derechos asumido por la sociedad tiene dos consecuencias inmediatas.

Por un lado, si los derechos de asignación gratuita han sido adquiridos en el mercado secundario por terceros no accionistas, se está permitiendo la recepción del dividendo por sujetos que, al no ser accionistas en la *record date*, no tendrían derecho al mismo.

Resulta cierto que en el ámbito de los dividendos tradicionales en efectivo también es posible que el accionista titular transmita el derecho al dividendo a un tercero que no ostenta la condición de accionistas en la *record date*, pero esta transmisión se efectúa conforme a las reglas de la cesión de créditos recogidas en los artículos 1526 y siguientes CC. Sin embargo, a través de esta tercera opción de las operaciones de *scrip dividends* en España, esta transmisión de la posición acreedora se produce al margen de las referidas reglas de cesión de créditos, concretamente, se produce conforme al régimen de transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita *ex* apartado 2 del artículo 306 LSC.

Por otro lado, si dichos derechos han sido adquiridos por sujetos que previamente ostentaban la condición de accionistas, se modifica la proporción existente en el momento del nacimiento del derecho al dividendo y, consecuentemente, se está alterando la «regla de la proporcionalidad en el reparto de dividendos» recogida en el artículo 275 apartado 2 LSC, ya que estarían recibiendo como importe en efectivo equivalente al dividendo un importe superior al que les correspondería conforme a la participación que ostentaban en la *record date*.

De acuerdo con lo expuesto, debido a que la operación de *scrip dividends* tiene una finalidad retributiva equivalente al dividendo, consideramos más lógico y razonable que, al margen de las excepciones que muestra la práctica, el objeto de ese compromiso se limite a aquellos socios que tienen derecho al dividendo, es decir, a los derechos de asignación gratuita atribuidos originariamente a cada accionista y en el mismo número en que fueron atribuidos en ese momento, con exclusión de los derechos que se hayan adquirido libremente en el mercado secundario[338]. De esta manera, se mantiene la finalidad de la operación de *scrip dividends* y, especialmente, de la adquisición de los derechos de asignación gratuita, que no es otra que ejecutar el pago del dividendo en efectivo que corresponde a los accionistas de la sociedad en una fecha determinada y que, por tanto, ha de realizarse conforme a las reglas establecidas al efecto, tanto el lo relativo a la titularidad como en lo relativo a la proporcionalidad en su reparto. Al mismo tiempo, con esta limitación del ámbito objetivo del compromiso de compra de los derechos de asignación gratuita, se incrementa la aceptación de la operación —ya que la única opción posible para aquellos que adquieren los derechos en el mercado sería la suscripción de nuevas acciones— y se evitan estrategias de arbitraje en el eventual supuesto en que el precio de los derechos de asignación gratuita en el mercado cayera por debajo del «precio del compromiso de compra»[339].

En la configuración jurídica de la operación como modalidad de pago del dividendo que proponemos, la limitación de los sujetos legitimados para el cobro del dividendo en efectivo vendría dada *per se*, pues serían únicamente los accionistas legitimados al cobro del dividendo quienes podrían optar bien por recibirlo en efectivo o bien por recibirlo en acciones, sin perjuicio de la posibilidad de la transmisión del derecho al dividendo conforme a sus reglas correspondientes.

---

[338] En el mismo sentido, ARAGÓN TARDÓN, «Singularidades de los *scrip dividends* …», pág. 131; GARCÍA GARCÍA, «Aspectos prácticos…», *cit*., pág. 173.

[339] FERNÁNDEZ, DE MIGUEL y TORTUERO, «Scrip dividends in Spain…», *cit*., pág. 184.

3.2. *El precio de compra de los derechos en virtud del compromiso asumido por la sociedad*

Como venimos apuntando, la sociedad, en virtud del compromiso de compra que asume, adquiere los derechos de adquisición gratuita a un precio único y previamente determinado.

Pese a la ausencia de regulación específica aplicable a la materia en España que venimos acusando a lo largo de esta tesis, y la consiguiente carencia de respaldo legal para la fijación de los términos de las operaciones de *scrip dividends*, existe uniformidad entre las distintas sociedades a la hora de determinar este precio de adquisición de los derechos de asignación gratuita por parte de la sociedad, generalmente denominado «precio del compromiso de compra».

Así, de manera general, la fórmula de cálculo de este precio del compromiso de compra se determina por la junta general y, como tal, se recoge en los acuerdos por los que se aprueban los correspondientes aumentos de capital para la ejecución del operaciones de *scrip dividends*. Respecto a la fórmula de cálculo que establezca la junta, el consejo de administración no puede realizar modificación alguna, debido a que, en el marco de las delegaciones realizadas a su favor conforme a lo establecido en el artículo 297 LSC, únicamente se le faculta para determinar el importe exacto de este precio del compromiso de compra, aplicando para ello las reglas establecidas por la junta, es decir, únicamente se faculta al consejo de administración como mero ejecutor de los cálculos que correspondan para establecer el precio del compromiso de compra.

De esta manera, este precio del compromiso de compra se calcula a partir del precio de referencia previamente calculado[340]. Concretamente, el precio de compra de cada derecho de asignación gratuita por la sociedad se corresponderá con el resultado de la división de dicho precio de referencia entre el número de derechos necesarios para recibir una acción nueva más uno, redondeado a la milésima de euro más cercana

[340] Como hemos visto con anterioridad (*vid*. *supra* Cap. IV, § 4.4), este precio de referencia se corresponde con la media aritmética de los precios medios ponderados de cotización de la sociedad en las cinco sesiones bursátiles anteriores al acuerdo de ejecución del aumento de capital.

y, en caso de la mitad de una milésima de euro, a la milésima de euro inmediatamente superior.

Así, la fórmula del cálculo del precio del compromiso de compra será:

$$\text{Pº Compromiso} = \frac{\text{Pref}}{(\text{dag} + 1)}$$

Donde:

$Pref$, es el precio de referencia de las nuevas acciones.

dag, es el número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción nueva.

Consecuentemente, el importe total que recibirán los accionistas que se decantan por esta opción, se corresponde con el resultado de multiplicar el número de derechos de asignación gratuita sobre los que cada accionista desea aceptar el compromiso de compra, por este precio predeterminado para la adquisición de esos derechos por parte de la sociedad.

Este precio del compromiso de compra de derechos se publica mediante hecho relevante, con anterioridad al comienzo del período de negociación de los derechos y, generalmente, junto con el resto de condiciones de la operación pendientes de concretar. De esta manera, los accionistas tienen conocimiento del mismo y, dentro del plazo concedido al efecto, puedan adoptar las decisiones financieras que más se adecúen a sus preferencias de acuerdo con las condiciones del mercado, especialmente, de acuerdo con el precio de cotización de dichos derechos en el mercado.

Una vez expuesta esta fórmula de cálculo del precio del compromiso de compra y, por tanto, de determinación del importe del dividendo en efectivo que recibirá el accionista, estamos en condiciones de analizar, desde un punto de vista

crítico, esta determinación del importe a recibir en efectivo, tomando como referencia la mecánica de la operación en países como Reino Unido o Francia. Así, los *scrip dividends* y el *paiement du dividende en actions* se configuran jurídicamente como modalidades de pago del dividendo, y así proponemos que se configure jurídicamente en España.

Si la operación se configura jurídicamente como tal, no resulta necesario instrumentar una compraventa de derechos de asignación gratuita para que los accionistas puedan recibir el importe correspondiente en efectivo, como sí resulta necesario, actualmente, en el caso español. Ello obedece a dos razones:

La primera y fundamental, porque el supuesto de hecho del que parte la operación, tanto en Reino Unido como en Francia, coincide con el pago de un dividendo al estilo ordinario y, consiguientemente, la determinación del importe del dividendo en efectivo se efectúa directamente, sin necesidad de tener que realizar ningún tipo de cálculo y, con base a dicho importe, se concretan el resto de aspectos de la operación[341].

La segunda, porque las operaciones de *scrip dividends* en estos dos países no se configuran como ampliaciones de capital, por lo que ni existen tales derechos de asignación gratuita ni, consiguientemente, éstos pueden transmitirse.

Esta diferencia en la configuración jurídica de las operaciones conlleva dos ventajas del régimen comparado frente al actual régimen español: por un lado, resulta más claro y sencillo para el accionista conocer el importe a recibir en efectivo y lo

[341] La mecánica de la operación tanto en Reino Unido como en Francia se corresponde con la establecida por SÁNCHEZ CALERO, F. (*La determinación y la distribución …*, *cit*., pág. 164) para el supuesto en que la junta general ordinaria de accionistas pudiera fijar el dividendo en especie "los beneficios que son calculados en el balance y, por tanto, solamente en su cuantía dineraria, habrían de ponerse en relación con la especie que se quiere repartir, valuando ésta y averiguando qué cantidades de unidades de estos bienes tienen un valor igual a los beneficios que se pueden repartir. Una vez realizada esta operación podría repartirse las unidades de esas especies no dineraria proporcionalmente al capital desembolsado por cada accionista". En este proceso, el autor encuentra un peligro para la garantía de la integridad del capital como consecuencia de los criterios de valoración que se empleen. Al respecto, entendemos que, en tanto que la valoración de los bienes a entregar, es decir, el precio de referencia de las nuevas acciones, se encuentra previamente determinado en los correspondientes estatutos sociales, se evita que pueda producirse una valoración errónea de las nuevas acciones.

conoce con mayor prontitud; y, por otro lado, en tanto que el valor de este importe en efectivo no se calcula a partir del precio de referencia, se elimina cualquier tipo de dependencia de este importe de factores externos, como es la propia cotización del valor en el mercado.

3.3. *La cuenta con cargo a la que se adquieren los derechos de asignación gratuita*

El importe abonado por la sociedad en la adquisición de los derechos de asignación gratuita es el equivalente al tradicional dividendo en efectivo, es decir, nos encontramos ante una aplicación del resultado de las previstas en el artículo 273 LSC. Según lo dispuesto en el apartado 2 de dicho artículo, los dividendos podrán repartirse con cargo al beneficio del ejercicio o con cargo a reservas de libre disposición. De esta manera, una vez detraídas las cantidades necesarias conforme a lo establecido legal o estatutariamente, el patrimonio repartible en concepto de dividendos lo integran, tanto el resultado positivo del ejercicio como las reservas de libre disposición[342].

En este sentido, en un análisis de las operaciones de *scrip dividends* llevadas a cabo en España, podemos advertir que ambas contrapartidas referidas en dicho apartado 2 del artículo 273 LSC son utilizadas por las distintas sociedades en el ejercicio del compromiso de compra para la adquisición de los derechos de asignación gratuita[343].

---

[342] SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución …*, *cit*., págs. 122-124; ORTEGA PARRA, S., *La aplicación del resultado en las sociedades de capital*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2006; IGLESIAS y GARCÍA DE ENTERRÍA, «Las cuentas anuales…», *cit*., pág. 542.

[343] Sobre esta materia, y en el mismo sentido, ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A. («Los programas de remuneración al accionista vinculados a la entrega de acciones (scrip dividends) y el cómputo del dividendo mínimo como presupuesto de la retribución de los administradores basada en beneficios», *RdS*, 41, 2013, págs. 383-396, pág. 393) afirman que "(…) si bien puede considerarse en efecto que el sistema de *scrip dividends* combina dos formas de satisfacer remuneración a los accionistas durante un determinado ejercicio, no implica exclusivamente la distribución del resultado positivo de ese mismo ejercicio, en tanto la remuneración satisfecha por la sociedad (tanto la que se materializa en acciones de la propia sociedad como la que consiste en el pago de un precio en efectivo por la compra de los derechos de asignación gratuita reconocidos a los accionistas) se realiza generalmente de forma íntegra (aunque podría ser también parcial) con cargo a reservas de libre disposición acumuladas hasta la fecha de finalización del ejercicio anterior (lo que por otra parte no

El hecho de que la adquisición de estos derechos se realice manteniendo los requisitos de la distribución de dividendos establecidos por el artículo 273 LSC, nos aporta un argumento a favor de que esta adquisición de los derechos de adquisición gratuita por parte de la sociedad sea considerada como equivalente al tradicional pago del dividendo en efectivo.

Así, por un lado, nos encontramos con sociedades que, en el marco de sus operaciones de *scrip dividends* y al margen de la ampliación de capital con cargo a reservas que sirve de base a la operación, realiza una afectación directa del resultado del ejercicio a esta operación, concretamente, a la adquisición de los derechos de asignación gratuita de los accionistas que decidan aceptar el compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad[344]. De esta manera, con ocasión de la aprobación por la junta general de accionistas del acuerdo de aplicación del resultado del correspondiente ejercicio *ex* artículo 160 letra a) LSC, la sociedad destina expresamente parte de ese resultado del ejercicio a esta adquisición de los derechos de asignación gratuita.

En los supuestos en los que la ejecución del *scrip dividend* se produce con anterioridad a la celebración de la junta general ordinaria de accionistas que aprueba las cuentas del ejercicio correspondiente, es decir, cuando se ejecuta una operación de *scrip dividends* para satisfacer un dividendo a cuenta, el importe destinado a la adquisición de los derechos de asignación gratuita resulta conocido en el momento de celebración de dicha junta. Este importe resulta determinado en virtud del número de accionistas que hayan aceptado el compromiso de compra asumido por la sociedad y se obtiene como resultado de multiplicar el precio del compromiso de compra por el número de titulares de derechos de asignación gratuita que han aceptado dicho compromiso. Consecuentemente, resulta posible establecer el importe concreto del

---

plantea ningún obstáculo a su validez dado que ello (…) viene expresamente autorizado por el régimen aplicable al reconocimiento y distribución de dividendos a los socios".

[344] Esta afectación directa del resultado del ejercicio a la adquisición de derechos de asignación gratuita la realizan las sociedades Banco Santander, BBVA, CaixaBank y Repsol.

resultado del ejercicio que se destina a tal fin en el momento de aprobación de la aplicación del resultado.

Sin embargo, también resulta habitual que se satisfagan dividendos complementarios a través de operaciones de *scrip dividends*, esto es, que alguna de las ejecuciones de los aumentos de capital se lleve a cabo con posterioridad a la aprobación de la aplicación del resultado del correspondiente ejercicio por la junta general de accionistas. En este caso, en el momento de aprobación de la aplicación del resultado, no resulta posible conocer el porcentaje de accionistas que aceptarán el compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad ni, por tanto, el importe que la sociedad debe destinar a la adquisición de los derechos de asignación gratuita.

En estos casos, las sociedades suelen realizar una estimación del porcentaje de accionistas que optarán por cada una de las opciones y, por tanto, del importe que, en su caso, deberían destinar a la adquisición de los derechos de asignación gratuita[345]. Como resulta lógico, lo habitual es que estas previsiones no se correspondan con la realidad, pues dependen tanto del número final de accionistas que opten por recibir su remuneración en efectivo, como del precio de compra de los derechos de asignación gratuita, que depende a su vez del precio de referencia y, por tanto, del precio de cotización de las acciones. Debido a ello, las sociedades, en el correspondiente acuerdo de aplicación del resultado de la junta general de accionistas, también recogen las previsiones necesarias para superar el desconocimiento del importe final a destinar a este pago en efectivo, tanto en el supuesto en que el importe estimado sea superior como en el supuesto en que dicho importe sea inferior.

De esta manera, si el importe total que la sociedad debe abonar por la adquisición de los derechos de asignación gratuita conforme a las elecciones realizadas por los accionistas resulta superior al importe estimado, la junta general de accionistas, al aprobar la aplicación del resultado del ejercicio, autoriza para que las reservas voluntarias, generalmente, procedentes de beneficios no distribuidos, sean

[345] *Vid*. *ad*. *ex*. Banco Santander (HR 161005, HR 184201, HR 202662 y HR 220801), CaixaBank (HR 183773, HR 202069, HR 220192 y HR 237956) o Repsol (HR 185806).

aplicadas a la adquisición de estos derechos. En este caso, la diferencia entre ambas cantidades se reducirá del importe inicialmente aplicado a dichas reservas.

Si, por el contrario, el importe finalmente empleado en la adquisición de los derechos de asignación gratuita resulta inferior al importe estimado en la adopción del acuerdo de aplicación del resultado, la diferencia entre ambos importes se destinará automáticamente a incrementar las reservas voluntarias.

Asimismo, si el aumento de capital no llegara a ejecutarse como consecuencia de que la junta general de accionistas aprobara su revocación por no considerarlo conveniente el consejo de administración[346], el importe estimado para la adquisición de los derechos de asignación gratuita en el acuerdo de aplicación del resultado se destinará íntegramente a reservas voluntarias.

Por otro lado, en las operaciones de *scrip dividends* ejecutadas por la mayoría de las sociedades cotizadas en el mercado español, la adquisición de los derechos de asignación gratuita por parte de la sociedad como consecuencia del ejercicio del compromiso irrevocable de compra se realiza directamente con cargo a la cuenta de reservas de libre disposición.

En realidad, estando ambas contrapartidas admitidas en virtud del artículo 273 apartado 2 LSC, consideramos que, en el marco de las operaciones de *scrip dividends*, resultaría más práctico que el beneficio se destinara a reservas y, posteriormente, se detrajera de éstas el importe que correspondiera para la adquisición de los derechos de asignación gratuita, en función de las elecciones realizadas por los accionistas en cada una de las ejecuciones. De esta manera, las sociedades se evitarían, por un lado, tener que realizar las estimaciones para los dividendos complementarios que se satisfacen mediante operaciones de *scrip dividends* y, por otro lado, las afectaciones o desafectaciones adicionales de reservas, según correspondan, más aún, cuando el resultado final en las cuentas de la sociedad es el mismo en ambos casos.

[346] Sobre esta posibilidad de «no ejecución» del aumento de capital *vid*. *supra* Cap. IV, § 4.3.

Al margen de lo expuesto, pero en relación con esta adquisición de los derechos de asignación gratuita y la correspondiente aplicación del artículo 273 apartado 2 LSC, debemos hacer referencia a lo que algún autor ha denominado como «supuesto de ineficacia del *scrip dividend* español»[347].

Esta consideración de ineficacia se basa en que el referido artículo, para poder repartir dividendos con cargo a cualquiera de las dos cuentas referidas, establece como condición *sine qua non* que, a consecuencia del reparto, el valor del patrimonio neto no resulte inferior al capital social. El cumplimiento de esta condición sería fácilmente factible en los supuestos del dividendo tradicional en los que el importe total a pagar en concepto de dividendo se encuentra determinado. Sin embargo, en el caso de los pagos de dividendos mediante operaciones de *scrip dividends*, en tanto, que el importe final a abonar en concepto de dividendo depende directamente de las elecciones realizadas por los accionistas, este importe se encuentra indeterminado en el momento de aprobar la operación. Por ello, se plantea si sería válido un acuerdo de distribución bajo la forma de *scrip dividends* si como consecuencia de la distribución de dividendos el valor del patrimonio neto resultara ser inferior al capital social. En aras a dicha validez, el autor propone que se establezca un límite máximo de efectivo destinado a la compra de los derechos de asignación gratuita, a partir del cual el valor del patrimonio neto se situaría por debajo del capital social de manera que, si se rebasara, pudiera establecerse un criterio de prorrateo o un criterio de preferencia temporal que evitara el referido desequilibrio patrimonial[348].

Sin embargo, a la vista de las operaciones de *scrip dividends* en la práctica societaria española, hemos de manifestar nuestra opinión en contra de esta consideración de ineficacia. Si bien es cierto que, en una primera aproximación a la

---

[347] GARCÍA GARCÍA, «Aspectos prácticos… », *cit*., pág. 179.

[348] Si se aplicara el criterio del prorrateo, los accionistas que hubieran solicitado efectivo recibirán acciones por la proporción de sus derechos que no pudiera ser atendida; por su parte, si se aplicara el criterio de preferencia temporal, se atenderían las aceptaciones del compromiso de adquisición de derechos de asignación gratuita siguiendo el orden en que se hubieran formulado (GARCÍA GARCÍA, «Aspectos prácticos…», *cit*., pág. 179).

operación pareciera que esta situación pudiera llegar a producirse, de un análisis más detallado, podemos concluir que esto no es así.

En los acuerdos de la junta general de accionistas por los que se aprueban los correspondientes aumentos de capital, se establece el «importe de la opción alternativa», el cual venimos denominando como «valor de mercado máximo del aumento de capital» (*Valor mdo máximo* Δk), debido a que es el valor de mercado de referencia máximo del aumento de capital, es decir, se corresponde con el importe en que quedaría aumentado el capital social si todos los accionistas optaran por recibir su dividendo en acciones. *A sensu contrario*, y a la vista de las fórmulas aplicadas para calcular el precio del compromiso de compra, dicho importe se corresponde con el importe total a aplicar en la adquisición de los derechos de asignación gratuita, es decir, el importe total del dividendo que la sociedad debería abonar, bien con cargo al beneficio del ejercicio o bien con cargo a reservas, si todos los accionistas optaran por vender sus derechos de asignación gratuita a la sociedad.

Consecuentemente, este importe de la opción alternativa haría las veces del límite básico de efectivo, ya que, en aras al deber general de diligencia de los administradores sociales *ex* artículo 225 LSC[349], hemos de entender que el consejo de administración, al establecer este importe en la correspondiente propuesta de acuerdo, ha tenido en cuenta que se cumpla la condición exigida por el artículo 273 apartado 2 LSC, es decir, que el valor del patrimonio neto no descienda por debajo del capital social.

[349] *Vid*. sobre este deber de diligencia de los administradores, LLEBOT MAJO, J. O., «El deber general de diligencia (art. 225.1 LSC)», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada: Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones de Código de Buen Gobierno de febrero de 2015*, T. II, Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, Madrid, 2016, págs. 317-343; MAMBRILLA RIVERA, V., «Las concretas manifestaciones del deber general de diligencia de los administradores», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, QUIJANO GONZÁLEZ, VELASCO SAN PEDRO y ESTEBAN VELASCO (Dirs.), *Junta general y consejo de administración*…, *cit*., págs. 345-381.

Para finalizar este apartado, hemos de poner de manifiesto que, pese a que hemos considerado conveniente realizar la exposición anterior debido a que es el régimen actualmente aplicable a las operaciones de *scrip dividends* en España, las consideraciones expuestas no resultarían de aplicación al régimen jurídico que proponemos para estas operaciones, ya que la operación se simplificaría en gran medida.

De esta manera, en tanto que proponemos la configuración de la operación como una modalidad de pago del dividendo, el punto de partida será del importe del dividendo. Se aprobará un dividendo, con cargo al resultado del ejercicio, por el importe total que correspondería a todas las acciones de la sociedad en circulación, de manera que podría tenerse claramente en consideración lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 273 LSC. Posteriormente, en virtud de las elecciones de los accionistas, la parte que correspondiera se entregaría a los accionistas en concepto de dividendo en efectivo y la parte restante se destinaría a incrementar la cifra del capital social, en virtud de las nuevas acciones emitidas. Esta mecánica, no sólo guarda mejor lógica con la finalidad de la operación, sino que, con ella, se evitarían tener que realizar estimaciones sobre las elecciones de los accionistas, pues sería simplemente destinar a cada concepto la parte que correspondiera sobre el importe total aprobado.

3.4. *La aceptación del compromiso de compra por los titulares de los derechos*

Como hemos apuntado al explicar el cronograma de la operación, el día inmediatamente posterior a la *record date* se inicia el «período de solicitud del dividendo en efectivo», es decir, el período durante el cual los accionistas pueden solicitar su retribución en efectivo o, lo que es lo mismo, el período durante el cual éstos pueden aceptar el compromiso de compra de los derechos de asignación gratuita previamente asumido por la sociedad. Actualmente, en todas las operaciones de *scrip dividends* españolas, la duración de este período es menor al «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» en el mercado secundario y consiguientemente, al «período para la suscripción de nuevas acciones». Esta

diferencia de duraciones genera situaciones de desigualdad y gravamen hacia los accionistas que desean recibir su dividendo en efectivo aceptando el compromiso de compra de la sociedad[350].

A mayor abundamiento, esta situación se agrava debido a la necesidad de comunicación expresa por parte del accionista para recibir la correspondiente retribución en efectivo ya que, si no la realiza en el periodo concedido a tal fin, existe una presunción de que desea suscribir acciones de nueva emisión. En este sentido, para aceptar dicho compromiso de compra, los accionistas han de dirigirse a las entidades en las que tengan depositadas sus acciones y, consecuentemente, en las que tengan depositados los derechos de asignación gratuita para realizarles una comunicación en tal sentido[351].

En relación con esta aceptación del compromiso de compra por los accionistas, resulta destacable una especialidad que presentan las operaciones de *scrip dividends* del Banco Santander. En ellas se ofrece a los accionistas cuyas acciones estén depositadas en el Grupo Santander, una suerte de *scrip dividend scheme* británico, pero adaptado a las condiciones de la operación en España.

De esta manera, se permite a los accionistas que así lo deseen optar de manera permanente por recibir su retribución en efectivo al precio fijo garantizado que corresponda en cada momento, tanto para la operación de *scrip dividend* en la que realicen la elección como para operaciones futuras, es decir, se permite a los accionistas realizar la elección al estilo de los mandatos del Reino Unido. A estos efectos, los documentos informativos establecen que los accionistas que en cualquier

---

[350] *Vid*. *supra* Cap. IV, § 4.5.

[351] En la práctica de las entidades depositarias hemos detectado ciertas irregularidades sobre el sentido de esta comunicación. Así, a los accionistas titulares de las acciones depositadas, les comunican que "*si desean acudir a la ampliación de capital deberán notificar su respuesta antes de* (…)" y a continuación, recogen el plazo establecido en los documentos informativos para la aceptación del compromiso de compra de derechos.

Esta comunicación altera la mecánica de la operación y no se adecúa a lo previsto en los referidos documentos informativos, pues la comunicación expresa ha de realizarse para recibir el dividendo en efectivo no para suscribir las nuevas acciones.

operación de *scrip dividend* del Banco Santander hayan optado por recibir el dividendo en efectivo al precio fijo garantizado, recibirán su retribución en efectivo en las operaciones de *scrip dividends* sucesivas sin necesidad de realizar comunicación alguna a la sociedad, es decir, la elección de efectivo en una de las operaciones de *scrip dividends* de la sociedad, se considera un mandato para las operaciones futuros. No obstante, también se permite realizar la elección únicamente para una operación de *scrip dividend* concreta, en cuyo caso el accionista deberá cursar la correspondiente orden en este sentido.

El hecho de que en el caso de esta sociedad española el objeto del mandato sea la percepción del dividendo en efectivo y no lo sea la percepción del dividendo en acciones, como sucede en el caso británico, está en línea con la mecánica de la operación en España donde, como venimos apuntando, el accionista debe realizar una elección expresa si desea recibir el dividendo en efectivo y no si desea recibirlo en acciones. Para esto último, bastaría con la mera pasividad del accionista, debido a que la suscripción de acciones de nueva emisión es la «opción subsidiaria» en las operaciones españolas.

3.5. *Los efectos de la adquisición de los derechos de asignación gratuita por la sociedad. Los «mecanismos antidilución»*

Como ya hemos indicado, la finalidad principal de la adquisición de estos derechos de asignación gratuita por parte de la sociedad es canalizar el pago del dividendo en efectivo a los accionistas que así lo deseen. Consecuentemente, este sería el efecto inmediato de esta adquisición de los derechos de asignación gratuita por parte de la sociedad en tanto que permite que, en el marco de la ampliación de capital con cargo a reservas mediante la que se estructuran las operaciones de *scrip dividends* en España, el accionista que así lo desee pueda recibir un importe en efectivo de manera equivalente al tradicional dividendo en efectivo.

En este sentido, es preciso remarcar que la sociedad no adquiere estos derechos de asignación gratuita con la finalidad de suscribir acciones de nueva emisión, ya que

ésta no podría ejercerlos de acuerdo con la prohibición de suscripción originaria de acciones propias recogida en el artículo 134 LSC. Por este motivo, el consejo de administración de la sociedad renuncia a todos los derechos adquiridos en virtud de este compromiso de compra, de manera que únicamente se emitirán las nuevas acciones que correspondan a los derechos de asignación gratuita no adquiridos por la sociedad en ejecución de su compromiso. Sin embargo, como ya hemos expuesto con anterioridad en este trabajo, esta prohibición de suscripción originaria de acciones propias no opera en relación con la suscripción de nuevas acciones mediante el ejercicio de los derechos de asignación gratuita derivados de las acciones de la autocartera, por lo que la renuncia a estos derechos no resulta necesaria.

Pese a la equivalencia de esta opción con el dividendo en efectivo, los accionistas que optan por ella sufren un efecto adverso que no se produce en el dividendo tradicional: la dilución de su participación previa en la sociedad, en la medida en que otros accionistas opten por la suscripción de nuevas acciones[352]. Esta dilución se produce como consecuencia de que, en el marco de las operaciones de *scrip dividends*, los accionistas que optan por recibir su dividendo en efectivo no ejercitan sus derechos de asignación gratuita, los cuales se atribuyen a los titulares de acciones antiguas en las ampliaciones de capital con fondos propios, precisamente, con la finalidad de evitar que se produzca este «efecto dilutivo»[353].

---

[352] SÁNCHEZ ANDRÉS (*El derecho de suscripción …*, *cit*., pág. 74) se refiere a esta situación como «aguamiento» afirmando que se produce "como consecuencia de la concurrencia sobre el patrimonio social de un mayor número de títulos".

Algunos autores consideran este efecto adverso de las operaciones de *scrip dividends* como un verdadero fraude para los derechos de los inversores minoristas. *Vid*. LÓPEZ ARAGÓN, D. y MACHADO LAFUENTE, S., *Scrip dividend: fraude en la bolsa española*, pág. 35 (disponible en http://www.bubok.es/libros/221798/Scrip-Dividend-fraude-en-la-bolsa-espanola).

[353] SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción…*, *cit*., pág. 113 afirma que "el derecho de asignación gratuita de acciones obedece a idéntico principio que el que inspira el derecho de suscripción preferente: el principio de conservación del valor relativo de la cuota de participación del accionista"; ídem, «Principios, casos y conceptos...», *cit*., pág. 894. En el mismo sentido, la STS nº 936/2006 (Sala Civil), de 6 de octubre [RJ\2006\6649] afirma que "*el llamado derecho de asignación gratuita de las acciones constituye un mecanismo directo de protección real de la cuota en que la acción consiste*".

Hemos de tener en cuenta que, en las operaciones de *scrip dividends* españolas, este efecto dilutivo se produce para todos los accionistas que optan por recibir un importe en efectivo mediante la

No obstante, en la configuración jurídica que proponemos para los *scrip dividends* españoles, esto es, su configuración como una modalidad de pago del dividendo, pese a que no se instrumentarían a través de una ampliación de capital con cargo a reservas ni, por tanto, mediante una compra de los derechos de asignación gratuita, se sigue produciendo este efecto dilutivo en aquellos accionistas que opten por recibir su dividendo en efectivo.

Este efecto dilutivo no se produce en los tradicionales pagos del dividendo en efectivo, lo que nos lleva a plantearnos si ambas opciones realmente pueden considerarse equivalentes. Por este motivo, consideramos conveniente realizar propuestas de mecanismos que podrían introducirse en la operación para ayudar a eliminar, o al menos mitigar, la dilución de la participación previa de los accionistas en la sociedad, los cuales podríamos denominar «mecanismos antidilución».

Algunas de las sociedades cotizadas españolas que realizan operaciones de *scrip dividends*, conscientes de este efecto dilutivo generado para los accionistas, han ido introduciendo algunos de estos mecanismos para mantener inalterada la cifra del capital social, sin que ello elimine la posibilidad de que los accionistas opten entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones.

---

venta de derechos —bien a la sociedad o en el mercado secundario—, pues en tanto que otros accionistas suscriben nuevas acciones y ellos no ejercitan los derechos de asignación gratuita que les han sido atribuidos, su participación en la sociedad se diluye.

Sin embargo, aunque todos estos accionistas que optan por recibir su dividendo en efectivo ven diluida su participación, no todos contribuyen de la misma manera a esta dilución. Así, los accionistas que optan por la venta de sus derechos de asignación gratuita en el mercado secundario, contribuyen de manera directa a este efecto dilutivo, ya que los derechos que ellos no ejercitan, son ejercitados para suscribir nuevas acciones por los terceros adquirentes (salvo en sociedades como, por ejemplo, Iberdrola, en las que se permite que estos terceros en lugar de suscribir acciones acepten el compromiso irrevocable de compra de la sociedad). Por su parte, los accionistas que optan por la venta de sus derechos de asignación gratuita a la sociedad experimentan una «dilución derivada» ya que, pese a que ellos no ejercitan sus derechos de asignación gratuita, éstos tampoco son ejercitados por la sociedad, que renuncia a ellos. Consecuentemente, esta opción no conlleva la emisión de nuevas acciones y por tanto, no produce dilutivo. *Vid*. BARBERO GONZÁLEZ, A., «Los scrip dividends: efectos en la contabilidad de la sociedad, en la distribución de la propiedad y en la cotización de las acciones», *RDMV*, 15, 2014, págs. 145-156, pág. 149, quien se refiere a esta circunstancia como «dilución directa» y «dilución indirecta».

De esta manera, entre los «mecanismos antidilución» que podrían aplicarse para evitar el efecto dilutivo de los *scrip dividends*, debemos destacar: (3.5.1) la reducción de capital social mediante la amortización de acciones propias; (3.5.2) la entrega de acciones de la autocartera; (3.5.3) la recompra de acciones para su amortización.

3.5.1. La reducción de capital social mediante la amortización de acciones propias

Como venimos apuntando, el efecto dilutivo que se genera para los accionistas que optan por el dividendo en efectivo en las operaciones de *scrip dividends*, es consecuencia directa de que estos accionistas no suscriben las nuevas acciones emitidas en la ampliación de capital, ya que ésta se ejecuta únicamente para satisfacer a aquellos accionistas que desean recibir su dividendo en acciones. Es decir, el capital de la sociedad aumenta sin que los accionistas que optan por recibir su dividendo en efectivo participen de esta ampliación.

Consecuentemente, una forma de evitar este efecto dilutivo, consiste mantener la cifra de capital social inalterada, de manera que la participación de los accionistas que optan por el dividendo en efectivo conserven su porcentaje de participación previa en el capital social. De esta manera, se evita el principal efecto adverso de la operación, sin afectar a la mecánica de la misma, esto es, que los accionistas puedan recibir su dividendo en la forma que deseen deseada, bien en efectivo o bien en acciones.

En la práctica societaria española, nos encontramos con dos sociedades cotizadas que han aplicado este «mecanismo antidilución», ACS e Iberdrola, si bien es cierto que cada una de ellas lo ha aplicado en diferente forma.

Por un lado, la sociedad ACS, desde que introdujo las operaciones de *scrip dividends* en su política de retribución al accionista en el ejercicio 2011, realiza una

reducción de capital social simultánea a la ejecución del aumento de capital social realizado para instrumentar la operación de *scrip dividend*[354].

Así, con ocasión de la aprobación de los correspondientes aumentos de capital a través de cuya ejecución se materializan las operaciones de *scrip dividends*, la junta general de accionistas de ACS acuerda reducir el capital social por amortización de acciones propias de la sociedad procedentes de la autocartera, por un importe nominal igual al importe nominal por el que efectivamente sea ejecutado el correspondiente aumento de capital[355].

Por otro lado, la sociedad Iberdrola, desde el año 2013, también realiza reducciones de capital mediante la amortización de acciones propias para afrontar este efecto dilutivo, pero éstas se ejecutan de diferente manera[356].

Así, en el caso de Iberdrola, las acciones no sólo provienen de la autocartera de la sociedad sino también de un programa de recompra de acciones para su amortización. Por otro lado, la reducción de capital no es simultánea a la ejecución del correspondiente aumento de capital, sino que Iberdrola realiza las reducciones de capital con carácter anual. De esta manera, la junta general de accionistas del año *n+1* acuerda una reducción de capital por un importe nominal que se corresponde al

---

[354] El propio presidente de ACS, D. Florentino Pérez, en su discurso pronunciado en la junta general ordinaria de accionistas de 31 de mayo de 2012, en la cual introdujo el *scrip dividend* como forma de remuneración a sus accionistas, al presentar la operación, puso de manifiesto esta circunstancia: "*(...)Además, como todos ustedes saben, este año les proponemos la opción de que, si ustedes así lo deciden, se ponga en funcionamiento un mecanismo de retribución flexible en el que los accionistas podrán escoger recibir el dividendo en acciones o en efectivo. Esta medida no supondrá dilución alguna de su participación en la compañía, ya que el Grupo ACS cancelará acciones de autocartera en la misma proporción de acciones emitidas para satisfacer la demanda de dividendo en acciones*" (HR 165814).

[355] HR 192295, HR 201096, HR 210306, HR 227230, HR 234447 y HR 240751.

[356] El consejo de administración de Iberdrola, celebrado el 22 de octubre de 2013, en el que se trataron determinados aspectos relativos a la retribución del accionista se contempló la posibilidad de que las emisiones de acciones en los aumentos de capital mediante los que se instrumentan las operaciones de *scrip dividends* puedan compensarse con reducciones de capital, de cara a mantener constante el número de acciones en circulación de la sociedad y, por tanto, compensar la dilución derivada de la emisión de las nuevas acciones (HR 194273).

número de acciones emitidas como consecuencia de las ejecuciones de los aumentos de capital aprobados por la junta general de accionistas del año (*n*) [357].

En ambos casos, se establece que, al tiempo de ejecución de la reducción de capital, habrá de dotar la denominada «reserva de reducción de capital» a que se refiere el artículo 335 apartado c) LSC. Consecuentemente, conforme a lo señalado en dicho artículo, los acreedores de la sociedad no tendrán el derecho de oposición a que se refiere el artículo 334 LSC en relación con la reducción de capital acordada.

Debido a ello, entendemos que esta reducción de capital social es un buen «mecanismo antidilución», ya que evita el efecto adverso de las operaciones de *scrip dividends*, sin que la sociedad tenga que renunciar al reforzamiento de sus fondos propios. Únicamente se produce la operación contable inversa a la que se produce en las operaciones de *scrip dividends*. De esta manera, no se produce una modificación cuantitativa de los fondos propios de la sociedad respecto al momento previo a la reducción, sino únicamente una modificación cualitativa de la estructura de éstos, en la medida en que se aumentan las reservas y se reduce el capital social en igual cuantía.

Sin embargo, en el caso de Iberdrola, durante el período de tiempo que transcurre entre la ejecución de los aumentos de capital y la ejecución de la reducción de capital, sí que se produce la dilución de la participación de los accionistas que optaron por recibir su dividendo en efectivo, con sus consecuentes efectos adversos. En este sentido, entendemos que no sólo resulta necesario eliminar este efecto dilutivo, sino tratar que dicha eliminación se produzca a la mayor prontitud, como sucede cuando la reducción de capital se ejecuta de manera simultánea al aumento de capital, como en el caso de la sociedad ACS, lo cual, aunque suponga mayores costes para la sociedad, consideramos más adecuado.

[357] HR 187868, HR 204361, HR 221922 y HR 237824.

3.5.2. La entrega de acciones de la autocartera

Como venimos apuntando, el objetivo de estos «mecanismos antidilución» es tratar de mantener la cifra de capital social inalterada, a fin de que los accionistas que optan por recibir el dividendo en efectivo puedan conservar su participación previa en el capital social. De esta manera, si a través del anterior mecanismo se eliminaba el efecto dilutivo, por medio del presente se consigue que dicho efecto ni siquiera llegue a producirse, en tanto que no hay emisión de nuevas acciones y, por tanto, no hay aumento de capital social.

Este mecanismo, que hemos denominado «entrega de acciones de la autocartera», ha sido utilizado por sociedades cotizadas españolas como Banco Popular. De esta manera, esta sociedad, en el marco de su retribución flexible al accionista mediante el *«Dividendo Banco Popular: Un dividendo a su medida»,* ha utilizado este mecanismo en una ocasión, concretamente, para satisfacer el equivalente al dividendo complementario del ejercicio 2011[358].

Así, en lugar de realizar una ampliación de capital para entregar acciones de nueva emisión a los accionistas que así lo desearan, las acciones que éstos recibieron en pago de su dividendo fueron acciones que se encontraban previamente en poder de la sociedad. De esta manera, la sociedad realizó una distribución parcial de la reserva por prima de emisión de acciones, a través de la entrega de acciones de la sociedad procedentes de la autocartera[359]. Por su parte, la entrega del correspondiente importe en efectivo a los accionistas que desearan recibirlo de este modo, no se canalizó a

---

[358] HR 167220.

[359] Sobre esta distribución de acciones de dividendos en acciones de autocartera, hemos de tener en cuenta que la doctrina lo considera dividendo in especie (*in natura*) y lo distingue de la oferta de pago de dividendos con acciones nuevas (operaciones de *scrip dividends*). *Vid*. por todos, PAZ-ARES, «Aproximación al estudio…», *cit*., pág. 209, nota 3; ídem, «La llamada "reinversión…», *cit*., pág. 10082, nota 9; SÁNCHEZ ANDRÉS, «Acotaciones a una doctrina reciente …», *cit*., págs. 4722-4723; FERRADA y SAN MIGUEL, «Programa de retribución flexible…», *cit*., pág. 719; ORTEGA PARRA, *La participación del socio…*, *cit*., pág. 251. No obstante, algunos autores se han mostrado contrarios a la admisibilidad de estas operaciones ya que presentan, a su juicio, un efecto indeseable al permitir una intervención continuada de la sociedad sobre las propias cotizaciones. *Vid*. por todos, VELASCO SAN PEDRO, «La adquisición de acciones propias…», *cit*., pág. 73; ídem, *Negocios con acciones…*, *cit*., pág. 75; VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico…*, *cit*., pág. 169-171.

través de una adquisición de los derechos de asignación gratuita, debido a que al no ser una ampliación de capital no existían tales derechos, sino que se canalizó a través de un pago del dividendo tradicional, de manera que estos recibieron el importe en efectivo que les correspondiera como tal.

En relación con esta configuración de la operación como consecuencia de la aplicación de este «mecanismo antidilución», hemos de poner de manifiesto que, dado que no existen derechos de asignación gratuita, se elimina la posibilidad de que el accionista pueda optar por la tercera opción que, habitualmente, se presenta a los accionistas en las operaciones de *scrip dividends* en España, es decir, la venta de esos derechos de asignación gratuita en el mercado secundario. Sin embargo, si tomamos como referencia las operaciones de derecho comparado, principalmente, de Reino Unido y de Francia, advertimos que esta opción es exclusiva de las operaciones españolas como consecuencia de su configuración jurídica como ampliaciones de capital con cargo a reservas. Por este motivo, en tanto que a través de este mecanismo, la operación no se configura como una ampliación de capital, la eliminación de la tercera opción no puede considerarse como una merma de derechos de los accionistas, pues la posibilidad de que éstos puedan optar entre recibir su dividendo en efectivo o en acciones, permanece intacta.

Asimismo, como consecuencia de la imposibilidad de negociar con los derechos de asignación gratuita en el mercado y, por tanto, comprar o vender los derechos faltantes o sobrantes, respectivamente, resulta necesario que, al configurar la operación, se prevean la forma solucionar los posibles desajustes entre el dividendo a percibir y el número de acciones a asignar. En este sentido, la solución que estableció Banco Popular en su operación a través de este mecanismo la consideramos adecuada ya que garantiza la protección de la integridad del capital. Así, estableció que el accionista recibiría el número de acciones que le correspondiera en la ecuación de canje redondeado a la baja, procediéndose a la entrega a éste del importe en efectivo correspondiente al valor de las acciones sobrantes, sin necesidad de que el accionista otorgue instrucciones expresas en dicho sentido.

Entendemos que esta configuración de la operación de *scrip dividends* mediante al entrega de acciones de la autocartera, es un «mecanismo antidilución» con una eficacia directa, pues evita que se produzca el efecto dilutivo debido a la ausencia de aumento de la cifra del capital social, sin que ello elimine la posibilidad de que los accionistas puedan elegir entre efectivo o acciones en pago de su dividendo.

3.5.3. La recompra de acciones para su amortización

Un tercer «mecanismo antidilución» —utilizado por sociedades integrantes del Ibex 35 como Ferrovial, Repsol o Iberdrola— para eliminar o, en este caso concreto, mitigar el efecto dilutivo de aquellos accionistas que optan por recibir su remuneración en efectivo, consiste en realizar recompras de acciones con la finalidad de proceder a su posterior amortización. Estas recompras consisten en la adquisición derivativa por parte de la sociedad emisora de sus propias acciones como mecanismo para ejecutar una reducción del capital mediante la amortización de las acciones adquiridas[360].

La utilización de este mecanismo, cumple una doble función: por un lado, coadyuva a la política de retribución al accionista, incrementando el beneficio por acción[361]; y, por otro lado, aminora —que no elimina— el efecto dilutivo que provoca para los accionistas la emisión reiterada de nuevas acciones en el marco de las operaciones de *scrip dividends*. Esta segunda función es la que nos ocupa en este propósito antidilutivo.

El régimen jurídico aplicable a estas recompras de acciones con la finalidad de proceder a su amortización o, utilizando el enunciado contenido en el texto de la LSC,

[360] *Vid*. sobre esta operación, FLORES DOÑA, Mª S., «Acciones propias-reducción de capital y el principio de paridad de trato de los accionistas (SAN de 16 de abril de 1998 y RDGRN de 9 enero de 1998)», *RdS*, 14, 2000, págs. 459-478.

[361] *Vid*., sobre la recompra de acciones como vía de remuneración al accionista, ARAGÓN TARDÓN, S., «La creación de valor para el accionista a través de la recompra de acciones», *RDMV*, 16, 2015, págs. 150-175.

a los supuestos de adquisición de acciones en ejecución de un acuerdo de reducción del capital, se contiene en los artículos 144[362], 338-342 LSC y sus concordantes[363].

En este sentido, la junta general de accionistas que ha venido aprobando los correspondientes aumentos de capital para materializar las operaciones de *scrip dividends*, ha aprobado, igualmente, el correspondiente acuerdo de reducción de capital, que se ejecuta mediante la adquisición por la propia sociedad emisora de sus acciones para su amortización. En este sentido, cabe resaltar que la adquisición de acciones propias es el mecanismo para llevar a cabo la ejecución del acuerdo de reducción, no siendo aplicable este régimen a aquellos supuestos en que la sociedad amortiza las acciones que ya poseía previamente en autocartera, como sucede en el caso de las reducciones de capital analizadas en el primer «mecanismo antidilución» expuesto.

Estos acuerdos de reducción de capital se han ejecutado conforme a lo dispuesto en los artículos 338 y siguientes LSC. En este procedimiento de ejecución, hemos de destacar la importancia que reviste el principio de paridad de trato a los accionistas. Como consecuencia de dicho principio, el propio artículo 338 LSC establece la necesidad de realizar un ofrecimiento para la adquisición de las acciones de todos los accionistas. Este ofrecimiento generalizado, en el caso de las sociedades anónimas cotizadas deberá llevarse a cabo a través de una oferta pública de adquisición de acciones.

---

[362] 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.

[363] Según VELASCO SAN PEDRO, L.A. («Acciones propias e igualdad de los accionistas. Cuestiones de Derecho de Socidades y de Derecho del Mercado de Valores», *RdS*, 2, 1994, págs. 9-52, pág. 31) la finalidad de este régimen específico es la de "garantizar la paridad de tratamiento de los accionistas, al exigir que todos los accionistas que lo deseen puedan participar en la misma [en la oferta pública de compra que se realizar a todos los accionistas] en igualdad de condiciones según su posición proporcional". En la misma línea, RECALDE CASTELLS, A. J. («Las operaciones de la sociedad anónima sobre las propias acciones y las realizadas sobre acciones de la sociedad dominante por sus filiales», *Noticias de la Unión Europea*, 157, 1994, págs. 57-75, pág. 63) afirma que "los riesgos que plantean los supuestos de adquisición de las propias acciones por la sociedad se neutralizan a través del procedimiento previsto para esta reducción del capital".

En este sentido, el artículo 12 RDOPA recoge la regulación específica que debe aplicarse a estos supuestos, dedicado a la «*Oferta pública de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias*»[364]. De acuerdo con lo previsto en el apartado 1 de este artículo 12 RDOPA, deberán respetarse los requisitos mínimos actualmente recogidos en los artículos 339, 340 y 342 LSC[365].

Así, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 339 LSC, la propuesta [oferta] de adquisición ha de publicarse en el BORME, en un periódico de gran circulación en la provincia del domicilio social y en la página web de la sociedad, obligatoria *ex* artículo 11 bis LSC. Esta oferta de adquisición deberá mantenerse, al menos, durante un mes e incluirá todas menciones que, razonablemente, se consideren necesarias para la información de los accionistas que deseen acudir a la oferta. Asimismo, el anuncio publicado deberá contener las consecuencias que se derivarían en el caso de que las acciones ofrecidas para la recompra no alcanzaran el número fijado en el acuerdo.

En lo relativo a la aceptación (artículo 340 LSC) se establecen las reglas para los supuestos de exceso e insuficiencia de aceptaciones. En relación con los primeros, se establece que, si las aceptaciones excedieran el número de acciones previamente fijado por la sociedad, se reducirán las acciones ofrecidas por cada socio en proporción al número cuya titularidad ostente cada uno de ellos. Por su parte, en el supuesto de que las aceptaciones no alcancen el número de acciones previamente

---

[364] En relación con esta OPA, *vid*. SÁNCHEZ CALERO, F. (*Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Civitas, Cizur Menor, 2009, pág. 266) afirma que se trata de una "oferta obligatoria con un régimen especial dominado por la finalidad específica de esa OPA"; TAPIA HERMIDA (*Sociedades anónimas cotizadas …*, cit., págs. 245-249) la denomina como una «OPA con finalidad específica»; LÓPEZ MARTÍNEZ, M., «Artículo 12. Oferta pública de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias», en GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELASCO, J. y ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J. (Dirs.), *La regulación de las OPAs*. *Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio,* Ed. Civitas-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2009, págs. 312-325.

[365] En realidad, el apartado 1 del artículo 12 RDOPA, remite al artículo 170 del ya derogado Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Sin embargo, a la vista del contenido del referido artículo y debido a que el mismo no se encuentra vigente en la actualidad, entendemos que la referencia normativa ha de entenderse realizada a los actuales artículos 338, 339, 340 y 342 LSC relativos a los requisitos de la reducción, la oferta de adquisición, la aceptación y la obligación de amortizar, respectivamente.

fijado y, salvo que el acuerdo de junta estableciera otra cosa, se entenderá que el capital únicamente queda reducido en la cantidad correspondiente a las aceptaciones recibidas.

Finalmente, el artículo 342 LSC regula «la obligación de amortizar», esto es, la finalidad de la adquisición derivativa de las acciones propias por la sociedad. En este sentido, se establece el plazo máximo de un mes para que la sociedad proceda a realizar dicha amortización.

En relación con este «mecanismo antidilución», hemos de poner de manifiesto que lo encontramos menos efectivo que los dos mecanismos anteriores por las siguientes razones.

En primer lugar, porque este mecanismo no logra eliminar en su totalidad el efecto dilutivo que, en el marco de las operaciones de *scrip dividends*, experimentan los accionistas que optan por recibir su dividendo en efectivo. Ello se produce como consecuencia de que el número de acciones amortizadas depende directamente de la aceptación de la oferta de adquisición realizada por la sociedad, por lo que, generalmente, el número de acciones amortizadas no se corresponde exactamente con el número de nuevas acciones emitidas. Consecuentemente, cuando el número de acciones amortizadas sea menor al número de acciones nuevas emitidas, se aminora el efecto dilutivo, pero no se elimina totalmente[366].

En segundo lugar, porque la ejecución de este «mecanismo antidilución» supone que la sociedad realice un desembolso de efectivo adicional para satisfacer al accionista la contraprestación por la venta de sus acciones, lo cual contrasta con la retención de tesorería que se pretende a través de las operaciones de *scrip dividends*[367].

---

[366] En la práctica, lo habitual es que el número de acciones amortizadas sea inferior al número de nuevas acciones emitidas ya que la operación de recompra y amortización de acciones no se produce con ocasión de cada ejecución de una operación de *scrip dividends*, sino periódicamente, generalmente, una vez al año.

[367] *Vid*. en el mismo sentido, BARBERO GONZÁLEZ, «Los *scrip dividends*: efectos…», *cit*., pág. 156.

Conforme a lo expuesto, entendemos que si bien estas recompras de acciones para su amortización pueden cumplir una importante función como vía de creación de valor para el accionista, no son el mecanismo más adecuado para evitar el efecto dilutivo de las operaciones de *scrip dividends*.

3.6. *La fiscalidad de la venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad*

En el supuesto de que el accionista opte por vender sus derechos de asignación gratuita a la sociedad en virtud del compromiso irrevocable de compra asumido por ésta, no procede aplicar el tratamiento fiscal propio de la transmisión de los derechos de asignación gratuita, ya que el objeto de dicha adquisición por parte de la sociedad es garantizar que los accionistas perciban una determinada remuneración.

Consecuentemente, a este supuesto se le dará el tratamiento correspondiente a los rendimientos obtenidos por la participación de los fondos propios de cualquier entidad que, de acuerdo con el artículo 25 apartado 1 letra a) LIRPF, tendrán la consideración de rendimientos del capital mobiliario. De esta manera, técnicamente, el importe recibido como contraprestación a la transmisión de estos derechos de asignación gratuita a la sociedad se considera un dividendo y, por tanto, el régimen fiscal aplicable al importe obtenido en dicha transmisión será equivalente al régimen aplicable a los dividendos tradicionales distribuidos directamente en efectivo.

De acuerdo con esta calificación, el importe bruto del compromiso irrevocable de compra abonado por la sociedad al accionista persona jurídica se encuentra sometido a la correspondiente retención.

Como consecuencia de la calificación fiscal de dividendo otorgada al importe recibido por el accionista en virtud del compromiso de compra, hasta el 1 de enero de 2015, *ex* artículo 7 letra y) LIRPF[368], *a sensu contrario*, los rendimientos del capital

[368] Esta letra y) del artículo 7 LIRPF y, consiguientemente, la exención en él contenida fue suprimida, con efectos desde el 1 de enero de 2015, por el artículo Primero apartado Cuatro de la Ley 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifican la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del

inmobiliario a que se refieren los párrafos a) y b) del artículo 25 apartado 1 LIRPF, entre ellos, los dividendos, estaban exentos de tributación hasta el límite de 1.500 € anuales, siempre que las acciones de las que procedieran no hubieran sido adquiridas dentro de los dos meses anteriores a la fecha de satisfacción ni fueran transmitidos en el mismo plazo. Realizando una interpretación extensiva de esta condición temporal, la referida exención no resultaba de aplicación a aquellos accionistas que, cuando la sociedad así lo hubiera permitido, adquirían los derechos de asignación gratuita en el mercado para vendérselos posteriormente a la sociedad en virtud del compromiso de compra. En este caso, si bien no eran las acciones de las que procedían las que habían sido adquiridas en los dos meses anteriores, eran los propios derechos de asignación gratuita los que habían sido adquiridos en dicho plazo, lo que hacía, por tanto, inaplicable la exención.

En la actualidad, el importe recibido por el accionista persona física como contraprestación a la venta de sus derechos de asignación gratuita a la sociedad, tributan desde el primer céntimo de euro.

A los accionistas personas jurídicas que tributan a través del impuesto de sociedades, cuando eligen esta opción, también les resulta de aplicación el régimen correspondiente a los dividendos distribuidos en metálico y, por tanto, sometidos a la correspondiente retención.

4. La venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario

A través de esta tercera opción, que podemos considerar un *tertium* genus, el accionista decide transmitir sus derechos de asignación gratuita en el mercado secundario, obteniendo con ello un importe en efectivo que no está garantizado, sino que depende de las condiciones del mercado, en general, y del precio de cotización de

---

Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, y otras normas tributarias.

los referidos derechos, en particular, durante el «período de negociación de los derechos de asignación gratuita».

Esta posibilidad de venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado es una opción propia y característica de las operaciones de *scrip dividends* en España, ya que se deriva de la configuración jurídica que se otorga a estas operaciones en nuestro país. De esta manera, al configurarse jurídicamente como un aumento de capital con cargo a reservas, en el marco de la operación surgen los derechos de asignación gratuita, cuyo régimen, incluida su transmisibilidad *ex* artículo 306 apartado 2 LSC, no puede verse alterado por el hecho de que la operación sirva de base para materializar un operación de *scrip dividend*.

Esta tercera opción no se ofrece a los accionistas en los regímenes de otros países como Reino Unido o Francia, en los que únicamente se les ofrece la posibilidad de recibir el dividendo en acciones o de recibirlo en efectivo —lo que se correspondería con la primera y la segunda opción—. Esto obedece a que, en estos países, la operación se configura como una modalidad de pago del dividendo, por la que se ofrece al accionista la posibilidad de recibirlo en acciones, y no como una ampliación de capital, de manera que no surgen derechos de asignación gratuita que, por tanto, puedan transmitirse libremente.

Por ello, realizamos el análisis de esta opción debido a que es una de las posibilidades que se ofrece al accionista, conforme a la configuración actual de las operaciones en España. Sin embargo, debemos tener presente que, en tanto que proponemos que los *scrip dividends* se regulen de manera específica en España y se configuren como una modalidad de pago del dividendo, con dicho régimen esta opción no resultará factible.

Así, pasamos a analizar los principales aspectos de esta transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita, principalmente, en el marco de las operaciones de *scrip dividends*, las condiciones en que ésta se produce, el plazo para realizarla, el

precio al que se realiza, los efectos que produce y, finalmente, el régimen fiscal que les resulta de aplicación.

4.1. *La transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita*

Como venimos apuntando, la transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita de las sociedades anónimas y, por ende, de las sociedades anónimas cotizadas, viene establecida en el apartado 2 del artículo 306 LSC. De conformidad con lo dispuesto en este artículo, los derechos de asignación gratuita son transmisibles en las mismas condiciones que las acciones de las que se derivan.

Establecida esta regla de la transmisibilidad, con carácter general, para los derechos de asignación gratuita de los aumentos de capital con cargo a reservas «puros», no existe impedimento para afirmar que los derechos de asignación gratuita atribuidos en el marco de los aumentos de capital a través de los que se materializan las operaciones de *scrip dividends* en España son, asimismo, transmisibles, ya que no existe un régimen específico que les resulte de aplicación y que, por tanto, impidiera dicha transmisibilidad.

A mayor abundamiento, no cabe duda acerca de que esta posibilidad resulta admisible en el marco de estas operaciones, ya que se encuentra expresamente prevista en los documentos informativos publicados por las sociedades, con ocasión de la ejecución de las operaciones de *scrip dividends*.

Conforme a ello, los accionistas antiguos y, por tanto, titulares de los derechos de asignación gratuita pueden transmitir estos derechos libremente en el mercado y, con ello, obtener el correspondiente importe en efectivo derivado de dicha transmisión.

4.2. *Las condiciones de transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita*

Como venimos apuntando, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 306 LSC, la transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita se produce en las

mismas condiciones que las acciones de las que derivan estos derechos. Consecuentemente, de cara a determinar cuáles son estas condiciones en el marco de las operaciones de *scrip dividends*, hemos de partir de las condiciones de transmisibilidad de las acciones de las sociedades cotizadas que recurren a esta modalidad retributiva.

En primer lugar, hemos de tener en cuenta que, en el ámbito de las sociedades cotizadas, sociedades abiertas por excelencia, rige el «principio de libre transmisibilidad de las acciones», lo cual resulta obvio, ya que las acciones se encuentran admitidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores. Consecuentemente, esta libertad en la transmisión de las acciones es extrapolable al ámbito de los derechos de asignación gratuita, de manera que, con carácter general, estos derechos son libremente transmisibles[369].

Establecida, con carácter general, esta libre transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita, para determinar si esta condición resulta aplicable a los derechos de asignación gratuita en el ámbito de las operaciones de *scrip dividends*, podemos aplicar el mismo criterio que hemos aplicado con anterioridad para determinar la transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita en el ámbito de estas operaciones. De esta manera, podemos afirmar que, en las operaciones españolas, ante la ausencia de un régimen específico que pudiera establecer restricciones[370], el principio de libre transmisibilidad también resulta de aplicación a los derechos de asignación gratuita en las operaciones de *scrip dividends* y, por tanto, no existe restricción alguna que impida que los accionistas puedan obtener el importe

[369] Los derechos de asignación gratuita que surgen en el ámbito de las ampliaciones de capital con cargo a reservas de las sociedades cotizadas, tienen la consideración de «valores negociables» en virtud de lo dispuesto en el artículo 3 apartado 2 letra a) del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/2988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

[370] *Vid*. ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A., «Aplicación a la transmisión de derechos de suscripción preferente del régimen de restricción a la libre transmisibilidad de las acciones», *RdS*, 45, 2015, págs. 435-443, sobre el régimen de transmisibilidad de los derechos de suscripción preferente, que se hace extensible a la transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita.

correspondiente a la venta de sus derechos en el mercado secundario, por vía de esta tercera opción.

En segundo lugar, otro aspecto de relevancia en relación con esta transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita, es el mercado en el que se produce la negociación de estos derechos. Por aplicación directa de la regla establecida por el apartado 2 del artículo 306 LSC, estos derechos de asignación gratuita cotizarán y se negociarán en el mismo mercado en el que lo hagan las acciones de las que proceden. En este sentido, dado que nos encontramos en el ámbito de las sociedades cotizadas integrantes del índice Ibex 35, sus acciones cotizan en el Mercado Continuo, a través del SIBE. Por tanto, será en este mismo mercado en el que coticen los derechos de asignación gratuita cuya negociación y consecuente transmisión satisfará esta tercera opción a los accionistas que así lo deseen[371].

4.3. *El plazo para la transmisión de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario*

Con posterioridad a la *record date*, se inicia un plazo durante el cual los titulares de los derechos de asignación gratuita pueden transmitir libremente estos derechos en el mercado secundario. A falta de previsión expresa sobre la duración de este plazo, hemos de estar a lo dispuesto, con carácter general, en el artículo 503 LSC en relación con el plazo mínimo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente. En virtud del referido artículo, dicho plazo no podrá ser inferior a quince

[371] Aunque nuestro estudio se limita al ámbito de las sociedades anónimas cotizadas, consideramos oportuno hacer referencia al régimen de transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita en el ámbito de las sociedades no cotizadas. De esta manera, dado que los derechos de asignación gratuita son transmisibles en las mismas condiciones de las acciones de las que deriven, les resultará de aplicación lo dispuesto para las transmisiones de acciones «*inter vivos*».

Así, por ejemplo, en el caso de Corporación Alimentaria Guissona, S. A., la transmisión de los derechos de asignación gratuita están sometidas a las restricciones estatutarias establecidas para las referidas transmisiones de acciones. En este sentido, el artículo 7 de los estatutos sociales de la referida sociedad disponen la necesidad de comunicación previa al órgano de administración de determinados aspectos de la transmisión (cantidad de acciones a transmitir, identificación individual de las acciones por número y serie, identificación del transmitente y del adquirente) para obtener la oportuna autorización de éste.

días desde la publicación de la oferta de suscripción de la nueva emisión —la ejecución del aumento de capital— en el BORME.

En la práctica, pese a que el artículo prevé la posibilidad de establecer una duración mayor, las sociedades cotizadas españolas, habitualmente, establecen en estos quince días como la duración habitual del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» de las operaciones de *scrip dividends* que, en cierta manera, marca el tiempo de la operación.

En este sentido, hemos de poner nuevamente de manifiesto nuestra opinión crítica acerca de que la duración de este «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» sea superior a la duración del «período de solicitud del dividendo en efectivo». Esta diferencia en la duración de estos períodos no resulta razonable y por ello consideramos que la duración debería ser la misma. A mayor abundamiento, cuando esta posibilidad de transmitir los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario es una opción que, en cierta medida, podría considerarse de incorporación obligada, ya que no constituye una de las opciones principales de la operación, como sí lo son la primera y la segunda opción, sino que se incorpora a las operaciones de *scrip dividends* como consecuencia de la configuración jurídica de esta operación en España.

4.4. *El precio de venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario*

Como venimos apuntando, en esta tercera opción, los accionistas pueden transmitir sus derechos de asignación gratuita en el mercado secundario, obteniendo con ello el importe correspondiente a esta transmisión. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre en la venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad, en este caso, la venta de estos derechos no produce a un precio fijo garantizado. Consecuentemente, los derechos de asignación se transmitirán al precio de cotización que determine libremente el mercado, principalmente, conforme a la ley de la oferta y la demanda.

No obstante, sí que podemos considerar que el precio de cotización de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario se encuentra, en cierta medida, condicionado por el precio del compromiso de compra por parte de la sociedad, ya que ese precio prefijado actúa, en la práctica, como «suelo de cotización» de los derechos de asignación gratuita[372].

4.5. *Los efectos de la venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario*

Los accionistas que optan por esta tercera opción, en tanto que como contraprestación a la venta de sus derechos de asignación gratuita en el mercado secundario obtienen un importe en efectivo, también están monetizando esos derechos. Sin embargo, como acabamos de apuntar dicho importe no está garantizado sino que depende de las condiciones del mercado, en general, y del precio de cotización de los derechos de asignación gratuita, en particular.

Como consecuencia de esta monetización de los derechos de asignación gratuita, los accionistas que se decantan por esta opción tampoco participan en el aumento de capital social que se produce, en el marco de estas operaciones de *scrip dividends*, para satisfacer a los accionistas que desean recibir su dividendo en acciones. Debido a ello, las operaciones de *scrip dividends* generan para estos accionistas que venden sus derechos en el mercado el mismo efecto adverso que para los accionistas que aceptaron el compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad: la dilución de su participación previa en la sociedad, en la medida en que otros accionistas opten por la suscripción de nuevas acciones.

Así, en tanto que el efecto dilutivo que se produce en ambas opciones tiene la misma causa, éste podrá afrontarse a través de las mismas vías, que no son otras que los «mecanismos antidilución» analizados detalladamente en la segunda opción y a los cuales nos remitimos: la reducción de capital social mediante la amortización de

[372] En el mismo sentido, ARAGÓN TARDÓN, «Singularidades de los *scrip dividends*…», *cit*., pág. 131; GARCÍA GARCÍA, «Aspectos prácticos…», *cit*., pág. 172; GARCÍA COTO, D. (Coord.), *Fórmulas de remuneración al accionista*…, *cit*., pág. 32.

acciones propias, la entrega de acciones de la autocartera y la recompra de acciones para su amortización[373].

Al margen del efecto dilutivo, la opción de vender los derechos de asignación en el mercado secundario produce otro efecto que, si bien pudiera ser excesivo calificarlo como adverso, sí que distorsiona la finalidad de las operaciones de *scrip dividends*. En este sentido, esta tercera opción permite que terceros no accionistas adquieran los derechos de asignación gratuita —bien para ejercitarlos y suscribir acciones de nueva emisión o bien para aceptar el compromiso de compra asumido por la sociedad, en caso de que así esté permitido—. Por tanto, se está permitiendo que estos terceros no accionistas participen en el reparto de las ganancias sociales sin ostentar la condición de socios en el momento de la *record date*.

Resulta cierto que en el ámbito de los dividendos tradicionales en efectivo también es posible que el titular del derecho al dividendo transmita a un tercero que no ostenta la condición de accionistas en el momento de la *record date*. Esta transmisión se efectúa conforme a las reglas de la cesión de créditos recogidas en los artículos 1526 y siguientes CC. Sin embargo, en el marco de las operaciones de *scrip dividends*, los terceros no accionistas que adquieren los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario participan en el reparto de las ganancias sociales al margen de las referidas reglas de cesión de créditos, sino conforme al régimen de transmisibilidad de los derechos de asignación gratuita ex apartado 2 del artículo 306 LSC.

Asimismo, esta transmisión de los derechos de asignación gratuita en tanto que, generalmente, conlleva la suscripción de nuevas acciones de la sociedad, produce una alteración en la estructura accionarial de la sociedad[374]. Por un lado, cuando los

---

[373] *Vid*. *supra* Cap. V, § 3.5.

[374] Los adquirentes de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario, generalmente, suscribirán acciones de nueva emisión de la sociedad ya que, como hemos expuesto al tratar el ámbito objetivo del compromiso de compra de los derechos de adquisición gratuita asumido por la sociedad (*Vid*. *supra* Cap. V, § 3.1), la mayor parte de las sociedades cotizadas españolas que realizan operaciones de *scrip dividends* limitan objeto de dicho compromiso de compra exclusivamente a los accionistas que han recibido los derechos de asignación gratuita originariamente, es decir, a aquellos accionistas que lo sean en el momento de asignación de los derechos (*record date*) y

derechos de asignación gratuita son adquiridos por antiguos accionistas de la sociedad, éstos incrementarán su participación en la misma, al haber adquirido más derechos de asignación gratuita que los que les corresponderían de acuerdo con su número inicial de acciones. Por otro lado, cuando dichos derechos se transmiten a terceros no accionistas, se posibilita la entrada de nuevos accionistas en la sociedad.

Estos dos últimos efectos apuntados sobre la venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado, los que podemos denominar «efectos distorsionadores de la operación», nos sirven de argumento para mantener que, en el ámbito de las operaciones de *scrip dividends*, las opciones que se ofrecen al accionista han de limitarse a dos: recibir el dividendo en acciones o recibir el dividendo en efectivo.

Esta tercera opción es una opción válida en el ámbito de los aumentos de capital, pero su introducción en materia de dividendos produce unos efectos no deseados.

Una posible solución a estos «efectos distorsionadores», sería la exclusión del carácter transmisible del derecho de asignación gratuita en el marco de estas operaciones de *scrip dividends*. Sobre esta posibilidad de exclusión de la transmisibilidad de este derecho se han pronunciado algunos autores, quienes han concluido que la sociedad no puede ir más allá de lo dispuesto por el artículo 306 LSC, de manera que únicamente podrá limitarse la transmisibilidad de estos derechos en aquellos supuestos en la transmisibilidad de las acciones de las que dereivan se encuentre limitada, por ejemplo, cuando existan limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones. Consecuentemente, en el caso concreto que nos ocupa, es decir, las sociedades cotizadas, no resulta posible dicha exclusión de la negociabilidad de los

únicamente en relación con los derechos de asignación gratuita que se les asignen en dicho momento. De esta manera, en tanto que los derechos de asignación gratuita adquiridos en el mercado secundario, generalmente, están excluidos del ámbito de dicho compromiso, la única opción que tienen sus titulares es ejercitarlos y, por tanto, suscribir las acciones de nueva emisión que les correspondan.

derechos de asignación gratuita, ya que esta negociabilidad tiene una importante incidencia sobre el funcionamiento eficaz y transparente del mercado de valores[375].

En este sentido, debido a que pese a que el aumento de capital se ejecutar en el marco de una operación de *scrip dividends*, conserva sus reglas y características propias no resultaría aplicable la solución propuesta, ya que no sería posible la referida exclusión del carácter transmisible de estos derechos.

Por este motivo, los *scrip dividends* deben configurarse, tal como proponemos, como modalidades de pago del dividendo de manera que, a consecuencia de dicho pago únicamente se produzca un desplazamiento de bienes del patrimonio de la sociedad al patrimonio de sus accionistas, no al patrimonio de terceros no legitimados *a priori* para recibir el dividendo.

4.6. *La fiscalidad de la venta de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario*

Hasta el 1 de enero de 2017, en el supuesto de que la opción elegida por el accionista persona física fuera transmitir sus derechos de asignación gratuita en el mercado, y por tanto, obtuviera en contraprestación el importe correspondiente al precio de cotización de éstos en el momento de la venta, a dicho importe se le aplicaba el mismo régimen previsto en la normativa fiscal para los derechos de suscripción preferente. En este sentido, resultaba de aplicación el artículo 37 apartado 1 letra a) LIRPF, conforme a su redacción vigente hasta la referida fecha[376].

Así, el coste fiscal de la transmisión de los derechos se postponía hasta el momento de venta de las correspondientes acciones, ya que, el importe obtenido en la transmisión de esos derechos de asignación gratuita minoraba, a efectos fiscales, el

---

[375] MARTÍN ARESTI, *La participación de los socios…*, *cit*., págs. 83-85. Sobre la posibilidad de exclusión del derecho de suscripción preferente, SÁNCHEZ ANDRÉS, *El derecho de suscripción…*, *cit*., págs. 377-386.

[376] Esta letra a) del artículo 37 apartado 1 LIRPF fue modificada con, con efectos desde el 1 de enero de 2017, por el artículo Primero apartado Veintidós de la referida Ley 26/2014, de 27 de noviembre.

valor de adquisición de las acciones de las que derivaban dichos derechos. De esta manera, en su caso, las eventuales plusvalías serían superiores como consecuencia de la minoración del precio unitario de adquisición como consecuencia del importe recibido por la venta de los derechos.

No obstante, en el supuesto de que el importe obtenido en la transmisión de los derechos de asignación gratuita superase el valor de adquisición de las acciones de las que derivaban, la diferencia entre ambos tenía la consideración de ganancia patrimonial para el transmitente en el período impositivo en que se producía la transmisión.

En la actualidad, el importe recibido por el accionista persona física como consecuencia de la venta de sus derechos de asignación gratuita en el mercado secundario se considera ganancia patrimonial en el período impositivo en que se produzca la transmisión y, por tanto, se encuentra sujeto a retención.

Cuando nos encontremos ante un accionista persona jurídica que, por tanto, tribute a través del impuesto de sociedades, en la medida en que se cierre un ciclo mercantil completo, se tributará conforme a lo que resulte de la normativa contable aplicable[377], con los ajustes oportunos, en su caso, dispuestos en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del impuesto sobre sociedades.

5. Combinación de las distintas opciones

En las operaciones de *scrip dividends* realizadas en España, no resulta necesario que el accionista participe con la totalidad de sus acciones —o, en concreto, con la totalidad de sus derechos de asignación gratuita—, sino que se permite que el accionista opte por las distintas opciones que se le ofrecen únicamente con una parte

[377] De conformidad con el artículo 10 apartado 3 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del impuesto sobre sociedades "*En el método de estimación directa, la base imponible se calculará, corrigiendo, mediante la aplicación de los preceptos establecidos en esta ley, el resultado contable determinado de acuerdo con las normas previstas en el Código de Comercio, en las demás leyes relativas a dicha determinación y en las disposiciones que se dicten en desarrollo de las citadas normas*".

de ellos. Evidentemente, con la parte de los derechos de asignación gratuita que no participe en una opción deberá participar en otra, de manera que, en estos casos, se produce una combinación de las distintas opciones.

Consecuentemente, creemos conveniente considerar esta combinación como una opción propiamente dicha —la cuarta opción—, ya que se encuentra expresamente prevista en los documentos informativos publicados por las sociedades con ocasión de cada ejecución del aumento de capital en el marco de las operaciones de *scrip dividends*.

En el régimen español, la combinación de distintas opciones se produce con relativa frecuencia, sobre todo, en el supuesto de que el accionista decida ejercer sus derechos de asignación gratuita para suscribir nuevas acciones. Como hemos analizado anteriormente, una de las soluciones a los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva, consiste en transmitir los derechos de asignación gratuita «sobrantes», bien en el mercado secundario o bien a la propia sociedad. Consecuentemente, nos encontraríamos ante una combinación primera-segunda opción o primera-tercera opción. En este sentido, podemos afirmar que, como consecuencia de la falta de regulación *ad hoc* de la operación, no hay una solución preestablecida para el supuesto en que el número de derechos de asignación gratuita que corresponden al accionista no se corresponda con la posibilidad de suscribir un número entero de acciones. Debido a ello, como hemos expuesto, es el accionista quien debe buscar la forma de solucionar los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva, generalmente, mediante la combinación de distintas opciones.

Sobre los principales aspectos de esta operación, hemos de poner de manifiesto que las consideraciones realizadas con anterioridad en las distintas opciones resultarán igualmente de aplicación en los supuestos de combinación de opciones, si bien, únicamente, en relación con el número de derechos de asignación gratuita con los que el accionista participe en cada una de ellas.

Esta posibilidad de combinar distintas opciones no es admitida, con carácter general, en otros regímenes de los *scrip dividends*, como el de Reino Unido y Francia. Así, por ejemplo, en Reino Unido, la posibilidad de participar en el *scrip dividend* con un número inferior de acciones de la sociedad al número total que componen la cartera de cada accionista [*partial elections*], únicamente se permite si está expresamente contemplado en el procedimiento y el accionista está debidamente autorizado por el consejo de administración de la sociedad.

Por su parte, en Francia, aunque existe un importante sector de la doctrina francesa que se muestra favorable a esta posibilidad, lo cierto es que el criterio que se viene manteniendo hasta la actualidad en las operaciones de *paiement du dividendo en actions* es el contrario. De esta manera, en Francia, el accionista debe ejercer su opción por la totalidad del importe del dividendo que la junta general ordinaria ha acordado distribuir en acciones y, sobre ese importe acordado, el accionista no puede realizar una combinación para recibir parte en acciones y parte en efectivo.

En este sentido, y de cara al régimen jurídico que proponemos para los *scrip dividends* en España consideramos que, si la solución a los desajustes respecto al número entero de acciones a asignar se encuentra prevista normativamente, la posibilidad de combinar las distintas opciones no resulta tan necesaria. Cierto es que, mediante esta combinación de opciones se proporciona una mayor flexibilidad a los accionistas, sin embargo, genera una mayor dificultad práctica en la gestión de la operación.

Por ello, entendemos que, en el régimen jurídico para los *scrip dividends* españoles que proponemos, que debería regularse expresamente que el accionista debe ejercer su opción por la totalidad del importe del dividendo, no siendo posible, por tanto, la combinación de opciones.

6. Los factores condicionantes de la elección del accionista

En el marco de las operaciones de *scrip dividends*, los accionistas deben decidir cuál, de las distintas opciones que la configuración jurídica de estas operaciones les ofrece, es la que mejor se adapta a sus preferencias y necesidades particulares. Así, los accionistas deben elegir entre la suscripción de nuevas acciones de la sociedad o la recepción de un importe en efectivo, bien derivada de la aceptación del compromiso de compra asumido por la sociedad o de la venta de derechos de asignación gratuita en el mercado secundario.

En esta elección inciden, de manera directa o indirecta, diversos factores que podemos denominar «factores condicionantes» de las elecciones de los accionistas. Estos factores son de diversa índole, de modo que podemos encontrarnos con factores condicionantes que se refieren a las motivaciones de los accionistas, a las condiciones del mercado, tanto de la tendencia bursátil de las propias acciones como de los derechos de asignación gratuita o, incluso, a aspectos regulatorios, como el tratamiento fiscal que resulta de aplicación a cada una de las opciones.

En la mayoría de los casos, las elecciones de los accionistas no vienen determinadas por uno sólo de estos factores condicionantes, sino que, en la práctica, éstos son valorados de manera conjunta, de acuerdo con las circunstancias propias de cada accionista. Así, la conjugación de estos condicionantes será la que, en realidad, determine las elecciones concretas, sin perjuicio de que la opción final elegida dependa del factor al cual el accionista otorgue primacía. Pese a ello, a efectos de lograr una mayor claridad expositiva, consideramos conveniente analizar estos factores condicionantes de la elección del accionista de manera independiente. A modo de cierre, analizaremos posibles supuestos de conjugación de estos factores[378].

[378]Salvo referencia expresa en otro sentido, en este análisis no tomaremos en consideración los gastos y comisiones aplicables a las distintas opciones.

Lo habitual es que, en la práctica, la ejecución del aumento de capital se efectúe libre de gastos y de comisiones en cuanto a la asignación de las nuevas acciones emitidas, ya que la sociedad asume los gastos de emisión, suscripción, puesta en circulación, admisión y demás relacionados con la ejecución

6.1. *La tipología de accionistas: el binomio «liquidez-participación»*

El carácter abierto y la existencia de un elevado número de accionistas son dos rasgos característicos y diferenciales de las sociedades anónimas cotizadas frente a otras tipologías societarias[379]. Como consecuencia de ello, considerar que todos los accionistas de una sociedad anónima cotizada tienen un mismo interés en relación con la política de distribución de beneficios de la sociedad, resultaría un planteamiento equivocado ya que, en realidad, existe una pluralidad de intereses y motivaciones en virtud de las circunstancias personales del accionista en cada momento.

Sin embargo, pese a esta pluralidad, estos intereses diversos de los accionistas pueden agruparse en dos bloques principales que dan lugar a dos tipos diferenciados de accionistas: los «accionistas-ahorradores» y los «accionistas-gestores»[380].

Por un lado, el interés y la motivación principal de los «accionistas-ahorradores» consiste en obtener el máximo rendimiento económico a corto plazo. Estos accionistas, generalmente, pequeños inversores, suscriben acciones de una sociedad cotizada con la finalidad de obtener una alta rentabilidad económica, principalmente, vía dividendos en efectivo.

---

del aumento de capital. Por su parte, las entidades participantes en Iberclear en las que los accionistas tengan depositadas sus acciones podrán establecer, de acuerdo con la legislación vigente, las comisiones y los gastos repercutibles en concepto de administración que libremente determinen derivados del mantenimiento de los valores en los registros contables. Asimismo, estas entidades participantes podrán establecer las comisiones y los gastos repercutibles en concepto de tramitación de órdenes de compra y venta de derechos de asignación gratuita que libremente determinen.

Consecuentemente, esta diferencia en los gastos y comisiones aplicables a cada una de las opciones pueden incidir en la elección del accionista, tras valorar los factores condicionantes analizados en este apartado. Por ello, las conclusiones alcanzadas parte de un escenario neutro en comisiones y gastos.

[379] *Vid*., sobre esta caracterización de las sociedades anónimas cotizadas, TAPIA HERMIDA, *Sociedades anónimas cotizadas* …, págs. 35-36.

[380] La doctrina utiliza diversas denominaciones para referirse a estos tipos de accionistas. Así, «pequeño accionista» y «gran accionista» (ILLESCAS ORTIZ, *El derecho del socio al dividendo*…, *cit*., págs. 140-141); «accionista *risparmiatori* [ahorrador]» y «accionista *imprenditori* [empresario]» (MUÑOZ MARTÍN, «El derecho al dividendo», *cit*., pág. 317); «accionista-ahorrador» y «accionista-empresario» (GARCÍA-MORENO GONZALO, «La posición del socio minoritario … », *cit*., pág. 969); «accionista de ahorro» y «accionista de control» (GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J. A., *Los dividendos a cuenta*, Ed. Tecnos, Madrid, 1991, pág. 19); «accionistas inversores» y «socios de control» (FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica del accionista inversor*, Monografía RdS nº 14, Ed. Aranzadi, Elcano, 2000, págs. 34-37).

Por otro lado, los «accionistas-gestores» son grandes accionistas comprometidos en la actividad de la sociedad y en conseguir la estabilidad de ésta mediante el reforzamiento de sus recursos propios. Así, la finalidad de la inversión de estos accionistas no consiste en la obtención de una retribución económica inmediata, sino que consiste en la búsqueda de poder decisorio en la sociedad para lograr reinvertir, en beneficio de la actividad societaria, el resultado positivo de la actividad social.

Como podemos advertir de lo expuesto, los intereses principales de uno y otro tipo de accionistas, en relación con la distribución de beneficios, son intereses contrapuestos, concretamente, se sitúan en el relevante binomio societario «liquidez-participación». Así, mientras que los «accionistas-ahorradores» se decantan por el primero de estos términos, es decir, por una distribución del beneficio entre los accionistas, los «accionistas-gestores» prefieren retener dicho beneficio en la sociedad a través de vías que les permitan aumentar su participación en la sociedad, de manera que optan por el segundo término del binomio.

La utilización de las operaciones de *scrip dividends* como fórmula retributiva, permite realizar una distribución del beneficio que, a través de las distintas opciones que se presentan a los accionistas, satisface los intereses principales tanto de los «accionistas-ahorradores» como de los «accionistas-gestores». En este sentido, la preferencia de cada tipo de accionista por uno u otro de los términos del binomio «liquidez-participación», resulta el factor condicionante para determinar la elección del accionista.

De esta manera, los «accionistas-ahorradores» elegirán la opción que les permita recibir liquidez inmediata, es decir, una opción a través de la que reciban un importe en efectivo. Consecuentemente, estos accionistas optarán por la venta de sus derechos de asignación gratuita, bien a través de la que venimos denominando segunda opción —la venta de estos derechos a la sociedad mediante la aceptación del

compromiso irrevocable de compra—, o de la tercera opción —la venta de estos derechos en el mercado secundario—[381].

Por su parte, los «accionistas-gestores» se decantarán por la opción que les permita aumentar su porcentaje de participación en la sociedad y, por ello, evitarán el efecto dilutivo que generan las opciones que proporcionan una retribución en efectivo. Consecuentemente, optarán por la que venimos denominando primera opción —la suscripción de acciones de nueva emisión— que, a mayor abundamiento, les permite aumentar su porcentaje de participación en la sociedad.

6.2. *La tendencia bursátil de las acciones de la sociedad*

De manera general, la tendencia del mercado tiene una clara influencia, tanto positiva como negativamente, en las decisiones de inversión y, especialmente, en las decisiones de inversión en renta variable. En concreto, las decisiones de inversión relacionadas con las acciones de una determinada sociedad dependen, en gran medida, de si el curso de sus cotizaciones bursátiles es alcista o de si éste es bajista.

Consecuentemente, esta influencia de la tendencia bursátil de las acciones se hace extensible a las operaciones de *scrip dividends*, en su condición de operaciones en las que, *grosso modo*, debe adoptarse la decisión de aumentar o no el número de acciones con las que se participa en la sociedad. Por esto motivo, podemos considerar la tendencia bursátil de las acciones como un factor condicionante de la elección del accionista en estas operaciones. En este sentido, si bien es cierto que, en el ámbito de las operaciones de *scrip dividends*, la tendencia bursátil que mayor relevancia tiene a la hora de decantarse por una u otra opción es la tendencia bursátil a corto plazo, también tiene una influencia relevante en esta decisión la tendencia de las acciones a largo plazo.

[381] Dentro de estas dos opciones, la preferencia por una o por otra vendrá marcada, principalmente, por el precio de cotización que alcancen los derechos de asignación gratuita durante el «período de negociación de los derechos de asignación gratuita», en concreto, respecto al precio del compromiso de compra asumido por la sociedad (*Vid*. *infra* Cap. V, § 6.3).

6.2.1. La tendencia bursátil a corto plazo

La tendencia bursátil de las acciones a corto plazo condiciona la decisión del accionista como consecuencia de la configuración propia de las operaciones de *scrip dividends*, concretamente, de la forma de cálculo del precio de referencia de las nuevas acciones.

En este sentido, en tanto que este precio se calcula a partir de la cotización de las acciones de la sociedad en el período de referencia[382], la evolución de la cotización de mercado respecto a ese precio de referencia con posterioridad al período considerado, resulta clave a la hora de adoptar una decisión. Concretamente, los accionistas se ven condicionados por la evolución de la cotización de las acciones durante el período en que deben elegir la forma en que desean recibir su dividendo.

Si el precio de las acciones mantiene una tendencia alcista durante el referido período de elección, esto es, si evolucionan al alza, la operación resultará atractiva para los accionistas ya que, a través del *scrip dividend*, podrán suscribir acciones de la sociedad a un precio inferior al precio de mercado. Consecuentemente, en este supuesto, los accionistas se decantarán por la primera opción y, por tanto, suscribirán nuevas acciones de la sociedad a unas condiciones más ventajosas que las de mercado.

Si, por el contrario, este precio evoluciona a la baja durante dicho período de elección, los accionistas preferirán recibir su dividendo en efectivo ya que, si suscribieran las nuevas acciones en el marco de la operación, lo harían a un precio superior al que tendrían esas acciones si las adquirieran directamente del mercado. Consecuentemente, en este caso, los accionistas se decantarán por la segunda opción o por la tercera opción y, por tanto, venderán sus derechos de asignación gratuita —bien

[382] Como ya hemos analizado, el precio de cotización de las acciones que se toma como referencia es la media aritmética de los precios medios ponderados de la acción de la sociedad en las Bolsas de Valores en las que cotiza y el período de referencia coincide con las cinco sesiones bursátiles anteriores al acuerdo del aumento del consejo de administración de llevar a efecto el aumento de capital (*Vid*. *supra* Cap. IV, § 4.4).

a la propia sociedad o bien en el mercado secundario— para recibir como contraprestación el importe correspondiente en efectivo[383].

Esta evolución bursátil del precio de las acciones de la sociedad durante este período de solicitudes puede ejercer una influencia de tal importancia en las decisiones de los accionistas que, otros países con una mayor experiencia práctica en estas operaciones, como Reino Unido o Francia, han creado variedades de *scrip dividends* o han establecido mecanismos que otorgan un mayor margen de bajada del precio de las acciones y, por tanto, mitigan su efecto negativo sobre la aceptación por parte de los accionistas. Tal es el caso de los *enhanced scrip dividends* en Reino Unido[384], o del descuento aplicado sobre el precio de emisión de las acciones en Francia[385]. Asimismo, la falta de atractivo de estas operaciones de *scrip dividends* en períodos bajistas, se evita con la posibilidad establecida en el régimen británico de cancelar la oferta de *scrip dividends* cuando la cotización de las acciones baje significativamente durante el período comprendido entre la realización de la oferta y el fin del período para solicitar el pago del dividendo en acciones[386].

Así, en el caso de los *enhanced scrip dividends* británicos, hemos de recordar que el accionista que opta por recibir el dividendo en acciones recibe un importe equivalente superior a aquel que opta por recibir el dividendo en efectivo. Consecuentemente, debido a esta mejora en el valor del importe equivalente, para que al accionista le compense perder esa mejora y recibir el importe en efectivo, la bajada que debe experimentar el precio de mercado de las acciones ha de ser superior que en los *scrip dividends* «normales».

---

[383] Dentro de estas dos opciones, la preferencia por una o por otra vendrá marcada, principalmente, por el precio de cotización que alcancen los derechos de asignación gratuita durante el «período de negociación de los derechos de asignación gratuita», en concreto, respecto al precio del compromiso de compra asumido por la sociedad (*Vid*. *infra* Cap. V, § 6.3).

[384] *Vid*. *supra* Cap. II, § 4.1.2.

[385] *Vid*. *supra* Cap. III, § 4.4.5.

[386] *Vid*. *supra* Cap. II, § 5.7.

Por ello, podemos afirmar que los *enhanced scrip dividends* sirven para mitigar la incidencia negativa que la tendencia bursátil bajista de las acciones tiene sobre la aceptación de la operación. Ante una misma bajada del precio de mercado de las acciones, en los *enhanced scrip dividends* aún resultará más ventajoso optar por recibir el dividendo en acciones.

En relación con el posible descuento aplicable sobre la media de las cotizaciones de las acciones (*ex* artículo 232-19 del *Code de Commerce*), podemos realizar una reflexión semejante. En este sentido, si bien la principal razón a la que obedece el referido descuento es hacer más atractiva la operación, de manera que se puedan recibir acciones de la sociedad a un precio inferior al que se adquirirían en el mercado bursátil, este descuento también sirve para mitigar el efecto negativo de posible bajadas del precio de cotización de las acciones. Así, para que al accionista le resulte más ventajoso recibir el dividendo en efectivo que recibirlo en acciones, no sirve con una bajada de precio cualquiera, sino que el precio de cotización debe experimentar una bajada superior al porcentaje de descuento previamente aplicado en el cálculo del precio de referencia.

6.2.2. La tendencia bursátil a largo plazo

La tendencia bursátil de las acciones a largo plazo condiciona la decisión del accionista, principalmente, para determinar si desea, o no, incrementar su participación en la sociedad. En principio, en las operaciones de *scrip dividends*, este incremento de la participación en la sociedad se produce al elegir la opción de suscribir nuevas acciones de la sociedad, frente a las opciones que permiten recibir una cantidad en efectivo.

De esta manera, a efectos de determinar la influencia que ejerce esta tendencia bursátil a largo plazo en el marco de estas operaciones, podemos considerar esta suscripción de nuevas acciones como una inversión en la sociedad *ex novo*. Consecuentemente, cuando exista la previsión de que la sociedad evolucionará en sentido alcista, el accionista tendrá preferencia por incrementar su participación en la

sociedad. Por el contrario, cuando las previsiones para la sociedad sean bajistas, el accionista preferirá no aumentar su participación en la sociedad.

Sin embargo, en el ámbito de estas operaciones de *scrip dividends*, sería más conveniente considerar esta tendencia bursátil a largo plazo como un «factor condicionante indirecto». Tal es así porque, generalmente, la decisión inmediata del accionista para elegir entre las distintas opciones que se le presentan, no viene determinada directamente por esta tendencia a largo plazo, sino que el condicionante directo de dicha decisión es la tendencia bursátil de las acciones a corto plazo. Todo ello, sin perjuicio de que, con posterioridad, el accionista realice las operaciones que resulten convenientes, al margen de la propia operación de *scrip dividend*, para incrementar, o para no incrementar, su participación en la sociedad conforme a lo que aconseje la tendencia bursátil de las acciones a largo plazo.

Así, estas operaciones al margen de la operación de *scrip dividend* consistirán en que el accionista compre acciones de la sociedad en el mercado secundario con el efectivo recibido por la venta de los derechos de asignación gratuita —incrementando, por tanto, su participación en la sociedad—, o en que venda en el mercado secundario las nuevas acciones suscritas al ejercitar sus derechos de asignación gratuita —reduciendo, consecuentemente, su participación en la sociedad—.

6.3. *El precio de cotización de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario*

Este precio de cotización de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario como factor condicionante de la elección del accionista, al contrario que los restantes factores que venimos analizando, no condiciona la elección entre todas las opciones presentadas, sino que es un factor que el accionista debe considerar una vez que ha optado por recibir su dividendo en efectivo. Así, cuando el accionista ha decidido proceder a la venta de sus derechos de asignación gratuita, este factor le permite decidir entre aceptar el compromiso de compra asumido por la sociedad, vendiéndole a ésta sus derechos, o vender los derechos en el mercado secundario.

Así, la influencia que este precio de cotización de los derechos de asignación gratuita puede ejercer sobre la decisión del accionista se deriva del hecho de que, mientras que en la venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad, el precio de transmisión se encuentra fijado y garantizado por ésta en las condiciones de la operación de *scrip dividend*, cuando la venta de estos derechos se produce en el mercado secundario *ex* artículo 306 apartado 2 LSC, el precio de estos derechos viene determinado libremente por las fuerzas del mercado, principalmente, la oferta y la demanda.

De esta manera, si la cotización de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario se sitúa por encima del precio del compromiso irrevocable de compra de derechos asumido por la sociedad, el accionista optará por la que venimos denominando tercera opción y, por tanto, venderá sus derechos en el mercado secundario.

Si, por el contrario, la cotización de los derechos de asignación gratuita se sitúa por debajo del precio del compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad, el accionista preferirá aceptar dicho compromiso y vender sus derechos de asignación gratuita a la sociedad.

Esta consideración se queda en mera teoría. En la práctica, como ya hemos referido anteriormente, el precio del compromiso de compra actúa, en cierto sentido, como «suelo de cotización» de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario, al menos, durante el «período de solicitud del dividendo en efectivo», por lo que la cotización de los derechos de asignación gratuita no llega a situarse por debajo del precio del compromiso irrevocable de compra asumido por la sociedad.

Una vez transcurrido dicho período y hasta la finalización del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita», sí que es posible que la cotización de los derechos de asignación gratuita baje por debajo de dicho «suelo de cotización». Sin embargo, en ese momento, ya no condiciona la elección del accionista, pues si éste desea recibir un importe en efectivo en lugar de suscribir

nuevas acciones, únicamente tiene la opción de vender sus derechos de asignación gratuita en el mercado secundario, asumiendo las posibles bajadas en el precio de cotización de los mismos.

6.4. *El régimen fiscal aplicable a las distintas opciones del scrip dividend: el «efecto impositivo»*

En una situación en la que no hubiera impuestos que gravaran las distintas opciones que se ofrecen a los accionistas en las operaciones de *scrip dividends* o en la que todas las opciones recibieran el mismo tratamiento contable, a los accionistas les resultaría fiscalmente indiferente optar por cualquiera de ellas y, consecuentemente, se guiarían únicamente por sus preferencias de carácter financiero.

La primera de las situaciones referidas —ausencia de tributación— es utópica mientras que la segunda de ellas —tributación igualitaria— se produce en otros países de nuestro entorno, como Reino Unido[387] y Francia[388], pero no en España.

Conforme al régimen fiscal español, cada una de las distintas opciones ofrecidas a los accionistas en estas operaciones se encuentra sometida a una tributación concreta y diferente[389]. De esta manera, en las operaciones de *scrip dividends* se produce lo que podríamos denominar un «efecto impositivo» en virtud del cual, la diferente fiscalidad aplicable a cada opción puede condicionar y, por tanto, tener cierta influencia en las decisiones que se adoptan en relación con la operación. Esta influencia no se limita únicamente al ámbito de los destinatarios de las opciones, es decir, a los accionistas, sino que también puede afectar a las propias sociedades

[387] En Reino Unido, tanto la recepción del dividendo en efectivo como la recepción del dividendo en acciones, tributan conforme al tipo aplicable a las rentas, basándose en el valor del dividendo en efectivo (*section* 249 de la ICTA 1998 y *section* 412 de la ITTOIA 2005).

[388] En Francia, el accionista tributa por un rendimiento igual al importe del dividendo que percibe, cualquiera que sea la modalidad de pago —en efectivo o en acciones— que haya elegido (artículo 117 quater CGI y artículo 158 apartado 3 CGI).

[389] El diferente tratamiento fiscal aplicable a cada una de las opciones de estas operaciones ha sido expuesto por la Dirección General de Tributos en su contestación de 29 de julio de 2009 a la consulta vinculante V1777-09 (Disponible en http://petete.minhafp.gob.es/consultas/?num_consulta=V1777-09).

emisoras, en tanto que sus obligaciones financieras sean diferentes con cada una de las opciones elegidas por los accionistas.

Así, por un lado, el «efecto impositivo» puede condicionar las decisiones de los accionistas y, por tanto, influir en la aceptación de la operación, en la medida en que éstos primen el aspecto fiscal y se decanten por aquella opción que les resulte fiscalmente más ventajosa. Por todo lado, si las obligaciones fiscales de las sociedades varían en función de que sus dividendos sean abonados en efectivos o sean abonados en acciones, éstas se verán más o menos incentivadas para ofrecer esta modalidad retributiva a sus accionistas y, por tanto, intentarán hacerla más o menos ventajosa, tal como ocurrió en la década de los 90 en el Reino Unido con los *enhanced scrip dividends*[390].

Conforme a lo expuesto, los cambios en la política fiscal que afecten al gravamen al que se someten estas opciones de los *scrip dividends* pueden incidir, de manera significativa, en que los accionistas se decanten por una u otra opción de las que se les presentan.

Así, en el régimen español, hasta la eliminación de la exención de los primeros 1500 € cobrados en concepto de dividendo, la opción de vender los derechos de asignación gratuita a la sociedad era la opción fiscalmente más ventajosa para el accionista, siempre que el importe recibido fuera inferior a dicho límite, ya que dicha contraprestación no estaba sometida a tributación alguna al tratarse de una renta exenta.

Sin embargo, la eliminación de dicha exención a partir del 1 de enero de 2015, favoreció que los inversores se decantaran por alguna de las otras dos vías, bien por la venta de los derechos en el mercado si su deseo era recibir un importe en efectivo, o por la suscripción de nuevas acciones, si deseaba aumentar su participación en la sociedad. A mayor abundamiento cuando, conforme al régimen vigente en ese momento, la tributación de ambas opciones se postponía al momento de la eventual

[390] *Vid*. *supra* Cap. II § 2.

venta de las acciones —de las nuevas acciones y/o de las que otorgaron los derechos de asignación gratuita transmitidos en el mercado—.

Posteriormente, el cambio normativo en el régimen fiscal aplicable a la transmisión de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario en vigor desde el 1 de enero de 2017, ha situado a esta opción en desventaja, ya que el importe recibido pasa a considerarse como ganancia patrimonial en el período impositivo en que se produce la transmisión y, por tanto, se encuentra sujeto a retención[391]. Como consecuencia de ello, en la actualidad, la opción fiscalmente más ventajosa es la de suscripción de nuevas acciones, en tanto que permite diferir la tributación al momento de la eventual venta de las acciones.

Una forma de neutralizar este «efecto impositivo» sería someter a la misma tributación todas las opciones como rendimiento del capital mobiliario. A estos efectos el valor de referencia sería el importe del dividendo en efectivo.

6.5. *La conjugación de factores condicionantes*

Como ya hemos referido con anterioridad, en la mayoría de los casos, las elecciones de los accionistas no vienen determinadas por uno sólo de estos factores condicionantes analizados, sino que, en la práctica, estos factores deben ser valorados de manera conjunta, de acuerdo con las circunstancias propias de cada accionista y del propio mercado.

En ocasiones, todos los factores pueden condicionar la elección del accionista en un mismo sentido, bien sea para recibir el dividendo en efectivo o para recibirlo en acciones. Este escenario no genera mayores complicaciones. Sin embargo, también

[391] Este cambio normativo establece la misma tributación tanto para la venta de los derechos de asignación gratuita a la sociedad como para su venta en el mercado secundario, al encontrarse ambos supuestos sometidos a la correspondiente retención. Sin embargo, a la venta de derechos de asignación gratuita en el mercado secundario se le aplican comisiones y gastos en concepto de la tramitación de órdenes de compra y venta de estos derechos, las cuales no se aplican cuando los derechos se transmiten a la sociedad.

podemos encontrarnos con escenarios en los que no todos estos factores condicionantes apunten hacia una misma elección.

Así, un primer escenario sería aquel en el que el accionista desee incrementar su participación en la sociedad, bien porque nos encontremos ante un «accionista-gestor» o porque la tendencia bursátil alcista de las acciones a largo plazo resulte favorable a este incremento de la participación, pero que la tendencia bursátil a corto plazo sea bajista. Consecuentemente, para lograr el incremento deseado, el accionista debería optar por la suscripción de nuevas acciones, pero conforme a la tendencia bajista a corto plazo, le resulta más favorable la venta de los derechos de asignación gratuita —a la sociedad o en el mercado secundario—.

Ante este escenario, el accionista puede beneficiarse de todas estas circunstancias y, asimismo, lograr satisfacer su interés de incrementar su participación en la sociedad. Para ello, el accionista debería optar por recibir su dividendo en efectivo y, posteriormente, adquirir en el mercado secundario las acciones que le permitan incrementar su participación accionarial en la sociedad, utilizando para ello el importe recibido en pago de su dividendo —y, debido a la tendencia bajista a corto plazo, a unas condiciones de precio más ventajosas que en el *scrip dividend*—[392].

Un segundo escenario que podría presentarse sería aquel en que el accionista no desee incrementar su participación en la sociedad, bien porque nos encontremos ante un «accionista-ahorrador» o porque la tendencia bursátil bajista de las acciones a largo plazo resulte desfavorable a dicho incremento, pero que la tendencia bursátil a corto plazo sea alcista. En este caso, para recibir el efectivo deseado, el accionista debería optar por la venta de los derechos de asignación gratuita —a la sociedad o en el mercado secundario—, pero conforme a la tendencia alcista a corto plazo, le resulta más favorable la suscripción de nuevas acciones en el marco de las operaciones de

[392] Ha de tenerse en cuenta que, en este caso, la suscripción de acciones no estaría exenta de comisiones y gastos, como sí que lo está, por el contrario, en el marco de las operaciones de *scrip dividends*.

scrip dividends, ya que las suscribe a una condiciones más ventajosas que las de mercado.

En este escenario, como en el anterior, el accionista puede beneficiarse de todas estas circunstancias y, asimismo, lograr satisfacer su interés de recibir un importe en efectivo y no incrementar su participación en la sociedad. Para ello, el accionista debería optar por suscribir nuevas acciones para proceder a su posterior venta, obteniendo una ventaja económica como consecuencia de la tendencia alcista de estas acciones a corto plazo[393]. A través de esta venta, además de obtener el correspondiente importe en efectivo, el accionista revertiría el incremento de su participación en la sociedad que se habría producido por la suscripción de las nuevas acciones en el marco de la operación de *scrip dividend*.

[393] *Vid*. en este sentido, SÁNCHEZ ANDRÉS, «Principios, casos y conceptos… », *cit*., pág. 889; ídem, «Acotaciones a una doctrina reciente…», *cit*., págs. 4720-4721; VÁZQUEZ CUETO, *Régimen jurídico*…, pág. 169.

Conclusiones preliminares

I. Las cuatro opciones que se ofrecen a los accionistas en las operaciones de *scrip dividends* en España, frente a las dos únicas opciones que se les ofrecen en los regímenes comparados —Reino Unido y Francia—, responden a la configuración jurídica de la operación como una coordinación de dos operaciones independientes: la aplicación del resultado y el aumento de capital con cargo a reservas.

En dicha coordinación, los accionistas no pierden ninguna de las opciones que les corresponderían en caso de que cada una de esas operaciones fuera ejecutada independientemente, sino que se les presentan y se les ofrecen todas.

Sin embargo, consideramos que en un régimen jurídico de aplicación específica para los *scrip dividends*, estas opciones deberían limitarse únicamente a dos: recibir el dividendo en efectivo o recibir el dividendo en acciones. De esta manera, se garantiza la finalidad de la operación, que no es otra que la de satisfacer el derecho de los accionistas a participar en las ganancias sociales *ex* artículo 93 letra a) LSC.

II. Con el régimen actual en España, para los accionistas que optan por recibir su dividendo en acciones, la operación se configura como un aumento de capital con cargo a reservas, mediante el que suscribirán acciones de nueva emisión.

III. El aumento de capital por emisión de nuevas acciones es la modalidad que resulta más adecuada a las operaciones de *scrip dividends*, en tanto que permite la atribución de derechos de asignación gratuita a los accionistas —los cuales desempeñan un papel clave en la operación española para poder satisfacer el dividendo a cada accionista en la forma deseada—, y evita que deban crearse distintas series de acciones con ocasión de cada operación que se ejecute.

IV. En la operación actual, las soluciones a los desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita necesarios para suscribir una acción nueva pueden determinarse libremente por el accionista en el marco de la propia operación, bien

vendiendo los derechos de asignación gratuita «sobrantes» o adquiriendo los derechos de asignación «faltantes».

Sin embargo, en el régimen jurídico que proponemos para los *scrip dividends* en España consideramos conveniente que las posibles soluciones a estos supuestos se encuentren previstas normativamente y, posteriormente, sea la junta general ordinaria de accionistas la que determine cuál de ellas resulta de aplicación en cada pago.

V. Respecto a la «opción subsidiaria», resulta cierto que, si la operación se configura como un ofrecimiento del pago del dividendo en acciones, ante la falta de aceptación por parte del accionista, sería lógico que éste recibiera su dividendo en efectivo, tal como sucede en Reino Unido y Francia.

Sin embargo, hemos de tener en cuenta dos características fundamentales de la opción de recibir el dividendo en acciones: por un lado, es la opción mas protectora de los intereses de los accionistas, en tanto que no les genera el efecto adverso de la dilución; por otro lado, es la opción que contribuye a la finalidad de la operación, esto es, el reforzamiento de los fondos propios.

Sin embargo, esta conclusión podría cambiarse si se estableciera normativamente alguno de los «mecanismos antidilución» que hemos apuntado, en cuyo caso podría regularse el dividendo en efectivo como opción subsidiaria, ya que los intereses de los accionistas estarían protegidos.

VI. En el actual régimen aplicable en España, para los accionistas que optan por recibir su dividendo en efectivo, la operación se materializa a través de una compra de los derechos de asignación gratuita, a través de un compromiso que asume la sociedad para adquirirlos a un precio garantizado.

Consecuentemente, este compromiso de compra, aparte de una característica diferenciadora de estas operaciones frente a los aumentos de capital con cargo a reservas «puros» es esencial en estas operaciones, ya que es el mecanismo que permite al accionista recibir el dividendo en efectivo.

VII. El ámbito objetivo del compromiso irrevocable de compra de derechos de asignación gratuita asumido por la sociedad, debe limitarse a los derechos de asignación gratuita atribuidos originariamente a cada accionista y en el mismo número en que fueron atribuidos en ese momento. De esta manera, se garantiza que únicamente participen de la operación aquellos accionistas legitimados para participar en el reparto del dividendo y se garantiza las reglas básicas de este reparto.

VIII. El precio de compra garantizado al que la sociedad se compromete a adquirir los derechos de asignación gratuita es equivalente al importe del dividendo en efectivo. Sin embargo, resulta más adecuado a efectos de simplificar la operación, invertir el orden de concreción de los aspectos, de manera que el importe a recibir en concepto de dividendo en efectivo se determine como si de un dividendo tradicional se tratase.

IX. Como consecuencia del artículo 273 LSC, la sociedad adquiere los derechos de asignación gratuita, tanto con cargo a la cuenta del beneficio del ejercicio como con cargo a la cuenta de reservas de libre disposición.

Con la mecánica actual, resultaría más sencillo adquirir los derechos de asignación gratuita con cargo a reservas debido a que, adquirirlos con cargo a beneficios, conlleva la necesidad de realizar estimaciones y cálculos en los supuestos en que la operación se ejecuta para satisfacer dividendos complementarios.

X. La duración del «período de solicitud del dividendo en efectivo» y la del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita», debería ser la misma. El hecho de que los accionistas dispongan de un plazo menor para solicitar su dividendo en efectivo les sitúa en una situación de gravamen que podría vulnerar el principio de igualdad de trato de los accionistas.

XI. Para los accionistas que optan por recibir su dividendo en efectivo, las operaciones de *scrip dividends* generan un efecto adverso: la dilución de su participación previa en la sociedad.

Con la finalidad de eliminar este efecto, pueden introducirse en la operación los que venimos denominando «mecanismos antidilución»: la reducción de capital social mediante la amortización de acciones propias o la entrega de acciones de la autocartera. La recompra de acciones para su amortización, aunque también puede considerarse uno de estos mecanismos, lo consideramos menos eficaz en tanto que solo mitiga el efecto dilutivo y genera un desembolso de efectivo para la sociedad.

XII. En las operaciones de *scrip dividends* españolas se ofrece a los accionistas una opción exclusiva de las operaciones españolas, ya que se deriva de su configuración jurídica como ampliación de capital con cargo a reservas: la posibilidad de vender los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario al precio de cotización en cada momento, no a un precio garantizado.

Esta opción produce un efecto distorsionador de la finalidad de las operaciones de *scrip dividends* ya que, al permitir que las acciones de nueva emisión sean suscritas por terceros, se está ampliando el ámbito subjetivo de la operación respecto al que correspondería en el pago de dividendos, ya que se permite la entrada de terceros que no legitimados para el cobro del dividendo en la *record date*, sin que se hayan seguido las reglas propias de la transmisión del derecho al dividendo, esto es, las reglas de la cesión de créditos.

En este sentido, para que los *scrip dividends* poder ser considerados una modalidad de pago del dividendo, no debe haber alteración del ámbito subjetivo. Por ello, habría que eliminar esta opción de venta de derechos en el mercado secundario.

XIII. La cuarta opción de las operaciones de *scrip dividends* españolas se deriva de la posibilidad de participar en cada una de las opciones únicamente con una parte de los derechos de asignación.

Esta opción juega un papel importante para dar solución a los supuestos en que el número de derechos de asignación gratuita no otorga la posibilidad de suscribir un número entero de acciones.

Sin embargo, si la solución a estos desajustes respecto al número de derechos de asignación gratuita para suscribir una acción nueva se establece normativamente, podría establecerse la obligatoriedad de participar en cada una de las opciones con la totalidad de los derechos ya que, lo contrario, únicamente generaría complicaciones de carácter práctico a las sociedades.

De esta manera, podría prescindirse de la tercera y la cuarta opción, de manera que las opciones de la operación se limitaran a las dos opciones principales, como en los regímenes de derecho comparado.

XIV. Existen diversos factores que pueden condicionar la elección del accionista. La mayor parte de ellos se relacionan con aspectos intrínsecos de los accionistas —sus motivaciones y finalidades—, o con aspectos intrínsecos de la propia la operación —la evolución bursátil de las acciones y la cotización de los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario—. Sin embargo, otros de estos factores —como el régimen fiscal aplicable a las opciones del *scrip dividend*— pueden incidir en la elección en uno y otro sentido según la política legislativa que se aplique.

Aunque considerados individualmente, la decisión final del accionista vendrá determinada por una conjugación de todos estos factores.

Capítulo VI

CONCLUSIONES FINALES

En estas conclusiones exponemos los resultados más relevantes de la investigación, que podemos dividir en tres grandes grupos.

En el primer grupo, recogemos las conclusiones generales de la operación (**conclusiones I** a **III**), alcanzadas en el análisis de las operaciones de *scrip dividends* que hemos realizado, y en el que hemos podido advertir que estas operaciones presentan una serie de aspectos comunes, con independencia de la configuración jurídica que se les otorgue.

En el segundo grupo, recogemos las conclusiones sobre el régimen actual de las operaciones de *scrip dividends* en España (**conclusiones IV** a **VII**), las cuales hemos ido alcanzando al hilo del análisis de la actual configuración jurídica de estas operaciones en nuestro país, en el que hemos detectado los problemas y deficiencias que dicha configuración plantea en la práctica; consecuentemente, hemos realizado las correspondientes propuestas de mejora.

Finalmente, en el tercer grupo, recogemos las conclusiones relativas al nuevo régimen jurídico que proponemos para las operaciones de *scrip dividends* en España (**conclusiones VIII** a **XXI**), ya que entendemos que la actual configuración de estas operaciones en nuestro país no resulta adecuada para instituirlas como una retribución alternativa al tradicional dividendo en efectivo. Por ello, recogemos las conclusiones alcanzadas respecto a las características que debe presentar el nuevo régimen jurídico para estas operaciones en España, el cual ha de subsanar los efectos negativos que se producen en su configuración jurídica actual.

Establecido lo anterior, nuestras conclusiones son las siguientes:

I

La relevancia práctica de las operaciones de *scrip dividends* en España

Las operaciones de *scrip dividends* han entrado con fuerza en la práctica societaria española como forma de retribución al accionista. Desde que se produjo la primera retribución en el mercado español a través de estas operaciones en el año 2009 por el Banco Santander, han sido numerosas las sociedades que las han incorporado a sus políticas retributivas. Entre estas sociedades podemos encontrarnos desde las principales sociedades cotizadas en la Bolsa española —entre ellas, catorce sociedades integrantes del índice Ibex 35— hasta sociedades anónimas no cotizadas.

Como consecuencia de esta relevancia práctica, son muchos los accionistas que se convierten en acreedores de la retribución realizada a través de esta fórmula. Por ello, resulta necesario dotar a esta operación de una configuración jurídica que otorgue la máxima protección a los derechos e intereses de estos accionistas, tanto de los que optan por recibir su dividendo en acciones como de los que optan por recibirlo en efectivo.

Estas operaciones de *scrip dividends* han servido para cumplir los objetivos de conservación de tesorería de las sociedades, ya que la mayoría de las operaciones ejecutadas han tenido una alta aceptación, de manera que los titulares de derechos de adquisición gratuita —originarios o derivativos— que han suscrito nuevas acciones han superado el 90%. La fiscalidad favorable de la suscripción de nuevas acciones y la ausencia de «efecto dilutivo», constituyen dos importantes factores condicionantes de la elección del accionista favorables a esta alta aceptación. No obstante, también debemos tener presente que la suscripción de nuevas acciones actúa como «opción subsidiaria», lo que, junto con la pasividad accionarial tan presente entre el pequeño accionista en el mercado español, es un importante factor que también contribuye a esta alta aceptación.

II

La finalidad «universal» de esta fórmula de retribución al accionista

Las operaciones de *scrip dividends* tienen una finalidad que podemos denominar «universal», común a esta modalidad retributiva en los operaciones de todos los países analizados, con independencia de la configuración jurídica que se les otorgue. Esta finalidad no es otra que la de reforzar los fondos propios de la sociedad, al tiempo que se satisface la correspondiente remuneración al accionista y, por tanto, se transmite una imagen positiva al mercado.

Consecuentemente, esta modalidad retributiva presenta dos ventajas fundamentales: por un lado, permite satisfacer los intereses, generalmente, contrapuestos, de la sociedad y los accionistas y, por otro lado, otorga flexibilidad a los accionistas para decidir la forma en que desean recibir su retribución —en efectivo o en acciones—, satisfaciendo los intereses tanto de los «accionistas-ahorradores» como de los «accionistas-gestores».

III

La «dilución» como efecto adverso e inherente a esta modalidad de retribución al accionista

Como consecuencia de esta modalidad retributiva se produce un aumento de capital, en tanto que conlleva la emisión de nuevas acciones. Sin embargo, no todos los accionistas participan de este aumento de capital, sino únicamente aquellos accionistas que optan por recibir su dividendo en acciones. Consecuentemente, aquellos accionistas que optan por recibir su dividendo en efectivo sufren el denominado «efecto dilutivo».

Para eliminar este efecto adverso pueden implementarse los denominados «mecanismos antidilución». De los mecanismos analizados, el que resulta más eficaz, al eliminar este «efecto dilutivo», es el de la reducción de capital mediante la amortización de un número de acciones propias igual al número de acciones emitidas para ejecutar la retribución.

La entrega de acciones de la autocartera, evita *ab initio* que se produzca dicha dilución ya que no se produce la creación de nuevas acciones y permite que los accionistas puedan elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones. Sin embargo, este mecanismo nos sitúa ante en una operación distinta, concretamente, ante el pago del dividendo *in natura*.

Por su parte, la recompra de acciones para su amortización, al margen de que no elimina el «efecto dilutivo» sino que únicamente lo mitiga, implica que la sociedad tenga que realizar un esfuerzo financiero para la adquisición de las acciones a amortizar, semejante a la satisfacción del dividendo en efectivo, lo cual distorsiona la finalidad de esta modalidad retributiva, que no es otra que la retención de la tesorería.

IV

La anticipación de la realidad societaria al Derecho

En las operaciones de *scrip dividends* en España, la realidad societaria ha ido por delante de la regulación. La incidencia, significativa y desfavorable, de la crisis financiera en los resultados de las sociedades fue lo que determinó que las sociedades tuvieran que buscar una fórmula retributiva que, aún sin encontrarse prevista en la normativa española, les permitiera continuar transmitiendo una imagen positiva hacia los accionistas sin que les supusiera una carga excesiva para su tesorería. Esta fórmula no era otra que las operaciones de *scrip dividends*.

Como consecuencia de la ausencia de previsión normativa de dicha fórmula retributiva, las sociedades tuvieron que realizar un ejercicio de ingeniería jurídica para, con la normativa vigente y las operaciones societarias en ella reguladas, configurar *ad hoc* una fórmula que permitiera al accionista elegir entre recibir su dividendo en efectivo o recibirlo en acciones. Concretamente, esta fórmula retributiva se ha venido configurando jurídicamente mediante la interrelación «coordinada» de la distribución de dividendos y el aumento de capital con cargo a reservas, de manera que se permitiera al accionista realizar la elección entre recibir el dividendo en acciones o en efectivo.

V

La insatisfacción del régimen actual

En la configuración jurídica *ad hoc* de las operaciones de *scrip dividends*, las dos operaciones que se interrelacionan —la distribución de dividendos y el aumento de capital con cargo a reservas—, continúan manteniendo sus características principales propias y sus reglas propias, las cuales no pueden alterarse por el hecho de que la ejecución de dichas operaciones se produzca en el marco de una operación de *scrip dividends*.

Consecuentemente, la mecánica de la operación de *scrip dividends* no es la propia de una distribución de dividendos, sino que estas operaciones, en su configuración actual, mantienen la mecánica de las ampliaciones de capital con cargo a reservas («operación base»), con la singularidad del compromiso de adquisición de los derechos de asignación gratuita asumido por la sociedad. Con ello, los cálculos para determinar tanto el importe del dividendo («precio del compromiso de compra») como el número de acciones nuevas que puede suscribir cada accionista, son numerosos y revisten un cierto grado de complejidad, lo que dificulta la toma de decisiones por el accionista.

Asimismo, al conservar ambas operaciones sus características principales, y sus reglas propias, el régimen actual aplicable a las operaciones de *scrip dividends* genera efectos distorsionadores de la propia finalidad retributiva de la operación, así como disparidades respecto a las reglas que resultan de aplicación.

VI

Los efectos distorsionadores de la finalidad retributiva de la operación que genera el régimen actual

Como consecuencia de que, en las operaciones de *scrip dividends*, tanto la distribución de dividendos como el aumento de capital con cargo a reservas, conservan sus características propias, a los accionistas se les presentan como alternativas las mismas opciones que se les ofrecerían en caso de que estas operaciones fueran

ejecutadas, cada una de ellas, independientemente. Entre estas opciones, la transmisión de los derechos de asignación gratuita, conforme a lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 306 LSC es la opción que genera efectos distorsionadores de esta operación, principalmente, dos.

En primer lugar, como consecuencia de la transmisibilidad de estos derechos, se produce una transmisión de la posición acreedora de la retribución, al margen de las reglas de cesión de créditos que resultan de aplicación en los tradicionales dividendos en efectivo. Tal es así debido a que los derechos de asignación gratuita pueden ser adquiridos en el mercado secundario por terceros —para ejercitarlos o para aceptar el compromiso de compra asumido por la sociedad, en caso de que se permita—, quienes, pese a no estar legitimados en la *record date*, también participan en las ganancias sociales a través de la operación de *scrip dividends*.

En segundo lugar, en tanto que los terceros adquirentes de los derechos de asignación gratuita suscriben nuevas acciones, se produce una alteración en la estructura accionarial de la sociedad produciéndose, incluso, la entrada *ex novo* de terceros no accionistas.

Estos dos efectos exceden de los efectos propios de una modalidad de retribución al accionista, y no se producen en la forma tradicional de pago del dividendo en efectivo.

VII

Las disparidades en las reglas aplicables que genera el régimen actual

Como consecuencia de que, en las operaciones de *scrip dividends*, tanto la distribución de dividendos como el aumento de capital con cargo a reservas, mantienen sus propias reglas, nos encontrarnos con que, en determinados aspectos de estas operaciones, las reglas difieren de una operación a la otra. En concreto, así sucede en relación con la junta general de accionistas que resulta competente para la aprobación de la operación y con el régimen de quórum y mayoría aplicable.

Por un lado, la competencia para resolver sobre la aplicación del resultado y, consecuentemente, para aprobar la distribución de dividendos se encuentra atribuida en exclusiva a la junta general ordinaria de accionistas *ex* artículo 164 LSC. Sin embargo, la LSC no circunscribe a ninguna clase de junta general de accionistas la aprobación de los aumentos de capital con cargo a reservas, por lo que, aun en el marco de operaciones de *scrip dividends*, pueden ser aprobados tanto por juntas generales ordinarias como extraordinarias.

Por otro lado, existe disparidad en el régimen de quórum y mayoría aplicable a cada una de las operaciones, en tanto que la propuesta de aplicación del resultado se encuentra sometida al régimen de quórum ordinario y de mayoría simple, mientras que el aumento de capital con cargo a reservas se encuentra sometido al régimen reforzado. A estos efectos, en el régimen actual, la solución más eficaz sería que las sociedades que deseen retribuir a sus accionistas a través de operaciones de *scrip dividends* eleven estatutariamente el quórum y la mayoría requerida para aprobar la aplicación del resultado hasta el nivel de la aprobación del aumento de capital con cargo a reservas.

VIII

La conveniencia de una regulación específica para las operaciones de *scrip dividends* en Derecho español

La ausencia de una regulación específica de las operaciones de *scrip dividends* en Derecho español determina que deba establecerse una configuración *ad hoc*, lo cual difiere otros ordenamientos jurídicos, como el británico o el francés, en los que existe una regulación para estas operaciones y, por tanto, un marco normativo —bien legal o bien estatutario—, que resulta de aplicación específica para estas operaciones.

Dicha configuración *ad hoc* en el régimen actual genera deficiencias, disparidades y/o distorsiones. Por ello, resulta necesario dotar a esta operación de una configuración jurídica que las subsane, otorgando la máxima protección a los derechos e intereses de estos accionistas, tanto de los que optan por recibir el dividendo en

acciones como de los que eligen recibirlo en efectivo. A mayor abundamiento cuando, como consecuencia de la relevancia práctica de esta modalidad retributiva, son muchos los accionistas cuyos intereses y derechos entran en juego.

IX

La configuración como modalidad de pago del dividendo

La configuración jurídica más adecuada para estas operaciones sería, al igual que se configura en los regímenes de Derecho comparado, entre ellos, Reino Unido y Francia, la configuración como modalidad de pago del dividendo que, en terminología española, podría recibir el nombre de «pago del dividendo en acciones». Así, configurada como una alternativa al dividendo en efectivo se encontraría sometida al régimen de aplicación del resultado y de distribución de dividendos, ya que esta es la finalidad de la operación y, por tanto, las reglas a las que debe someterse.

Como consecuencia de esta configuración, la mecánica de la operación varía, ya que no resulta necesario que la sociedad asuma un compromiso de compra de los derechos de asignación gratuita ni, por tanto, que se instrumente la compraventa de estos derechos. Así, esta nueva mecánica conlleva dos ventajas principales.

Por un lado, se altera el orden de concreción de los diferentes aspectos, siendo el punto de partida el importe del dividendo, como si de un dividendo tradicional en efectivo se tratase. Esto se traduce en una mayor claridad y facilidad para que el accionista adopte la opción que resulte más acorde a sus preferencias y necesidades, ya que, al tener conocimiento del importe del dividendo, del precio de referencia (equivalente al precio de emisión de las acciones) y de la cotización actual de las acciones, con una simple comparativa, el accionista dispone de un criterio financiero para adoptar una decisión fundada.

Por otro lado, en tanto que el valor de este importe en efectivo no se calcula a partir del precio de referencia, se elimina la eventualidad de que el importe del dividendo en efectivo dependa de cualquier factor externo, como la propia cotización del valor en el mercado.

X

La regulación mixta de la operación

En tanto que resulta posible establecer estatutariamente modalidades de pago del dividendo, entendemos que también pueden establecerse estas modalidades de pago legalmente. Así, consideramos conveniente que, en la normativa societaria española, se realice una reforma legislativa, concretamente en la LSC, para introducir una regulación específica aplicable a esta modalidad de pago del dividendo, lo que aportará uniformidad y seguridad jurídica a esta modalidad retributiva.

En esta regulación legal, el pago del dividendo en acciones se presentaría como una opción, cuya elección corresponde libremente al accionista. La mayor parte de los aspectos de la operación serían determinados legalmente (el órgano competente, los requisitos procedimentales, la fórmula de cálculo del precio de referencia, las posibles soluciones a los desajustes, la necesidad de participar en la operación por el número total de acciones o la duración mínima del «período de elección»). En relación con otros aspectos, como la solución concreta que debe aplicarse a los desajustes entre el dividendo a percibir y las acciones a asignar, la posibilidad de cancelación de la oferta de pago del dividendo en acciones o el descuento aplicable sobre el precio de referencia, se establecería una «regulación de máximos» cuya concreción correspondería a la junta general ordinaria de accionistas, con ocasión de cada acuerdo de pago del dividendo, para una mayor adaptabilidad de estas operaciones tanto a las circunstancias del mercado como a las de la propia sociedad.

Sin embargo, consideramos oportuno que las sociedades también incorporen una cláusula estatutaria, de redacción sencilla, para permitir que los accionistas se manifiesten a favor de la posibilidad de que se ofrezca el pago del dividendo en acciones, con los quórum y mayoría reforzados, propios de la modificación estatutaria.

XI

Los requisitos para ofrecer el pago del dividendo en acciones

Al margen de los requisitos generales para la distribución de dividendos, deberían establecerse dos requisitos específicos para que la sociedad pueda ofrecer a sus accionistas la posibilidad de recibir su dividendo en acciones. Estos requisitos serían la introducción de una cláusula estatutaria habilitante y desembolso total de las acciones con carácter previo a ofrecer esta modalidad de pago del dividendo.

A través de la inclusión de una cláusula estatutaria que prevea la posibilidad de que la sociedad ofrezca el pago del dividendo en acciones, los accionistas manifestarían su opinión a favor —mediante quórum y mayoría reforzados— de la posibilidad de que se ofrezca el pago del dividendo en acciones. La redacción de esta cláusula será sencilla, sin hacer referencia a ningún aspecto de la operación (*"La junta general de accionistas o, en el caso de dividendos a cuenta, el consejo de administración, podrá ofrecer a los accionistas una opción entre el pago del dividendo en efectivo o en nuevas acciones de la sociedad, con las condiciones previstas legalmente"*).

Respecto al requisito de que las acciones de la sociedad se encuentren totalmente desembolsadas, al margen de su previsión con carácter general para los aumentos de capital con cargo a aportaciones dinerarias en el artículo 299 apartado 1 LSC, permite respetar el criterio de reparto de dividendos establecido por el artículo 275 apartado 2 LSC.

XII

El órgano competente para la aprobación del pago del dividendo en acciones como modalidad de pago del dividendo

En tanto que proponemos la configuración de estas operaciones como una modalidad de pago del dividendo, éstas deberían encontrarse sometidas a las reglas competenciales propias de la aplicación del resultado y de la distribución de

dividendos. Debido a ello, la competencia exclusiva para su aprobación corresponde a la junta general ordinaria de accionistas *ex* artículo 164 LSC.

En relación con la competencia para aprobar dividendos a cuenta en los que la sociedad desee ofrecer el pago del dividendo en acciones, lo cual resulta bastante habitual, debemos remitirnos a las reglas establecidas en el artículo 277 LSC.

XIII

El régimen de quórum y mayoría para la aprobación del pago del dividendo en acciones como modalidad de pago del dividendo

En el artículo que establezca la configuración del pago del dividendo en acciones, ha de hacerse referencia al régimen de quórum y mayoría que les resulta de aplicación.

En este sentido, en tanto que se configura como una modalidad de pago del dividendo, la aprobación de esta operación ha de encontrarse sometida a las mismas reglas procedimentales que la aplicación del resultado, es decir, a quórum ordinario y a la aprobación por mayoría simple de los votos. No consideramos oportuno someterlo al régimen de quórum y mayoría reforzados, puesto que los accionistas ya habrían aprobado bajo este régimen reforzado la introducción de la cláusula estatutaria habilitante, conforme al régimen que resulta de aplicación a las modificaciones estatutarias.

XIV

La contrapartida más adecuada para esta operación

Debido a la configuración jurídica de la operación como una modalidad de pago del dividendo, debemos estar a lo dispuesto en el artículo 273 LSC. De las partidas en él recogidas con cargo a las cuales puede realizarse el reparto de dividendos, la que consideramos más adecuada es el beneficio del ejercicio.

Así, una vez aprobadas las cuentas anuales y decidida la aplicación del resultado del ejercicio, se aprobará un dividendo por el importe total que correspondería a todas las acciones de la sociedad en circulación, de manera que podría tenerse claramente en consideración lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 273 LSC.

Al mismo tiempo, con la elección del beneficio del ejercicio como contrapartida de la operación, el aumento de capital derivado de las elecciones de los accionistas por recibir el dividendo en acciones también se realizaría con cargo a una de las partidas legalmente previstas en el artículo 295 apartado 2 LSC para materializar los aumentos de capital.

De acuerdo con lo expuesto, en virtud de las elecciones de los accionistas, la parte del beneficio del ejercicio que correspondiera, se entregaría a los accionistas en concepto de dividendo en efectivo y la parte restante, se destinaría a incrementar el capital social, en virtud de las nuevas acciones emitidas. Esta mecánica, no solo guarda mejor lógica con la finalidad de la operación, sino que, con ella, se evitarían tener que realizar estimaciones sobre las elecciones de los accionistas, pues sería simplemente destinar a cada concepto la parte que correspondiera sobre el importe total aprobado.

XV

La conveniencia de la previsión normativa de las posibles soluciones a los desajustes entre el dividendo a percibir y las acciones a asignar

Consideramos conveniente que el artículo de la LSC que recoja el régimen aplicable al pago del dividendo en acciones establezca normativamente las soluciones que resultarían de aplicación a los desajustes entre el dividendo a percibir y las acciones a asignar.

En este sentido, consideramos pertinente que la futura regulación legal recoja dos posibles soluciones, pero sea la junta general ordinaria de accionistas la que determine cuál de ellas resulta de aplicación en cada pago. Estas dos soluciones

posibles serían que el accionista reciba el número entero de acciones inmediatamente inferior más saldo excedente en efectivo o que el accionista reciba el número entero de acciones inmediatamente superior abonando el importe diferencial en efectivo.

Así, mediante esta previsión normativa, se evitaría que la sociedad pudiera establecer otras soluciones como que el importe sobrante revierta a favor de la sociedad o el redondeo al alza o a la baja, aplicadas en otros regímenes, por ejemplo el régimen británico, pero que no consideramos adecuadas para la protección de los derechos e intereses de los accionistas.

XVI

Las opciones ofrecidas al accionista deberían limitarse a dos

La configuración de esta fórmula retributiva como una modalidad de pago de dividendo conlleva que a los accionistas únicamente se les ofrezcan dos opciones: la posibilidad de recibir el dividendo en efectivo o la posibilidad de recibirlo en acciones.

Esta limitación obedece a que, en la configuración actual, la opción de vender los derechos en el mercado secundario genera un importante efecto distorsionador de la finalidad retributiva de la operación al permitir que terceros no legitimados en la *record date* participen en las ganancias sociales a través de la operación de *scrip dividends*. Este efecto distorsionador justifica que deba establecerse una nueva configuración jurídica para estas operaciones en la que no se presente esta tercera opción.

De esta manera, si la operación se configura como una modalidad de pago del dividendo y no como un aumento de capital con cargo a reservas, no se atribuyen derechos de asignación gratuita que puedan transmitirse libremente en el mercado y, por tanto, se eliminan los efectos distorsionadores de la tercera opción.

Respecto a la posible combinación de opciones, consideramos que no resulta necesaria, ya que la solución a los desajustes entre el dividendo a percibir y las acciones a asignar no debe buscarla el accionista, sino que sería la propia sociedad quien la determinaría. Resulta cierto que esta posibilidad proporciona una mayor

flexibilidad a los accionistas, sin embargo, genera una mayor dificultad práctica en la gestión de la operación. Por ello, debería regularse expresamente que el accionista debe ejercer su opción por la totalidad del importe del dividendo que le corresponde conforme a su número de acciones, no siendo posible, por tanto, la combinación de opciones.

XVII

Las mejoras convenientes en la fórmula de cálculo del precio de referencia

Para evitar que las sociedades puedan introducir modulaciones en el cálculo del precio de referencia que alteren las condiciones de la operación y pongan en peligro la integridad del capital social, resulta conveniente que la fórmula de cálculo de este precio se encuentre establecida legalmente, al igual que sucede en otros regímenes de Derecho comparado, como Francia. Esta regulación debe mantener el cálculo de dicho precio de referencia a partir de la media aritmética con las siguientes matizaciones:

La fórmula legal debería concretar la cotización diaria que debe tomarse como referencia. A estos efectos, consideramos adecuado que dicha cotización sea el precio medio ponderado de cada una de las sesiones bursátiles de referencia.

Sería conveniente que dicha fórmula legal aumente el número de sesiones de referencia respecto al actual (cinco sesiones bursátiles), ya que cuanto más amplia sea la muestra mas representativa será y, por tanto, permitirá eliminar posible alteraciones del precio. Estas sesiones bursátiles serán las sesiones inmediatamente anteriores a la aprobación del pago del dividendo en acciones, bien por la junta general de accionistas o bien por el consejo de administración, en el caso del pago de los dividendos a cuenta en acciones.

Debido a que las sesiones de referencia son anteriores a la fecha *ex-dividendo,* resultaría necesario neutralizar la operación deduciendo el importe neto del dividendo en efectivo al precio de referencia calculado.

A efectos de incrementar el atractivo de la operación, podría aplicarse un descuento sobre este precio de referencia, lo que al mismo tiempo protegería a la operación frente a bajadas significativas en el precio de cotización de las acciones.

XVIII

La conveniencia de un único «período de elección»

Tanto el período para solicitar el dividendo en efectivo como el período para solicitar recibirlo en acciones han de tener la misma duración, ya que lo contrario podría vulnerar el principio de igualdad de trato de los accionistas. Consecuentemente, debería establecerse un período único en el que el accionista pueda optar por recibir el dividendo en la forma en que desee: el «período de elección».

La regulación legal no debería establecer una duración específica, resultando más conveniente que esta duración sea fijada por el correspondiente órgano social. Sin embargo, sí que debería establecer su duración mínima, la cual consideramos adecuado que se establezca en quince días.

XIX

Las posibles formas de proteger esta modalidad de pago del dividendo frente a bajadas significativas de la cotización de las acciones de la sociedad durante el «período de elección»

Cuando esta modalidad de pago del dividendo sea ofrecida por sociedades cotizadas, es posible que, una vez fijado el precio de referencia, la cotización de las acciones descienda significativamente durante el «período de elección». Estas bajadas significativas de la cotización restan atractivo a la operación en tanto que el accionista podría adquirir acciones en el mercado secundario en unas condiciones más favorables que en el marco de la operación de pago del dividendo en acciones.

En este sentido, podemos identificar tres formas de proteger esta modalidad de pago de dividendo frente a estas bajadas.

En primer lugar, la aplicación de un descuento sobre el precio de referencia actúa como mecanismo de protección ante estos descensos significativos en la cotización de las acciones ya que, al reducir el precio de emisión de las acciones, se está dando un margen de bajada más amplio a la cotización de estas y se permite que, aunque el precio de mercado descienda, se continúen suscribiendo nuevas acciones en el marco de la operación en condiciones favorables para el accionista.

En segundo lugar, el ofrecimiento de un dividendo en acciones con importe «mejorado», en semejanza a los *enhanced scrip dividends* británicos, protege a los accionistas que optan por recibir el dividendo en acciones ya que, ante bajadas en el precio de cotización de las acciones, les sigue resultando más favorable utilizar la mejora para suscribir nuevas acciones, que perder dicha mejora y comprar las acciones en el mercado, aunque el precio de mercado de éstas sea inferior.

Por último, la posibilidad de cancelación de la oferta de *scrip dividends* por la sociedad, que incorporan las sociedades británicas, en tanto que los accionistas reciben su dividendo en efectivo, aquellos que así lo deseen, podrán adquirir las acciones en el mercado, pero tendrán que abonar las correspondientes comisiones.

XX

La invariabilidad del régimen de actuaciones ante el supervisor del mercado de valores

La configuración del pago del dividendo en acciones como modalidad de pago del dividendo produce mínimas modificaciones en el régimen de actuaciones ante el supervisor del mercado de valores, tanto durante la ejecución de la operación como en los trámites para la admisión a negociación de las nuevas acciones en las Bolsas de Valores.

Por un lado, la sociedad deberá seguir haciendo pública y difundiendo la información relevante (aprobación de la operación, fechas de pago, inicio del periodo de elección, etc.), en virtud de lo dispuesto en el artículo 228 TRLMV.

Por otro lado, la operación así configurada también puede beneficiarse, previo cumplimiento de los requisitos correspondientes, de la excepción a la publicación del folleto informativo, ya que en el supuesto de hecho recogido en el artículo 26 apartado 1 letra e) del RD 1310/2005, se hace referencia expresa los "*dividendos pagados en forma de acciones*".

Finalmente, debe armonizarse la información que las sociedades hacen pública para comunicar el resultado de la operación. Esta información, para ser clara y concisa, debería contener los datos desagregados por cada una de las opciones, así como el porcentaje de derechos de asignación gratuita que ha elegido cada opción, respecto al número total de estos derechos.

XXI

Propuesta de *lege ferenda*: la incorporación de un nuevo artículo 277 bis LSC

La regulación en la LSC del pago del dividendo en acciones como modalidad de pago del dividendo, deberá realizarse en la rúbrica dedicada al régimen del derecho a participar en las ganancias sociales, esto es, en el Capítulo V del Título VII (artículos 272 a 278 LSC). En aplicación de una buena técnica legislativa, y debido a que también podrá ofrecerse el pago en acciones de los dividendos a cuenta, sería conveniente que se introdujera a continuación de la regulación de la distribución de dividendos (artículo 275 LSC), del momento y forma del pago del dividendo (artículo 276 LSC) y de las cantidades a cuenta de dividendos (artículo 277 LSC). Así, manteniendo la numeración actual de la LSC debiera introducirse un artículo 277 bis del tenor siguiente:

Artículo 277 bis LSC. *La oferta de pago del dividendo en acciones*

"En las sociedades anónimas, la junta general ordinaria, previo cumplimiento de las disposiciones relativas a la aplicación del resultado y siempre que los estatutos sociales así lo prevean, podrá ofrecer a los accionistas una opción entre el pago del dividendo en efectivo o en nuevas acciones de la sociedad.

En las sociedades cotizadas, el precio de emisión de las nuevas acciones se corresponderá con la media de los precios medios ponderados de las acciones de la sociedad en las veinte sesiones bursátiles previas al acuerdo de ejecución de la operación, deducida el importe neto del correspondiente dividendo en efectivo o, en su caso, del dividendo a cuenta. Sobre el resultado de dicho cálculo, la junta general ordinaria podrá acordar un descuento máximo del diez por ciento.

Para los supuestos en que el importe del dividendo no se corresponda con un número entero de acciones, la junta general ordinaria decidirá si el accionista recibe el número entero de acciones inmediatamente inferior, más el saldo excedente en efectivo o si recibe el número entero de acciones inmediatamente superior, abonando el importe diferencial en efectivo.

Este ofrecimiento se realizará de manera simultánea a todos los accionistas, quienes deberán ejercer su opción por la totalidad del importe del dividendo que les corresponde conforme al número de acciones de su titularidad. A estos efectos, se les concederá un período, no inferior a quince días, para elegir si desean recibir acciones o efectivo en pago de su dividendo. A falta de elección expresa por el accionista, el accionista recibirá su dividendo en efectivo.

El capital de la sociedad quedará aumentado automáticamente por el importe que resulte de multiplicar el número de acciones emitidas conforme a las elecciones de los socios por el valor nominal de éstas. A estos efectos únicamente resultarán de aplicación las reglas contenidas en los artículos 313 y siguientes de la presente Ley.

Lo establecido en los apartados anteriores, también resultará de aplicación a la distribución entre los socios de cantidades a cuenta de dividendos, siempre que se cumplan las condiciones establecidas por el artículo 277 LSC".

TABLAS

TABLA 1: Pagos del dividendo en *scrip dividend en las sociedades integrantes del Ibex 35*[*]

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
ABERTIS	-	-	-	-	-	-	-
ACCIONA	-	-	-	-	-	-	-
ACERINOX	-	-	-	✓	✓	✓	✓
ACS	-	-	✓	✓	✓	✓	✓
AENA	-	-	-	-	-	-	-
AMADEUS	-	-	-	-	-	-	-
ARCELORMITTAL	-	-	-	-	-	-	-
BANCO POPULAR	-	✓	✓	-	✓	✓	✓
BANCO SABADELL	-	-	-	-	-	✓	✓
BANCO SANTANDER	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
BANKIA	-	-	-	-	-	-	-
BANKINTER	-	-	✓	-	-	-	-
BBVA	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓
CAIXABANK	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓

[*] Elaboración propia a través de los hechos relevantes remitidos a la CNMV.

TABLA 1

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
DIA	-	-	-	-	-	-	-
ENAGAS	-	-	-	-	-	-	-
ENDESA	-	-	-	-	-	-	-
FCC	-	-	-	-	-	-	-
FERROVIAL	-	-	-	-	✓	✓	✓
GAMESA	✓	✓	✓	-	-	-	-
GAS NATURAL	-	✓	✓	-	-	-	-
GRIFOLS	-	-	-	-	-	-	-
IAG	-	-	-	-	-	-	-
IBERDROLA	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
INDITEX	-	-	-	-	-	-	-
INDRA	-	-	-	-	-	-	-
MAPFRE	-	-	-	-	-	-	-
MEDIASET	-	-	-	-	-	-	-
MERLIN	-	-	-	-	-	-	-

TABLA 1

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
OHL	-	-	-	-	-	-	-
RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN	-	-	-	-	-	-	-
REPSOL	-	-	✓	✓	✓	✓	✓
SACYR	-	-	-	-	-	-	-
TÉCNICAS REUNIDAS	-	-	-	-	-	-	-
TELEFÓNICA	-	-	✓	-	-	✓	✓
TOTAL	**3**	**7**	**11**	**7**	**9**	**11**	**11**

TABLA 2: ***Scrip dividends en las sociedades integrantes del FTSE 100****

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
3I GROUP	-	-	-	-	-	-	-
ASSOCIATED BRITISH FOOD	-	-	-	-	-	-	-
ADMIRAL GROUP	-	-	-	-	-	-	-
ANGLO AMERICAN	-	-	-	-	-	-	-
ANTOFAGASTA	-	-	-	-	-	-	-
ARM HOLDINGS	-	-	-	-	-	-	-
ASHTEAD GROUP	-	-	-	-	-	-	-
ASTRAZENECA	-	-	-	-	-	-	-
AVIVA	✓	✓	✓	✓	-	-	-
BABCOCK INTERNATIONAL	-	-	-	-	-	-	-
BAE SYSTEMS	-	-	-	-	-	-	-
BARCLAYS	-	-	-	-	✓	✓	✓
BARRATT DEVELOPMENT	-	-	-	-	-	-	-
BERKELEY GROUP HOLDINGS	-	-	-	-	-	-	-

* Elaboración propia a través de la información publicada en las páginas web de las sociedades.

TABLA 2

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
BHP BILLITON	-	-	-	-	-	-	-
BRITISH PETROLEUM	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓
BRITISH AMERICAN TOBACCO	-	-	-	-	-	-	-
BRITISH LAND	✓	✓	-	✓	✓	✓	✓
BT GROUP	-	-	-	-	-	-	-
BUNZL	✓	✓	-	-	-	-	-
BURBERRY GROUP	-	-	-	-	-	-	-
CAPITA GROUP	-	-	-	-	-	-	-
CARNIVAL	-	-	-	-	-	-	-
CENTRICA	-	-	-	-	-	✓	✓
COCACOLA HBC AG	-	-	-	-	-	-	-
COMPASS GROUP	-	-	-	-	-	-	-
CRH	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
DCC	-	-	-	-	-	-	-
DIAGEO	-	-	-	-	-	-	-

TABLA 2

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
DIRECT LINE	-	-	-	-	-	-	-
DIXONS CARPHONE	-	-	-	-	-	-	-
EASYJET	-	-	-	-	-	-	-
EXPERIAN	-	-	-	-	-	-	-
FRESNILLO	-	-	-	-	-	-	-
GKN	-	-	-	-	-	-	-
GLAXOSMITHKLINE	-	-	-	-	-	-	-
GLENCORE	-	-	-	-	-	-	-
HAMMERSON	✓	✓	-	-	-	-	✓
HARGREAVES LANSDOWN	-	-	-	-	-	-	-
HSBC HOLDINGS UK	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
IMPERIAL BRANDS	-	-	-	-	-	-	-
INFORMA	-	-	-	-	-	-	-
INMARSAT	-	-	-	-	-	-	-
INTERCONTINENTAL HOTELS GROUP	-	-	-	-	-	-	-

TABLA 2

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
INTERTEK GROUP	-	-	-	-	-	-	-
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES	-	-	-	-	-	-	-
INTU PROPERTIES	-	-	-	✓	✓	✓	✓
ITV	-	-	-	-	-	-	-
JOHNSON MATTHEY	-	-	-	-	-	-	-
KINGFISHER	-	-	-	-	-	-	-
LAND SECURITIES	✓	✓	✓	✓	✓	-	-
LEGAL & GENERAL	-	-	-	-	-	-	-
LLOYDS GROUP	-	-	-	-	-	-	-
LONDON STOCK EXCHANGE	-	-	-	-	-	-	-
MARKS & SPENCER	-	-	-	-	-	-	-
MEDICLINIC	-	-	-	-	-	-	-
MERLIN	-	-	-	-	-	-	-
MONDI	-	-	-	-	-	-	-
MORRISON (WM)	-	-	-	-	-	-	-

TABLA 2

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
NATIONAL GRID	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
NEXT	-	-	-	-	-	-	-
OLD MUTUAL	✓	✓	✓	-	-	-	-
PADDY PWR BET	-	-	-	-	-	-	-
PEARSON	-	-	-	-	-	-	-
PERSIMMON	-	-	-	-	-	-	-
PROVIDENT FINANCIAL	-	-	-	-	-	-	-
PRUDENTIAL	-	-	-	-	-	-	-
RANDGOLD RESOURCES	-	-	-	-	✓	✓	✓
ROYAL DUTCH SHELL	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓
RECKITT BENCKISER GROUP	-	-	-	-	-	-	-
RELX	-	-	-	-	-	-	-
REXAM	-	-	-	-	-	-	-
RIO TINTO	-	-	-	-	-	-	-
ROLLS-ROYCE HLG	-	-	-	-	-	-	-

TABLA 2

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
ROYAL BANK SCOTLAND	-	-	-	-	-	-	-
ROYAL MAIL	-	-	-	-	-	-	-
RSA INSURANCE	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
SABMILLER	-	-	-	-	-	-	-
SAGE GROUP	-	-	-	-	-	-	-
SAINSBURY(J)	-	-	-	-	-	-	-
SCHRODERS	-	-	-	-	-	-	-
SEVERN TRENT	-	-	-	-	-	-	-
SHIRE	-	-	-	-	-	-	-
SKY PLC	-	-	-	-	-	-	-
SMITH&NEPHEW	-	-	-	-	-	-	-
SSE	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓
ST. JAMES'S PLACE	✓	✓	✓	-	-	-	-
STANDARD CHARTERED	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
STANDARD LIFE	✓	✓	✓	-	-	-	-

TABLA 2

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
TAYLOR WIMPEY	-	-	-	-	-	-	-
TESCO	-	-	-	-	-	-	-
TRAVIS PERKINS	-	-	-	-	-	-	-
TUI AG	-	-	-	-	-	-	-
UNILEVER	-	-	-	-	-	-	-
UNITED UTILITIES	-	-	-	-	-	-	-
VODAFONE GROUP	-	-	-	-	-	-	-
WHITBREAD	✓	✓	✓	✓	✓	-	-
WOLSELEY	-	-	-	-	-	-	-
WORLDPAY GROUP	-	-	-	-	-	-	-
WPP	-	-	✓	-	-	-	-
TOTAL	**14**	**17**	**15**	**13**	**14**	**13**	**13**

TABLA 3: ***Paiement du dividende en actions en las sociedades integrantes del CAC 40****

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
ACCOR	-	-	-	-	✓	✓	✓
AIR LIQUIDE	-	-	-	-	-	-	-
AIRBUS GROUP	-	-	-	-	-	-	-
ARCELORMITTAL	-	-	-	-	-	-	-
AXA	-	-	-	-	-	-	-
BNP PARIBAS	✓	-	✓	-	-	-	-
BOUYGUES	-	-	-	-	✓	-	-
CAP GEMINI	-	-	-	-	-	-	-
CARREFOUR	-	-	✓	✓	✓	✓	✓
CRÉDIT AGRICOLE	✓	✓	-	-	✓	✓	✓
DANONE	-	-	-	-	✓	✓	-
ENGIE	-	-	✓	✓	-	-	-
ESSILOR INTERNATIONAL	-	-	-	-	-	-	✓
KERING	-	-	-	-	-	-	-

* Elaboración propia a través de la información publicada en las páginas web de las sociedades.

TABLA 3

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
KLEPIERRE	✓	-	✓	-	-	-	-
L'OREAL	-	-	-	-	-	-	-
LAFARGEHOLCIM	-	-	-	-	-	-	-
LEGRAND	-	-	-	-	-	-	-
LVMH	-	-	-	-	-	-	-
MICHELIN	✓	✓	✓	✓	-	-	-
NOKIA	-	-	-	-	-	-	-
ORANGE	-	-	-	-	-	-	-
PERNOD RICARD	-	-	-	-	-	-	-
PEUGEOT	-	-	-	-	-	-	-
PUBLICIS GROUPE	-	-	-	✓	✓	✓	✓
RENAULT	-	-	-	-	-	-	-
SAFRAN	-	-	-	-	-	-	-
SAINT GOBAIN	✓	-	-	✓	✓	✓	-
SANOFI	-	✓	-	-	-	-	-

TABLA 3

	Ejercicio 2009	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
SCHNEIDER ELECTRIC	✓	-	-	-	-	-	-
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	✓	✓	-	✓	-	-	-
SODEXO	-	-	-	-	-	-	-
SOLVAY	-	-	-	-	-	-	-
TECHNIP	-	-	-	-	-	✓	✓
TOTAL	-	-	-	-	-	✓	✓
UNIBAIL RODAMCO	-	-	-	✓	-	-	-
VALEO	-	-	-	-	-	-	-
VEOLIA ENVIRONMENTAL	✓	✓	✓	✓	✓	-	-
VINCI	✓	-	-	✓	-	-	-
VIVENDI	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL	**9**	**5**	**6**	**9**	**8**	**8**	**7**

TABLA 4: ***Calendario (tipo) de la operación***

Denominación / Siglas	Definición
Acuerdo de la junta general de accionistas ***AJGA***	- Fecha de adopción del acuerdo por la junta general de accionistas.
Período de referencia ***[ACAd-5, ACAd-1]***	- Cinco sesiones bursátiles anteriores al acuerdo del aumento del consejo de administración de llevar a efecto el aumento de capital.
Acuerdo del consejo de administración ***ACAd***	- Fecha de adopción del acuerdo de ejecución del aumento de capital por el consejo de administración.
Last trading date ***Rd-2***	- Última fecha de contratación para tener derecho a participar en el *scrip dividend*.
Rd-1	- Comunicación del número de derechos de asignación gratuita para recibir una acción nueva y del precio del compromiso de compra.
Record date ***Rd***	- Fecha de publicación del anuncio de aumento de capital en el BORME. - Fecha de referencia para la asignación de derechos (23:59 horas CET).
Ex-dividend date ***Rd+1***	- Fecha desde la que las acciones de la sociedad cotizan sin tener derecho a participar en el *scrip dividend*. - Inicio del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita» y del «período de solicitud del dividendo en efectivo».

TABLA 4

Denominación / Siglas	Definición
Rd+10 (aprox.)	- Fin del «período de solicitud del dividendo en efectivo».
Rd+15 (aprox.)	- Fin del «período de negociación de los derechos de asignación gratuita». - Ejecución del compromiso de compra y por tanto, adquisición por la sociedad de los derechos de asignación gratuita en virtud del compromiso de compra.
Rd+16 (aprox.)	- Renuncia por la sociedad a los derechos de asignación gratuita adquiridos. - Declaración de cierre del aumento de capital.
Rd+16 a Rd+21 (aprox.)	- Trámites para la inscripción del aumento y la admisión a cotización de las nuevas acciones en las bolsas españolas.
Rd+18 (aprox.)	- Pago de efectivo a los accionistas que hayan solicitado retribución en efectivo.
Rd+25 (aprox.)	- Inicio de la contratación ordinaria de las nuevas acciones en las bolsas españolas.

BIBLIOGRAFÍA

- AA. VV., *Comentario del Código Civil,* Tomo II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991.

- AA. VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea*. *Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Ed. Civitas, Madrid, 1991.

- AA. VV., *Dividendes*. *Distributions,* 1re édit., Groupe Revue Fiduciaire, París, 2009.

- AA. VV., *Le commissaire aux comptes et les opérations relatives aux dividendes,* Collection notes d'information de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC), París, 2012.

- AA. VV., *Le Lamy Droit du Financement,* Wolters Kluwer, Rueil-Malmaison, 2015.

- AA. VV., *Le mémento de la SA*, Groupe Revue Fiduciaire, París, 2009.

- AA. VV., *Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 2002.

- AA. VV., *Mémento pratique Francis Lefebvre*. *Sociétés Commerciales*, Éditions Francis Lefevbre, Levallois, 2014.

- ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A., «Los programas de remuneración al accionista vinculados a la entrega de acciones (scrip dividends) y el cómputo del dividendo mínimo como presupuesto de la retribución de los administradores basada en beneficios», *RdS*, 41, 2013, págs. 383-396.

— «Aplicación a la transmisión de derechos de suscripción preferente del régimen de restricción a la libre transmisibilidad de las acciones», *RdS*, 45, 2015, págs. 435-443.

- AMER-YAHIA, A., *Le régime juridique des dividendes*, L'Harmattan, París, 2010.

- ARAGÓN TARDÓN, S., «Singularidades de los *scrip dividends* como nueva tendencia de retribución a los accionistas», *RDMV*, 13, 2013, págs. 123-140.

— «La creación de valor para el accionista a través de la recompra de acciones», *RDMV*, 16, 2015, págs. 150-175.

— «Seis años de scrip dividends en el Ibex 35 (2009-2015)», *RDBB*, 142, 2016, págs. 181-196.

- AZOFRA PALENZUELA, V., «Las decisiones de distribución de dividendos en la gran empresa española: sus variables determinantes», *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, 1, 1986, págs. 257-274.

- BAKER, N., «Time running out for exempt scrip dividends», *Accountancy Age*, 29 July 1993, pág. 8.

- BARBERO GONZÁLEZ, A., «Los scrip dividends: efectos en la contabilidad de la sociedad, en la distribución de la propiedad y en la cotización de las acciones», *RDMV*, 15, 2014, págs. 145-156.

- BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (Coord.), *Comentarios al Código Civil*, 2ª edic., Ed. Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2006.

- BERTRAND, J., «Le paiement des dividendes en actions aspects juridiques fiscaux et institutionnels», *Petites Affiches,* 21, 17 février 1992, págs. 15-18.

- BORDET, E., «Du paiement en actions des dividendes», *Option Finance,* 1213, mars 2013, pág. 28.

- CÁCERES CÁRCELES, C., «El ejercicio de derecho de separación del socio en caso de no distribución de dividendos. Las reformas introducidas por el art. 348 bis de la LSC», *Derecho de los negocios*, 263-264, septiembre-octubre 2012, págs. 29-42.

- CAMPUZANO LAGUILLO, A. B., *Las clases de acciones en la sociedad anónima*, Ed. Civitas, Madrid, 2000.

— «Artículo 93. Derechos del socio», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital,* T. I, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, págs. 789-799.

— «Las clases de acciones. Tipología y limitaciones», en VEIGA COPO, A.B. (Dir.), *Estudios jurídicos sobre la acción,* Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2014, págs. 20-88.

— «La tutela de las clases de acciones en la sociedad anónima», en MORILLAS JARILLO, Mª J., PERALES VISCASILLAS, P. y PORFIRIO CARPIO, L.J. (Dirs.), *Estudios sobre el futuro Código Mercantil*. *Libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz,* Universidad Carlos III, Madrid, 2015, págs. 592-613.

- CASSON, P., *The taxation of scrip dividends*, Discussion Paper nº 92-42, Department of Accounting & Management Science, University of Southampton, Southampton, 1992.

— *The use of scrip dividends by UK companies*, Discussion Paper nº 95-98, Department of Accounting & Management Science, University of Southampton, Southampton, 1995.

- CASTELLANO RAMÍREZ, M. J., «Artículo 295. Modalidades del aumento», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Tomo II, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, págs. 2185-2192.

- COFFY, M-J., «Les aménagements apportés aux constitutions et augmentations de capital des sociétés anonymes selon la loi du 3 janvier 1983», *JCP CI*, 1983, II, 14031, págs. 415-423.

- COWNIE, F., BRADNEY, A. y BURTON, M., *English legal system in context*, 6th edit., Oxford University Press, Oxford, 2014.

- COZIAN, M., VIANDIER, A. y DEBOISSY, F., *Droit des sociétés*, 27e édit., LexisNexis, París, 2012.

- DEBOISSY, F. y WICKER, G., *Code des sociétés et autres groupements*, 19e édit., Lexis Nexis, París, 2016.

- DE LA CUESTA RUTE, J. Mª, *La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana*, Madrid, 1972.

— «El aumento y la reducción del capital social», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. (Dir.), *La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas*, Ed. Civitas, Madrid, 1987, págs. 173-223.

- DÍAZ ECHEGARAY, J. L., *El derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales. A la luz de la doctrina sentada por la STS de 26 de mayo de 2005*, Ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006.

- DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., «Introducción a la protección de los derechos del accionista frente a los acuerdos de la mayoría», *RdS*, 1, 1993, págs. 61-90.

- ESTEBAN VELASCO, G., «Artículo 160. Competencia de la junta», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, T. I, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, págs. 1200-1208.

- ESPÍN GUTIERREZ, C., «La verificación y la aprobación del balance en las variaciones del capital social», *RdS*, 43, 2014, págs. 55-82.

— «La verificación y la aprobación del balance en las variaciones del capital social», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y CAMPUZANO LAGUILLO, A.B. (Coords.), *Estudios jurídicos en memoria del Profesor Emilio Beltrán. Liber Amicorum*, T. I, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2015, págs. 789-817.

- FAYOS FEBRER, J.B., «Algunas reflexiones sobre el derecho de asignación gratuita en los aumentos de capital con cargo a reservas o beneficios (Comentario a la STS de 6 de octubre de 2006 [RJ 2006, 6649])», *RDM*, 267, 2008, págs. 169-195.

- FEATHERBY, J., «Scrip dividends: are they really a good idea?», *PLC*, Vol. I, nº 3, september 1990, págs. 24- 29.

- FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAR, A., «Del dividendo en metálico a la creación de valor», *Consejeros: la revista del buen gobierno y la responsabilidad corporativa*, 47, febrero 2010, págs. 42-43.

— «Derecho al dividendo», en AGÚNDEZ BETELU, M. A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ, J. (Dirs.), *Cuadernos de derecho para ingenieros*, Vol. 10, *Accionistas minoritarios*, CREMADES GARCÍA, J. y PEINADO GRACIA, J.I. (coords.), Ed. La Ley, Las Rozas, 2011, págs. 99-114.

- FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (art. 81 LSA)», *RdS*, 3, 1994, págs. 169-189.

— *La aplicación de resultados en las sociedades mercantiles. Estudio especial del artículo 213 de la Ley de Sociedades Anónimas*, Ed. Civitas, Madrid, 1997.

- FERNÁNDEZ DELGADO, L., DE MIGUEL MARTÍNEZ DE ARAGÓN, A. y TORTUERO ORTIZ, J., «Scrip dividends in Spain: Analysis of current features and latest trends», *ICCLR*, 5, 2013, págs. 179-188.

- FERNÁNDEZ PÉREZ, N., *La protección jurídica del accionista inversor*, Monografía RdS nº 14, Ed. Aranzadi, Elcano, 2000.

- FERRADA LAVALL, E. y SAN MIGUEL BARBÓN, F., «Programa de retribución flexible: efectivo o acciones a opción del accionista», en SEBASTIÁN QUETGLAS, R. (Coord.), *2010 Anuario mercantil para abogados. Los casos más relevantes en 2009 de los grandes despachos*, Ed. La Ley, Las Rozas, 2010, págs. 713-739.

- FERRAN, E. y CHAN HO, L., *Principles of Corporate Finance Law*, 2nd edit., Oxford University Press, Oxford, 2014.

- FERRANDO VILLALBA, Mª L., «Capítulo X. La junta general (I). Consideraciones generales. Competencias», en EMBID IRUJO, J. M. (Dir.), *Derecho de sociedades de capital. Estudio de la Ley de sociedades de capital y de la legislación complementaria*, T. I, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2016, págs. 225-242, págs. 231-234.

- FLORES DOÑA, Mª S., «Acciones propias-reducción de capital y el principio de paridad de trato de los accionistas (SAN de 16 de abril de 1998 y RDGRN de 9 enero de 1998)», *RdS*, 14, 2000, págs. 459-478.

- FONT GALÁN, J. I. y PINO ABAD, M., «La relevante causa negocial de la sociedad. Un relectura (sólo) jurídica del concepto legal de sociedad», *RDM*, 239, enero-marzo 2001, págs. 7-95.

— «La relevante causa negocial de la sociedad. Un relectura (sólo) jurídica del concepto legal de sociedad», en AA. VV., *Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Vol. I, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 2002, págs. 541- 606.

- FORD, S., «Enhanced scrip dividends: still attractive to companies and investors?», *ICCLR*, Vol. 5, issue 3, march 1994, págs. 79-81.

- FRENCH, D., *Model articles of association for companies*, Oxford University Press, Oxford, 2009.

- GALLOIS-COCHET, D., *Le droit au bénéfice des associés*, Thèse Paris II, 2002.

- GARCÍA COTO, D. (Coord.), *Fórmulas de remuneración al accionista: Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos*, Dirección de Estudios de Bolsas y Mercados Españoles (BME), Madrid, 2013.

Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribución%20Accionistas%206.2013.p

df/Fórmulas_de_remuneración_al_accionista__Significado__implicaciones_fiscales__contables_y_ejemplos_

- GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J. A., *Los dividendos a cuenta*, Ed. Tecnos, Madrid, 1991.

- GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., *Sociedades cotizadas. Aumentos de capital y derecho de suscripción preferente. Una consideración económica*, Ed. Thomson-Civitas, Madrid, 2003.

— «Acciones con derecho de suscripción preferente limitado a las emisiones de acciones de la misma clase», *RDMV*, 13, 2013, págs. 191-201.

- GARCÍA GARCÍA, A., «Aspectos prácticos del *scrip dividend* español», *RDMV*, 14, 2014, págs. 167-191.

- GARCÍA GREWE, C., *El derecho de suscripción preferente. Exclusión, inexistencia y configuración estatutaria*, Civitas-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2014.

- GARCÍA-MORENO GONZALO, J.Mª, *El aumento de capital con cargo a reservas en sociedades anónimas*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 1995.

— «La posición del socio minoritario frente a la distribución de beneficios», en AA. VV., *Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, Vol. I, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 2002, págs. 959-1010.

- GARRIDO DE PALMA, V.M. y SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C., «La sociedad anónima en sus principios configuradores», en GARRIDO DE PALMA, V.M. (Dir.), *Estudios sobre la sociedad anónima*, Ed. Civitas, Madrid, 1991, págs. 21-73.

- GARRIDO GARCÍA, J. M., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2002.

- GAUDEMET, A., «Le prix d'émissions des actions attribuées en paiement du dividende par les sociétés cotées : un (petit) espace de liberté», *Bull. Joly Sociétés,* 7, juillet-août 2014, págs. 474-477.

- GELDART, W., *Introduction to English Law,* 11th edit., Oxford University Press, Oxford, 1995.

- GERMAIN, M., *Traité de droit commercial*, T. 1, Vol. 2, Les sociétés commerciales, 19e édit., Lextenso, París, 2009.

- GILLESPIE, A., *The English legal system,* 5th edit., Oxford University Press, Oxford, 2015.

- GINER BAGÜÉS, E. y SALAS FUMÁS, V., «Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles», *Investigaciones económicas*, Vol. XIX, 3, 1995, págs. 329-348.

- GIRÓN TENA, J., *Derecho de sociedades anónimas. Según la Ley de 17 de julio de 1951*, Publicaciones de los seminarios de la Facultad de Derecho, Valladolid, 1952.

- GLINGLINGER, E. y DAVID, T., «Le dividende en actions est-il une bonne nouvelle pour les actionnaires?», *Option Finance,* 1331, 7 septembre 2015, pág. 9.

- GOWER & DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, 9th edit., Sweet & Maxwell, 2012.

- GROSSMAN, A., *«Scrip dividend schemes», CSR,* Vol. 16, nº 15, december 1992, pág. 119.

- IGLESIAS PRADA, J.L. y GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., «Las sociedades de capital. Las acciones y las participaciones sociales. Las obligaciones (I)», en APARICIO GONZÁLEZ, M. L. (Coord.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Vol. I, 12ª edic., Ed. Civitas-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2014, págs. 456-477.

— «Las cuentas anuales de las sociedades de capital», en APARICIO GONZÁLEZ, M. L. (Coord.), *Lecciones de Derecho Mercantil*, Vol. I, 12ª edic., Ed. Civitas-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2014, págs. 523-545.

- ILLESCAS ORTIZ, R., *El derecho del socio al dividendo en la sociedad anónima*, Anales de la Universidad Hispalense-Publicaciones de la Universidad de Sevilla, Serie Derecho nº 16, Sevilla, 1973.

— «El derecho del socio al dividendo hoy: un apunte», *Derecho de los negocios*, 3, Junio 1992, págs. 29-31.

- IRIBARREN BLANCO, M., «Los dividendos electivos o *scrip dividends*», *RDM*, 284, 2012, págs. 141-180.

- JACQUEMET MARIE JEANNE, C., *Le paiement du dividende en actions : motivation, signal et évaluation*, Thèse Strasbourg I, 1998.

- LASFER, M., «On the motivation for paying scrip dividends», *Financial Management*, Vol. 26, nº 1, spring 1997, págs. 62-80.

— «Scrip dividends: the management's view», *European Financial Management*, Vol. 3, nº 2, 1997, págs. 237-249.

— «Scrip dividends. An unwise option?», *Professional Investor*, february 1998, págs. 14-15.

- LE NABASQUE, H., «Sociétés par actions. Paiement des acomptes sur dividendes en actions. L'assemblée qui se prononce sur les comptes de l'exercice pourrait prévoir la mise en œuvre de l'option pour l'exercice è venir», 186, *Droit des sociétés*, 8-9, août-septembre 1992, pág. 11.

- LLEBOT MAJO, J. O., «El deber general de diligencia (art. 225.1 LSC)», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J., VELASCO SAN PEDRO, L. A. y ESTEBAN VELASCO, G (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada: Estudio de las modificaciones de la Ley de*

Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones de Código de Buen Gobierno de febrero de 2015, T. II, Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, Madrid, 2016, págs. 317-343.

- LÓPEZ ARAGÓN, D. y MACHADO LAFUENTE, S., *Scrip dividend: fraude en la bolsa española*.

Disponible en http://www.bubok.es/libros/221798/Scrip-Dividend-fraude-en-la-bolsa-espanola

- LÓPEZ MARTÍNEZ, M., «Artículo 12. Oferta pública de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias», en GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELASCO, J. y ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J. (Dirs.), *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/20074, de 27 de julio*, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2009, págs. 312-325.

- LYCZKOWSKA, K., «"Scrip dividend" y usufructo de las acciones: ¿cuántas clases de "scrip dividend" hay en el mercado?», *El Notario del siglo XXI*, 57, septiembre-octubre 2014, págs. 98-102.

Disponible en http://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-57/3850-scrip-dividend-y-usufructo-de-las-acciones-cuantas-clases-hay-en-el-mercado

- MAGNIER, V., *Droit des sociétés*, 6e édit., Dalloz, París, 2013.

- MAMBRILLA RIVERA, V., «Las concretas manifestaciones del deber general de diligencia de los administradores», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J., VELASCO SAN PEDRO, L. A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada: Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital introducidas por las Leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las*

Recomendaciones de Código de Buen Gobierno de febrero de 2015, T. II, Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, Madrid, 2016, págs. 345-381.

- MARÍN LÓPEZ, J. J., «Comentario del artículo 1665», en BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, R. (Coord.), *Comentarios al Código Civil*, 2ª edic., Ed. Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2006, págs. 1926-1929.

- MARTÍN ARESTI, P., *La participación de los socios en los aumentos nominales de capital*. *Sobre el denominado derecho de asignación gratuita*, Ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006.

- MARTÍNEZ-CALCERRADA GÓMEZ, L., «El derecho del accionista a los beneficios/dividendos. Su regulación legal a la Ley de Sociedades Anónimas RDL 22 de diciembre de 1989. Jurisprudencia del Tribunal Supremo», *Actualidad Civil*, 2, 2003, págs. 339-354.

- MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA GARCÍA DE DUEÑAS, A., *El aumento de capital de la sociedad cotizada,* Ed. Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2006.

- MARTÍNEZ NADAL, A., *El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima*, Ed. McGraw Hill, Madrid, 1996.

- MASSAGUER FUENTES, J., *Los dividendos a cuenta en la sociedad anónima*. *Un estudio de los artículos 216 y 217 LSA*, 1ª edic., Cuadernos Civitas, Ed. Civitas, Madrid, 1990.

— «De nuevo sobre el artículo 216 de la Ley de Sociedades Anónimas: matizaciones acerca del ejercicio con cargo al cual puede procederse a la distribución de cantidades a cuenta de dividendos», *RCDI*, 683, 2004, págs. 1437-1445.

- MCCRYSTAL, D., «Enhanced scrip dividends», *NLJ*, Vol. 143, issue 6603, 9 july 1993, pág. 1.

- MEDINA HERNÁNDEZ, O., «¿Excluibilidad del derecho de asignación gratuita en los aumentos de capital con cargo a reservas? (Consideraciones en torno a las

RRDGRN de 4 y 9 de diciembre de 2003)», *Anales de la Facultad de Derecho (Universidad de La Laguna)*, 21, diciembre 2004, págs. 101-119.

- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., «Sociedad y fin de lucro», en AA.VV., *Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima*, Fundación Manuel Broseta, Ed. Civitas, Madrid, 1995, págs. 39-59.

- MERLE, P. y FAUCHON, A., *Droit commercial*. *Sociétés commerciales*, 19e édit., Dalloz, París, 2016.

- MILLERCHIP, C., «Enhanced scrip dividends. Solving the surplus ACT problem», *PLC*, Vol. IV, nº 5, june 1993, págs. 21-25.

- MORTIER, R., *Opérations sur capital social*. *Aspects juridiques et fiscaux*. *Toutes sociétés*, LexisNexis, París, 2010.

- MUÑOZ MARTÍN, N., «El derecho al dividendo», en ALONSO UREBA, A., DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., ESTEBAN VELASCO, G., GARCÍA VILLAVERDE, R. y SÁNCHEZ CALERO, F. (Coords.), *Derecho de sociedades anónimas*, T. II, Vol. I Ed. Civitas, Madrid, 1994, págs. 303-337.

- NICOLIELLO, N., *Diccionario del latín jurídico*, Euros Editores SRL, Buenos Aires, 2004.

- ORTEGA PARRA, S., *La participación del socio en las ganancias sociales*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2015.

— *La aplicación del resultado en las sociedades de capital*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2006.

- ORTUÑO BAEZA, M. T., «Artículo 273. Aplicación del resultado», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Tomo II, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, págs. 2030-2037.

- PALÁ LAGUNA, R., *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, McGraw-Hill Interamericana de España, Madrid, 1997.

— «La obligación de información del Consejo a los mercados: Folletos y Hechos Relevantes», en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J., ALONSO UREBA, A., VELASCO SAN PEDRO, L. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, T. II, Ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, págs. 1292-1316.

— «Soft law, moral suasion y autorregulación: ¿tibieza del legislador o prudencia en la elaboración de las normas jurídicas?», *Estudios Nulidad sobre invalidez e ineficacia*, 1, 2010, págs. 1-22.

Disponible en http://codigo-civil.net/nulidad/lodel/docannexe.php?id=812.

- PALMER, F. B., *Palmer's company law*, 25th edit., Sweet & Maxwell, Londres, 2010.

- PARKHOUSE, K., «Sure of Sell», *Taxation*, 29th September 2011, págs. 20-21.

- PAUDYAL, K. (Ed.), *Wiley Encyclopedia of Management*, 3rd edit., Vol. 4, Finance, Wiley, London, 2014.

- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., «Ánimo de lucro y concepto de sociedad (Breves consideraciones a propósito del artículo 2.2 LAIE)», en AA. VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea*. *Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Ed. Civitas, Madrid, 1991, págs. 729-753.

— «Comentario al artículo 1665», en AA.VV., *Comentario del Código Civil*, T. II, Ministerio de Justicia, Madrid, 1991, págs. 1299-1333.

— «Aproximación al estudio de los dividendos en especie», *Revista Jurídica del Notariado*, 3, julio-septiembre 1992, págs. 207-228.

— «La llamada "reinversión de dividendos"», *RGD*, 577-578, octubre-noviembre 1992, págs. 10079-10109.

— «Reflexiones sobre los dividendos *in natura* facultativos», *Revista Jurídica del Notariado*, 4, octubre-diciembre 1992, págs. 193-205.

- PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C. y PERDICES HUETOS, A., «Adquisición originaria de acciones propias», *Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, 6, 2002, págs. 191-246.

- PEINADO GRACIA, J. I., «Principios y derechos del socio (significado y límites de la condición de socio)», en AGÚNDEZ BETELU, M. A. y MARTÍNEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ, J. (Dirs.), *Cuadernos de derecho para ingenieros*, Vol. 10, *Accionistas minoritarios*, CREMADES GARCÍA, J. y PEINADO GRACIA, J.I. (coords.), Ed. La Ley, Las Rozas, 2011, págs. 65-78.

- PEINADO GRACIA, J. I. y GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, Mª B., «Sistemática y clasificación de los derechos del accionista en la sociedad cotizada», en PEINADO GRACIA, J. I. y CREMADES GARCÍA, J. (Dirs.), *El accionista minoritario en la sociedad cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Ed. La Ley, Las Rozas, 2012, págs. 67-103.

- PELAYO MUÑOZ, T., *Las acciones: derechos del accionista, representación, transmisión, derechos reales, negocios sobre las propias acciones*, Monografía mercantil, nº 4, Ed. CISS, Valencia, 1999.

- PÉREZ FERNÁNDEZ, J.M., «Scrip dividend y el caso de la viuda expoliada», *El Notario del siglo XXI*, 53, enero-febrero 2014, págs. 98-102.

Disponible en http://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-53/3653-scrip-dividend-y-el-caso-de-la-viuda-expoliada

- RECALDE CASTELLS, A.J., «Las operaciones de la sociedad anónima sobre las propias acciones y las realizadas sobre acciones de la sociedad dominante por sus filiales», *Noticias de la Unión Europea*, 157, 1994, págs. 57-75.

- RICHARD, J., «Paiement du dividende en actions», *JCP E*, 1985, II, 14436, págs. 141-147.

- ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, T. I y II, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011.

- ROUX, P., «À propos du paiement du dividende en actions ou en biens de la société», *Petites Affiches*, 25, 26 février 1992, págs. 20-22.

- SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. C., «Artículo 303. Aumento con cargo a reservas», en ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A. y BELTRÁN SÁNCHEZ, E. (Dirs.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Tomo II, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2011, págs. 2237-2247.

- SALAS FUMÁS, V., «Regulación del capital y resultados de la empresa bancaria», en FERNÁNDEZ TORRES, I. y TEJEDOR BIELSA, J. (Coords.), *La reforma bancaria en la Unión Europea y España*, Ed. Civitas-Thomson Reuters, 1ª edic., Pamplona, 2014, págs. 604-636.

- SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Notas sobre la función económica del aumento de capital con medios propios», en AA. VV., *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues*, T. III, Ed. Tecnos, Madrid, 1971, págs. 193-215.

— *El derecho de suscripción preferente del accionista,* Ed. Civitas, Madrid, 1973.

— «Principios, casos y conceptos en materia de derecho de asignación gratuita de acciones», en AA. VV., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea*. *Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Ed. Civitas, Madrid, 1991, págs. 883-902.

— «Acotaciones a una doctrina reciente en materia de pago y aplicación del dividendo», *RGD*, 584, mayo, 1993, págs. 4701-4760.

- SÁNCHEZ CALERO, F., *La determinación y la distribución del beneficio neto en la sociedad anónima,* Cuadernos del Instituto Jurídico Español-CSIC Delegación de Roma, Roma-Madrid, 1955.

— «La propuesta de distribución de beneficios (En la Ley de Sociedades Anónimas y en el Anteproyecto de Reforma)», en SÁNCHEZ CALERO, F. y CEA GARCÍA, J.L., *La propuesta de distribución de beneficios*, Monografía 5, Ministerio de Economía y Competitividad, Instituto de Planificación Contable, Madrid, 1984, págs. 11-39.

— *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Civitas, Cizur Menor, 2009.

- SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol. 1, 31ª edic., Ed. Thomson Aranzadi, Cizur Menor, 2008.

- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «La igualdad de trato a los accionistas ¿un principio general?», *RdS*, 35, 2010, págs. 19-32.

- SÁNCHEZ MOJO, M. y PINEDA MARTÍNEZ, A., «La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (*high frequency trading*). Características y regulación», *RDMV*, 12, 2013, págs. 227-244.

- SULTÁN BENGUIGUI, A., «La adquisición originaria de acciones liberadas por la propia sociedad (a propósito de la resolución de la DGRN de 15 de junio de 2012», *CDC*, 59, 2013, págs. 297-304.

- TAPIA HERMIDA, A.J., *Sociedades anónimas cotizadas y ofertas públicas de adquisición*, Monografía de la RDMV nº 9, Ed. La Ley, Las Rozas, 2012.

- THEXTON, M., «Scrip, DRIP, CRIP», *Taxation*, 7th July 2011, págs. 16-19.

- TORRENS SÁNCHEZ, A. M., «El aumento de capital con cargo a reservas y beneficios en la sociedad anónima: función económica (Boletín nº 28, año 1997, marginal 299)», en CORRAL DUEÑAS, F. (Coord.), *Trabajos y notas de colaboración del Boletín del Colegio de Registradores de España. Años 1986-2001*, T. II, Servicio de Estudios del Colegio de Registradores, Madrid, 2002, págs. 3547-3557.

- TRÍAS SAGNIER, M., *Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades*, McGraw-Hill Interamericana de España, Madrid, 1998.

- UGENA TORREJÓN, R., «El nuevo marco general de actuación del sector bancario», en ALONSO LEDESMA, C. (Dir.), *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes*, Ed. Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, págs. 35-58.

- URÍA, R., *Derecho Mercantil,* 10ª edición, Madrid, 1982.

- VALPUESTA GASTAMINZA, E., *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, 2ª ed., Ed. Bosch, Barcelona, 2015.

- VALUET, J-P., LIENHARD, A. y PISONI, P., *Code des Sociétés commenté,* 32e édit., Dalloz, París, 2015.

- VAQUERIZO ALONSO, A., «Distribuciones patrimoniales irregulares al socio en la sociedad anónima», *RDM,* 230, 1998, págs. 1455-1504.

- VÁZQUEZ CUETO, J.C., *Régimen jurídico de la autocartera*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 1995.

- VEIGA COPO, A.B. (Dir.), *Estudios jurídicos sobre la acción*, Ed. Civitas-Thomson Reuters, Madrid, 2014.

- VELASCO SAN PEDRO, L.A., *La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 1985.

— «Acciones propias e igualdad de los accionistas. Cuestiones de Derecho de Socidades y de Derecho del Mercado de Valores», *RdS*, 2, 1994, págs. 9-52.

— «La adquisición de acciones propias: problemas de política jurídica y tendencias legislativas», *RdS*, 11, 1998, págs. 33-77.

— *Negocios con acciones y participaciones propias*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 2000.

— «El tratamiento de las distribuciones a los socios», en ALONSO LEDESMA, C., ALONSO UREBA, A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *La modernización del derecho de sociedades de capital en España: Cuestiones pendientes de reforma*, Ed. Aranzadi-Thomson Reuters, Cizur Menor, 2011, págs. 171-190.

— «Las políticas de autocartera y dividendos», en RODRIGUEZ ARTIGAS, F., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J., ALONSO UREBA, J., VELASCO SAN PEDRO, L.A. y ESTEBAN VELASCO, G. (Dirs.), *Junta general y consejo de administración en la sociedad cotizada*. *Estudio de las modificaciones de la Ley de Sociedades de capital introducidas por las leyes 31/2014, de 3 de diciembre, 5/2015, de 27 de abril, 9/2015, de 25 de mayo, 15/2015, de 2 de julio y 22/2015, de 20 de julio, así como de las Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de febrero de 2015*, T. II, Ed. Thomson Reuters-Aranzadi, Cizur Menor, 2016, págs. 274-295.

- VICENT CHULIÁ, F., *Compendio crítico de Derecho mercantil*, T. I, 3ª edic., Ed. Bosch, Barcelona, 1991.

- VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., *El derecho de suscripción preferente y su exclusión en las sociedades cotizadas,* Monografía RDMV nº 6, Ed. La Ley, Las Rozas, 2010.

- WATSON, D. y HEAD, A., *Corporate Finance*. *Principles & Practice,* 4th edit., Essex, 2007.

- «Bénéfices sociaux. Paiement du dividende en actions», *BMIS Joly,* 7-8, juillet-août 1987, págs. 625-626.

- «Information des actionnaires. Paiement du dividende en actions», *JCP E*, 48, 1990, I, 20568, pág. 367.

- «Cadbury Schweppes. Scrip dividends: new life in an old wheeze?», *PLC*, Vol. VI, nº 2, march 1995, págs. 5-6.

- «Innovation at Cadbury Schweppes», *International Tax Review*, Vol. 6, nº 4, april 1995, pág. 3.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- «Paiement du dividende en actions», *Bull*. *COB*, 159, mai 1983, págs. 5-6.

- «Paiement du dividende en actions», *Bull*. *COB*, 165, décembre 1983, pág. 4.

- «Paiement du dividende en actions», *Bull*. *COB*, 176, décembre 1984, pág. 11.

- Decisión del *Comité Juridique de l'ANSA du 4 juin 1986* sobre «Évaluation des titres d'une société cotée en cas de distribution de dividende en actions alors qu'il n'y a pas eu de cotation au cours des vingt dernières séances de Bourse», *Bull*. *ANSA*, 2346, 1986.

- Decisión del *Comité Juridique de l'ANSA du 7 février 1990* sobre «Paiement du dividende en actions: possibilité d'un panachage par l'actionnaire, sur décision de l'assemblée générale ordinaire», *Bull*. *ANSA*, 2506, 1990.

- «Information des actionnaires sur le paiement du dividende en actions», *Bull*. *COB*, 240, octobre 1990, pág. 40.

- Decisión del *Comité Juridique de l'ANSA du 4 septembre 1991* sobre «Paiement du dividende en actions aux titulaires d'actions prioritaire sans droit de vote», *Bull*. *ANSA*, 2568, 1991.

- Decisión del *Comité Juridique de l'ANSA du 5 février 1992* sobre «Application du régime du paiement du dividende en actions: cas des actionnaires demandant le paiement en espèces avant la fin du délai d'option», *Bull*. *ANSA*, 2592, 1992.

- «Paiement des acomptes sur dividende en actions», *Bull*. *COB*, 256, mars 1992, pág. 22.

- Decisión del *Comité Juridique de l'ANSA du 1er juin 1994* sobre «Paiement du dividende en actions. Réunion préalable du conseil d'administration», *Bull*. *ANSA*, 2726, 1994.

- «Tableau pratique : Paiement du dividende en actions», *Bull. ANSA*, nº 2741, 1994.

- *Notice N10/94*, april 1994, London Stock Exchange.

- «Paiement du dividende en actions: calcul du prix d'émission des actions», *Bull. ANSA*, 2901, 1997.

- *Guidelines on scrip dividends*, Association of British Insurers, june 1999.

- *Guía para la verificación de operaciones de renta variable*, de 23 de diciembre de 2009 (actualizada a 24 de junio de 2011).

- *Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios*, diciembre de 2010 (revisado en junio de 2011).

Disponible en http://www.bis.org/publ/bcbs189_es.pdf

- «Dividende. Paiement du dividende en actions – Protection des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital et des bénéficiaires d'options d'achat ou de souscription d'actions», *Bull. CNCC*, 164, décembre 2011, págs. 717-723.

- *Uncertainty on Spanish Corporates» Scrip Dividend Future*, Fitch Ratings, de 17 de mayo de 2012.

Disponible en

http://www.fitchratings.com/gws/en/fitchwire/fitchwirearticle/Uncertainty-on-Spanish?pr_id=750027

- *Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito*, de fecha 27 de junio de 2013.

Disponible en

http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/13/Arc/fic/presbe2013_33.pdf

- *Anteproyecto de Ley del Código Mercantil*, versión de 30 de mayo de 2014.

Disponible en

http://www.mjusticia.gob.es/cs/Satellite/Portal/1292427023422?blobheader=application%2Fpdf&blobheadername1=Content-Disposition&blobheadername2=Medios&blobheadervalue1=attachment%3B+filename%3DAnteproyecto_de_Ley_de_Código_Mercantil.pdf&blobheadervalue2=1288788719402

- *Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito en 2014*, de fecha 21 de febrero de 2014.

Disponible en

http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/14/Arc/Fic/presbe2014_8.pdf

- *Clasificación sectorial bursátil. Descripción general y especificaciones por subsector*, BME, enero 2015.

Disponible en http://www.bolsamadrid.es/docs/Acciones/sect.pdf

- Decisión del Comité Juridique de l'ANSA du 4 février 2015 sobre «Paiement du dividende en actions: délégation au conseil de la fixation du prix d'émission», *Bull. ANSA*, nº 15-012, 2015.

Disponible en http://www.ansanet.fr/lectureAnsa.php?num=2076

- *Corporate governance and vote guidelines*, Pensions and Lifetime Savings Association, november 2015.

Disponible en
http://www.plsa.co.uk/PolicyandResearch/DocumentLibrary/~/media/Policy/Documents/0556-2016-Corporate-Governance-Policy-and-Voting-Guidelines.pdf

- *Share capital management guidelines,* Investment Association, july 2016.

Disponible en https://www.ivis.co.uk/media/12250/Share-Capital-Management-Guidelines-July-2016.pdf

- *UK shareholder voting guidelines 2016, Pensions Investment Research Consultants*.

Disponible en http://pirc.co.uk/news-and-resources2/guidelines

ANEXOS

ANEXO 1: Relación cronológica de Hechos Relevantes utilizados

Sociedad	Nº de hecho relevante	Fecha
Banco Santander	113988	22-09-2009
Banco Santander	115638	02-11-2009
Iberdrola	117704	15-12-2009
Gamesa	128110	20-07-2010
Caixabank	138910	25-02-2011
Gas Natural Fenosa	145675	14-06-2011
Caixabank	146453	30-06-2011
Gamesa	147793	18-07-2011
Iberdrola	148561	28-07-2011
Bankinter	150820	20-09-2011
Caixabank	151968	20-10-2011
Banco Popular	153415	17-11-2011
Banco Santander	154599	12-12-2011
ACS	154812	15-12-2011
Iberdrola	156706	17-01-2012
Bankinter	157925	14-02-2012
Caixabank	160205	14-03-2012
Banco Santander	161005	30-03-2012
Iberdrola	163624	10-05-2012
Telefónica	164034	14-05-2012
Caixabank	165279	24-05-2012
Caixabank	165323	25-05-2012
Almirall	165741	30-05-2012

ACS	165812	31-05-2012
ACS	165814	31-05-2012
Gas Natural Fenosa	166770	13-06-2012
Grupo Banco Popular	167220	15-06-2012
Iberdrola	167686	22-06-2012
Caixabank	168199	27-06-2012
Telefónica	170908	25-07-2012
Gamesa	170719	25-07-2012
ACS	171149	27-07-2012
Grupo Banco Popular	174235	01-10-2012
Grupo Banco Popular	174240	01-10-2012
Iberdrola	177464	20-11-2012
Faes Farma	181031	15-01-2013
Iberdrola	182215	14-02-2013
Caixabank	183773	15-03-2013
Banco Santander	184201	22-03-2013
Repsol	185806	25-04-2013
Iberdrola	187868	21-05-2013
Iberdrola	187871	21-05-2013
Almirall	188611	03-06-2013
Faes Farma	189442	24-06-2013
ACS	190709	18-07-2013
ACS	192295	29-08-2013
Iberdrola	194273	23-10-2013
Iberdrola	195437	19-11-2013

Faes Farma	198622	15-01-2014
Iberdrola	200685	21-02-2014
ACS	201096	27-02-2014
Caixabank	202069	18-03-2014
Banco Santander	202662	28-03-2014
Iberdrola	204361	29-04-2014
Iberdrola	204362	29-04-2014
Faes Farma	207473	23-06-2014
Ferrovial	208602	17-07-2014
Iberdrola	208608	18-07-2014
ACS	210306	29-08-2014
Iberdrola	212522	22-10-2014
Ferrovial	214316	19-11-2014
Telefónica	215132	09-12-2014
Faes Farma	216724	05-01-2015
Sabadell	217922	29-01-2015
Iberdrola	218811	20-02-2015
Caixabank	220192	17-03-2015
Banco Santander	220801	27-03-2015
Iberdrola	221922	28-04-2015
Corporación Financiera Alba	222488	05-05-2015
Ferrovial	223289	21-05-2015
Sabadell	223652	28-05-2015
Corporación Financiera Alba	224082	16-06-2015

Sabadell	225140	25-06-2015
Iberdrola	226390	20-07-2015
ACS	227230	31-07-2015
Ferrovial	231132	18-11-2015
Telefónica	232227	11-12-2015
Faes Farma	233759	07-01-2016
Iberdrola	234308	26-01-2016
ACS	234447	30-01-2016
Iberdrola	235444	26-02-2016
Sabadell	236866	31-03-2016
Sabadell	236867	01-04-2016
Sabadell	237765	26-04-2016
Iberdrola	237824	26-04-2016
Caixabank	237956	28-04-2016
Corporación Financiera Alba	238110	03-05-2016
Sacyr	238553	12-05-2016
Corporación Financiera Alba	239565	08-06-2016
Sacyr	239847	16-06-2016
ACS	240751	12-07-2016

(Fuente: Página web CNMV www.cnmv.es)

ANEXO 2: Jurisprudencia y resoluciones citadas

Sentencias del Tribunal Supremo

- STS (Sala 1ª) de 30 de noviembre de 1971
- STS nº 788/1996 (Sala Civil), de 10 de octubre [RJ\1996\7063]
- STS nº 215/1997 (Sala Civil), de 19 de marzo [RJ\1997\1721]
- STS nº 60/2002 (Sala Civil), de 30 de enero [RJ\2002\2311]
- STS nº 676/2002 (Sala Civil), de 5 de julio [RJ\2002\8223]
- STS nº 418/2005 (Sala Civil), de 26 de mayo [RJ\2005\5761]
- STS nº 936/2006 (Sala Civil), de 6 de octubre [RJ\2006\6649]
- STS (Sala de lo Contencioso-Administrativo) de 24 de junio de 2010 [RJ\2010\5876]

Resoluciones de la DGRN

- Resolución de 23 de julio de 2003 [RJ\2003\6177]
- Resolución de 4 de diciembre de 2003 [RJ\2004\1980]
- Resolución de 9 de diciembre de 2003 [RJ\2004\1981]
- Resolución nº 9950, de 15 de junio de 2012 [RJ\2012\10060]

Consultas de la Dirección General de Tributos

- Contestación de 29 de julio de 2009 a la consulta vinculante V1777-09

Disponible en http://petete.minhafp.gob.es/consultas/?num_consulta=V1777-09

ANEXO 3: Normativa extranjera citada

Normativa Reino Unido

- *Income and Corporation Taxes Act 1998*

http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1988/1/contents/enacted

- *Income Tax (Trading and Other Income) Act 2005*

http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2005/5/contents

- *Companies Act 2006*

http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents

- *The Companies (Model Articles) Regulations 2008 (SI 2008/3229)*

http://www.legislation.gov.uk/uksi/2008/3229/contents/made

- *FCA Handbook*

https://www.handbook.fca.org.uk/handbook

- *LSE Rules and Regulations*

http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/rules-regulations.htm

Normativa Francia

- *Loi nº 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales*

https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=LEGITEXT000006068288&dateTexte=20101228

- *Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne*

https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000691996

- *Loi n° 88-15 du 5 janvier 1988 relative au développement et à la transmission des entreprises*

https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000684065

- *Ordonnance nº 2000-912 du 18 septembre 2000 relative à la partie Législative du code de commerce*

https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do;jsessionid=209B4C11C0C2C37256F6C2FA8AF61CDD.tpdila22v_1?cidTexte=JORFTEXT000000766906&dateTexte=&oldAction=rechJO&categorieLien=id&idJO=JORFCONT000000005366

- *Ordonnance nº 2004-604 du 24 juin 2004 portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales et extension à l'outre-mer de dispositions ayant modifié la législation commerciale*

https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=LEGITEXT000005793147

- *Code de Commerce* francés

https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379

- *Code Général des Impôts*

https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do?cidTexte=LEGITEXT000006069577