
UNA NUEVA CLASE DE ACCIONES: LAS ACCIONES RESCATABLES

Gonzalo Mercado Neumann

Abogado, profesor de Derecho Comercial en la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima. Miembro fundador del Instituto Peruano de Derecho Mercantil.

A tono con la preocupación del gobierno de promover el acceso de las empresas al financiamiento a través del mercado de valores y convertir dicho mercado en una verdadera alternativa de captación de recursos para financiar sus procesos productivos, se ha publicado recientemente en el diario oficial *El Peruano*, una separata especial titulada "Acceso a financiamiento a través del mercado de valores"¹.

Dicho documento, que fue sometido a consulta ciudadana, contiene una serie de propuestas interesantes relacionadas con el desarrollo del mercado de valores peruano, tales como la incorporación de nuevos emisores e inversionistas al mercado de valores, mayores niveles de protección al inversionista, mayor liquidez en el mercado, etc. Con el presente trabajo se pretende contribuir, en parte, con las propuestas preparadas para dinamizar el mercado de valores, a través de la creación de una nueva clase de acciones: las acciones rescatables.

La permanente búsqueda de instrumentos financieros idóneos para conseguir financiamiento a las empresas, como un complemento a los medios tradicionales, ha sido el factor determinante en la génesis de las denominadas acciones rescatables. Su característica principal es que tienen duración limitada en el tiempo,

¹ Publicación del Ministerio de Economía y Finanzas, 25 de mayo del 2001.

permitiendo a las sociedades emisoras captar capitales de riesgo de inversionistas deseados de participar temporalmente como accionistas, participación que finalizará cuando ocurra su previsible rescate.

1. CONCEPTO

Las acciones rescatables, a diferencia de las acciones comunes, son acciones que nacen con la condición expresa de ser fatalmente redimibles por el transcurso del plazo fijado en el acuerdo de emisión, vía el rescate de su valor. En efecto, si bien las acciones comunes son en potencia amortizables como consecuencia de una eventual reducción del capital, las acciones rescatables, en cambio, están destinadas desde el momento de su creación a ser amortizadas en un determinado plazo.

Las acciones rescatables se ofrecen como un nuevo producto financiero para allegar fondos a empresas en concurrencia con los valores mobiliarios tradicionales, como las acciones y las obligaciones, con las que presentan características propias de unas y de otras y que ha llevado a algunos tratadistas a tildarlas despectivamente como "híbridos financieros", lo cual no es correcto como se verá más adelante.

Con las acciones comunes comparten la característica de que ambas representan aportaciones efectuadas por los accionistas al capital de la sociedad con el ánimo de lucrar con las ganancias que ésta obtenga. En el caso de las acciones comunes, las aportaciones realizadas sólo podrán devolverse al liquidarse la sociedad si hubiese un remanente repartible o antes, vía reducción del capital y con las garantías del caso en defensa de los acreedores sociales. Tratándose de las acciones rescatables, los fondos aportados al capital están signados

por la transitoriedad: la sociedad tendrá que devolverlos a sus titulares una vez que se produzca el rescate previsto en el acuerdo de su emisión. El accionista suscriptor de las acciones rescatables no tiene vocación de permanencia; su vinculación societaria es a plazo determinado.

Con las obligaciones presentan la característica común de que los fondos recibidos por la sociedad tendrán que devolverse al cumplirse el plazo pactado en la emisión, procediéndose a su amortización. Sin embargo, las obligaciones representan una deuda de la sociedad con los titulares de las obligaciones, quienes son acreedores de la primera, mientras que las acciones rescatables representan una inversión de riesgo que forma parte del capital de la sociedad, teniendo sus titulares la calidad de accionistas durante su existencia.

Para el español Paz-Ares² las acciones rescatables configuran un supuesto de títulos de inversión más que de títulos de participación. Constituyen una categoría especial de acciones, dotadas de una especial singularidad que las hace diferentes de sus parientes más cercanas. Como señala Carmen Alonso Ledesma³:

Como el resto de los socios, los titulares de acciones rescatables contribuyen con su aportación a la formación del capital social y participan en los resultados positivos o negativos de la actividad económica desarrolladas por la sociedad: sólo reciben dividendos si existen beneficios repartibles y soportan las pérdidas sociales hasta el límite de su aportación o, lo que es lo mismo, soportan plenamente el riesgo empresarial, aunque sea por un tiempo limitado, trans-

2 PAZ-ARES, Cándido. "Negocios sobre las propias acciones". *La reforma del derecho español de sociedades de capital*. Madrid, 1987, pp. 473 y ss.

3 ALONSO LEDESMA, Carmen. "La reforma de la sociedad cotizada". *Derecho de Sociedades* 12. Pamplona: Aranzad, 1999, pp. 28 y ss..

currido el cual se liberan del riesgo societario. Este es, en definitiva, el rasgo definitorio de estas acciones y lo que les confiere su singularidad: el hecho de ser totalmente "caducables". Y ello porque aunque es cierto que potencialmente todas las acciones pueden ser amortizadas acudiendo a la reducción de capital, la peculiaridad de las rescatables es, justamente, que el carácter de amortizable o redimible de la acción está predeterminado desde el momento de su nacimiento con arreglo a un procedimiento especial también establecido de antemano.

2. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS

Los antecedentes de las acciones rescatables se encuentran en las denominadas *redeemable shares* del derecho británico, en la Companies Act de 1985. En la normativa inglesa, las *redeemable shares* pueden ser amortizadas a opción de la sociedad emisora o de los accionistas; sólo procede la amortización previo desembolso del íntegro de su valor y se amortizan con cargo a reservas libres o a través de los recursos obtenidos vía un aumento del capital realizado exclusivamente con tal fin.

En los estados europeos, adscritos al sistema del derecho romano, admiten las acciones rescatables Portugal, Francia y, recientemente, España a través de la ley 37/1998 de Reforma de la Ley de Mercado de Valores, que ha introducido modificaciones parciales en la Ley de Sociedades Anónimas de 1989, en su artículo 92.

3. CARACTERÍSTICAS

Las acciones rescatables responden a una efectiva contribución al capital de la

sociedad, confiriendo a sus titulares la condición de accionistas plenos con todo el haz de derechos que la ley reconoce a dicho *status*. En tal sentido, las acciones rescatables participan en la fiscalización y en los resultados del negocio, otorgan derecho de suscripción preferente, participan en el cobro de dividendos, liberándose sus titulares de los riesgos inherentes a su condición de accionistas cuando se produzca su amortización, constituyendo ésta un supuesto de separación del accionista.

En razón de su singularidad, las acciones rescatables constituyen una clase especial de acciones, cuyo contenido de derechos puede ser de lo más variado. Así, podrán haber acciones rescatables ordinarias y acciones rescatables privilegiadas; acciones rescatables con derecho a voto y sin derecho a voto. Para las legislaciones francesa y portuguesa sólo pueden tener la condición de acciones rescatables las acciones privilegiadas, a diferencia de la ley española que no contiene ninguna restricción al respecto.

4. FUNCIÓN ECONÓMICA

Se ha señalado, con acierto, que la emisión de acciones rescatables ordinarias carece de justificación económica en sociedades de plazo de duración indefinido, que son la gran mayoría de sociedades. Un inversionista no se sentirá atraído por una clase de acciones que no le va a reportar ninguna ventaja concreta durante su existencia, aunado al riesgo de que la sociedad no pueda siquiera cumplir la obligación de amortización. En sociedades organizadas para la explotación de concesiones de obras o servicios públicos o en sociedades cuyo objeto sea el desarrollo de proyectos inmobiliarios, es decir en empresas con

necesidad decreciente de capital, puede ser que tenga algún sentido el recurso de emisión de acciones rescatables ordinarias, las que se irán amortizando conforme se vayan cumpliendo los objetivos previstos.

Donde las acciones rescatables presentan gran utilidad práctica, tanto desde el punto de vista de la sociedad emisora como del de los inversionistas, es cuando su emisión viene revestida de determinados privilegios. Para el inversionista puede resultar atractivo suscribir acciones rescatables que le confieran un mayor rendimiento, expresado en un dividendo preferente más una prima de rescate; además del hecho de poder transferirlas en cualquier momento en la bolsa, como valores mobiliarios que son.

Desde el punto de vista de la sociedad emisora, la emisión de acciones rescatables le permite captar fondos propios en condiciones menos onerosas que los que brindan otros canales tradicionales de financiamiento externo, como las obligaciones y el crédito financiero que obligan a la constitución de garantías específicas.

De otro lado, y aun cuando para su colocación la sociedad tenga que ofrecer privilegios para hacerlas atractivas en el mercado, la sociedad puede emplear en su beneficio la cláusula de rescate, utilizándola cuando el costo del financiamiento bancario disminuya con relación al rendimiento previsto para las acciones rescatables: le saldrá más barato a la sociedad tomar dinero prestado a un costo financiero menor y usarlo para amortizar las acciones rescatables. Otra ventaja para la sociedad emisora es que puede proceder a su amortización cuando la cotización en el mercado baje.

5. CONDICIONES DE SU EMISIÓN

En lo referente a qué sociedades pueden emitir acciones rescatables la legislación comparada no es uniforme. Para unas sólo pueden hacerlo las sociedades cotizadas, al paso que otras, en armonía con el principio de libertad de emisión de acciones, dejan en libertad ambos tipos de sociedades. Creemos que limitar las sociedades que cotizan en bolsa el privilegio de emitir acciones rescatables constituye una discriminación innecesaria a menos que razones de política económica aconsejen tal solución. Donde existe unanimidad en la legislación comparada es en lo relacionado con el límite de emisión de las acciones rescatables. En el caso de España, las sociedades pueden emitir acciones rescatables sin que en ningún caso su valor nominal exceda de la cuarta parte del capital social. Con la limitación en cuestión se impide que el capital esté conformado, exclusivamente, por fondos temporales y no permanentes, en desmedro del principio de la estabilidad del capital.

En efecto, una sociedad con un capital íntegramente compuesto por acciones rescatables no ofrecerá garantías para los terceros toda vez que el patrimonio vinculado al capital está destinado a ser devuelto a los accionistas cuando se produzca la amortización, produciéndose su descapitalización.

A diferencia de las acciones comunes en que se exige el pago de un desembolso mínimo de la cuarta parte de su valor nominal como condición de su emisión, en las acciones rescatables resulta imperativo el pago íntegro del valor nominal como requisito previo. La diferencia de trato viene justificada por la finalidad económica que cumplen las acciones rescatables que no

es otra que la de proveer fondos temporales a la sociedad en una coyuntura determinada. Dicha finalidad quedaría desvirtuada —captación de capital de riesgo especulativo— si se permitiera que los aportes no ingresaran completos al capital de la sociedad al momento de la creación de las acciones. Con dicha medida, de paso, se evita la posibilidad de condonar los dividendos pasivos con el importe del rescate.

Para crear acciones rescatables será necesario el acuerdo de la junta general de accionistas con los requisitos previstos para la modificación del estatuto. La competencia de la junta para emitir esta clase de acciones será siempre posible aun cuando el estatuto no haya previsto expresamente dicha posibilidad. Durante la vida de la sociedad, el procedimiento para captar los fondos de capital será a través del aumento de capital, por nuevos aportes en dinero. Como en todo aumento de capital por nuevos aportes, los antiguos accionistas tendrán derecho preferente para suscribir las acciones rescatables a prorrata de su participación accionaria. En razón de que la esencia de las acciones rescatables es la captación temporal de recursos frescos para financiar el proceso productivo de la sociedad, la modalidad de aumento de capital por capitalización de créditos y de conversión de obligaciones en acciones no resulta compatible con la precitada finalidad.

Parecida situación se presentaría en el supuesto de conversión de una clase de acciones en acciones rescatables, por cuanto no sólo no habría captación de recursos al capital social, que es lo primordial en esta modalidad, sino que con ello se estaría abriendo la posibilidad de que la sociedad amortice en su momento las acciones rescatables convertidas, permitiendo la desvinculación societaria de sus titulares.

6. EL RESCATE

En la legislación española, el ejercicio de derecho del rescate puede corresponder a la sociedad emisora, a los accionistas o a ambos a la vez. Con el fin de garantizar un mínimo de estabilidad a los titulares de las acciones rescatables, se ha previsto que la sociedad no pueda ejercer el rescate sino después de haber transcurrido un determinado plazo que la ley española fija en tres años desde la correspondiente emisión.

Corresponde a la sociedad emisora fijar las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate, el modo en que ha de llevarse a cabo, si cabe el rescate total o parcial de las acciones y, finalmente, la determinación del precio del rescate. La fijación del precio de rescate queda al arbitrio de la sociedad, el cual una vez establecido en el acuerdo de emisión no podrá ser modificado unilateralmente por la sociedad, a menos que la junta especial de las acciones rescatables acuerde cosa distinta.

El valor del rescate usualmente estará en función del contenido de los derechos atribuidos a las acciones durante su vigencia. A mayores derechos económicos menor será el valor de rescate. Por el contrario, a menores derechos, mayor será el valor de rescate. Es frecuente que se estipule una prima de rescate para seducir a los inversionistas, la cual se calcula sobre un porcentaje por encima de su valor nominal.

La legislación portuguesa concede a los titulares de las acciones rescatables el derecho de solicitar judicialmente la disolución de la sociedad emisora si transcurrido un año de la fecha del requerimiento efectuado por los accionistas, ésta no ha cumplido con efectuar la redención de las acciones.

No cabe duda de que el incumplimiento de la sociedad en rescatar las acciones

en el plazo previsto constituye la inejecución de una obligación contractual que tiene carácter esencial en este tipo de operación. En efecto, los accionistas han invertido su dinero confiando en el compromiso de la sociedad de devolvérselos en algún momento determinado. Si ello no ha ocurrido es porque la sociedad no tiene los medios suficientes para honrar el rescate, por lo que la opción de la disolución de la sociedad que sigue la ley portuguesa parece acertada. La ley española, en cambio, no dice nada sobre el tema, dejando a la autonomía privada la regulación del supuesto en la escritura de emisión.

En sede de incumplimiento de la sociedad podría conferirse legalmente al socio el derecho de separarse de la sociedad, obligándose a esta última a pagar el valor de las acciones con las correspondientes penalidades.

7. AMORTIZACIÓN DE LAS ACCIONES

Producido el rescate de las acciones, la consecuencia es su amortización o anulación por su valor nominal, operación que causa, a su vez, la necesaria reducción del capital de la sociedad por dicho importe a fin de mantener la ecuación con el número de acciones que lo representa. La reducción del capital resulta el corolario natural del proceso que comenzó en su momento con el aumento de capital y colocación de las acciones rescatables. Siendo la reducción del capital una condición de toda la operación de emisión de acciones en su conjunto, no sería necesario que vuelva a reunirse la junta general de accionistas a aprobar específicamente la reducción, en el caso de que la amortización se realice con cargo a reservas de libre disposición, de modo parecido al supuesto de conver-

sión de obligaciones convertibles en acciones comunes contemplado en el artículo 317 de la Ley General de Sociedades.

Para la ley española la reducción del capital es condición sine qua non de la operación global de emisión de acciones rescatables aún en el supuesto de que la amortización no implique una reducción real del capital, como sería el caso de la amortización con cargo a reservas de libre disposición, donde no se afecta la parte del patrimonio neto vinculado al capital social.

8. MODALIDADES DE AMORTIZACIÓN DE ACCIONES

8.1 *Supuesto de reducción nominal del capital con cargo a reservas de libre disposición*

Bajo este supuesto, la amortización se articula con cargo a reservas de libre disposición de la sociedad, reduciéndose la cifra del capital nominalmente en el número de las acciones rescatables anuladas. Presupuesto de esta operación es la formación de una reserva indisponible en el pasivo por el monto del capital nominal reducido para compensar de esa forma la disminución del capital, con lo cual no se afecta el patrimonio neto indisponible existente antes de la reducción.

En esta modalidad los acreedores no tienen derecho de oposición a la reducción de capital al no verse afectados por la disminución de su cuantía, como se deja anotado anteriormente. Cuando la amortización de las acciones comprende el pago de una prima de rescate, ésta se financia igualmente con cargo a nuevas reservas de libre disposición, acordando la formación de una reserva indisponible en el pasivo. Debe mencionarse que la partida creada

con la reserva por la amortización de las acciones rescatables es intangible, por lo que no podrá ser distribuida por la sociedad a sus accionistas, pudiendo disponerse sólo para su capitalización o para aplicarlas a pérdidas.

8.2 Modalidad de emisión de acciones mediante nuevos aportes para financiar la amortización

Bajo este supuesto, la sociedad con el objeto de financiar el rescate de las acciones emite nuevas acciones en cuantía suficiente para cubrir el importe del rescate. De ello se sigue que dicha operación implica un previo acuerdo de aumento de capital por nuevos aportes, emisión y suscripción de las nuevas acciones y, en forma simultánea, un acuerdo de reducción de capital en cuantía equivalente al valor nominal de las acciones que se rescatan, las que se amortizan seguidamente.

La reducción de capital en esta modalidad, a diferencia de la primera, se hace con cargo al patrimonio vinculado al capital previamente incrementado, produciéndose una compensación de valores que no implica una modificación real de la cifra del capital.

Si la sociedad tiene que captar diez mil nuevos soles para destinarlos a la amortización de diez mil acciones rescatables de un valor nominal de un nuevo sol cada una y cuenta con un capital social de cincuenta mil nuevos soles, tendrá que aumentar su capital en diez mil nuevos soles, es decir, a sesenta mil nuevos soles y, a continuación, aplicar los diez mil nuevos soles del aumento a amortizar las diez mil acciones rescatables, con lo cual el capital se reduce a su nivel anterior de cincuenta mil nuevos soles.

En este supuesto, es decir, si la captación de fondos propios para suscripción

de las nuevas acciones cubre el valor nominal de las acciones rescatables, no habrá lesión a los intereses de los acreedores sociales, razón por la que no sería necesario concederles derecho de oposición. Habría lesión, en cambio, y por lo tanto justificaría la activación del derecho de oposición si la reducción del capital se hace con parte del patrimonio vinculado a la cifra del capital antes del aumento, y ello sucedería cuando los fondos obtenidos por el aumento del capital no han cubierto la totalidad de la emisión.

En la modalidad del aumento de capital para financiar la amortización de las acciones rescatables, no es necesaria la formación de una reserva especial por el valor nominal de las acciones amortizadas.

8.3 Modalidad de reducción del capital

En este supuesto, el más controvertido, la sociedad emisora recurre a la reducción de capital para cubrir el importe de la amortización de las acciones, lo que deberá ocurrir respetando los cauces legales previstos para la reducción del capital, incluyendo el derecho de los acreedores de oponerse al acuerdo si no se garantiza sus acreencias.

En esta modalidad se devuelven aportaciones sólo a los socios titulares de las acciones rescatables, excluyéndose a los demás socios titulares de las acciones comunes o preferentes, constituyendo la operación una excepción al principio de paridad de trato.

Se ha señalado, con razón, que la sociedad podría incurrir en incumplimiento de su obligación de amortización de las acciones rescatables si los acreedores sociales se oponen fundadamente a la ejecución del acuerdo de reducción de capital. Sería un caso de colisión de los intereses de los

acreedores sociales con los de los titulares de las acciones rescatables, que también tienen un indiscutible y legítimo derecho de crédito a exigir el rescate y ulterior amortización, debiendo primar los derechos de los primeros por sobre el de los segundos por la función de defensa que cumple el capital en la sociedad anónima.

9. REFLEXIONES FINALES

Creemos que el tema de las acciones rescatables como instrumento de capitalización financiera de las empresas merece ser estudiado y analizado en forma prudente y profunda. Debe señalarse que, como cualquier clase especial de acciones, las acciones rescatables presentan ventajas y desventajas para la sociedad y para los accionistas. Es importante mencionar que la doctrina no es pacífica sobre el particular, existiendo detractores a su inclusión como una nueva categoría de acciones. Un exponente del grupo doctrinario crítico es el renombrado profesor español Fernando Sánchez Calero⁴, para quien conceder la facultad del rescate a favor de los titulares de las acciones encierra el peligro de descapitalizar peligrosamente la sociedad, por cuanto éstos pueden verse tentados a reclamar la amortización en un momento en que el valor pactado del rescate sea mayor al valor de su cotización en la bolsa. A pesar de los inconvenientes que presentan, hay que preguntarse válidamente por qué varios países desarrollados las han admitido en sus ordenamientos jurídicos. Siendo el derecho mercantil un derecho en constante evolución, la admisión de nuevos

instrumentos financieros flexibles que cumplan el propósito de permitir a las empresas la obtención de medios de financiación debe ser vista en principio en forma favorable, lo que no significa de ningún modo renunciar a un examen crítico de sus efectos.

4 SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Instituciones de derecho mercantil*. 23a. edición. Vol. I. Madrid: McGraw-Hill, 2000.