



UNIVERSIDAD
DE PIURA

REPOSITORIO INSTITUCIONAL
PIRHUA

LAS ACCIONES REDIMIBLES UNA FUENTE ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL Y LA APARENTE DIVERGENCIA DE INTERÉS DERIVADOS DE SU IMPLEMENTACIÓN POR LA ANÓNIMA PERUANA

Alexandra Carrión-García

Piura, abril de 2019

FACULTAD DE DERECHO

Área Departamental de Derecho

Carrión, A. (2019). *Las acciones redimibles una fuente alternativa de financiación empresarial y la aparente divergencia de interés derivados de su implementación por la anónima peruana* (Tesis para optar el título de Abogado). Universidad de Piura. Facultad de Derecho. Programa Académico de Derecho. Piura, Perú.



Esta obra está bajo una licencia

[Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivar 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)

[Repositorio institucional PIRHUA – Universidad de Piura](https://repositorio.institucional.pirhua.edu.pe/)

UNIVERSIDAD DE PIURA
FACULTAD DE DERECHO
PROGRAMA ACADÉMICO DE DERECHO



**Las acciones redimibles una fuente alternativa de financiación
empresarial y la aparente divergencia de interés derivados de su
implementación por la anónima peruana**

Tesis para optar el título de Abogado

Alexandra Estefanía Carrión García

Asesor: Dra. Lorena Cecilia Ramírez Otero

Piura, abril 2019

Aprobación

Tesis titulada “*Las acciones redimibles una fuente alternativa de financiación empresarial y la aparente divergencia de interés derivados de su implementación por la anónima peruana*” presentada por la bachiller Alexandra Estefanía Carrión García en cumplimiento para optar por el Título de Abogado, fue aprobada por la Directora Dra. Lorena Cecilia Ramírez Otero.

Directora de tesis

Agradecimiento

Por el modelo de mujer que constituye, por el talante y la inspiración que irradia su sapiencia, por apoyarme oportunamente y sin miramiento alguno, por ser un farol en su labor como catedrática, a mí asesora, Doctora LORENA CECILIA RAMÍREZ OTERO. Manifestarle en estas pequeñas palabras mi admiración a su persona y dejar constancia que su paso por este mundo es particular y trascendente para todos aquellos que hemos sido inspirados por usted. Muchas gracias por su tiempo, claridad, perspicacia y paciencia durante mis años de estudio, y sobre todo en el desarrollo del presente trabajo de investigación.

Siempre le estaré agradecida.

Dedicatoria

A Dios y a la Virgen, por ser el inicio y el fin de todo lo bueno

A mis padres, por ser la base sobre la que me he levantado

A mi hermano, por ser el mejor regalo del mundo

A Olga, mi ángel guardián

A ti, mi cielo

RESUMEN ANALÍTICO – INFORMATIVO

Título de la tesis: **Las acciones redimibles una fuente alternativa de financiación empresarial y la aparente divergencia de interés derivados de su implementación por la anónima peruana.**

Autor de la tesis: **Alexandra Estefanía Carrión García.**

Asesor o director de la tesis: **Dra. Lorena Cecilia Ramírez Otero.**

Tipo de tesis: **Tesis de título.**

Título que opta: **Abogado.**

Institución. Facultad: **Universidad de Piura. Facultad de Derecho.**

Fecha de sustentación: **Piura, de de 2019.**

Palabras clave: capitalización de la sociedad anónima, híbridos financieros, clases de acciones, acciones redimibles, rescate y amortización de acciones.

Descripción: Tesis de grado en Derecho perteneciente a la línea de investigación del Derecho Societario patrimonial. La autora presenta los resultados obtenidos del análisis cualitativo de la figura acciones redimibles, su evolución e importación desde el derecho anglosajón a la práctica internacional y su actual regulación en el ordenamiento jurídico peruano, a fin de determinar la compatibilidad del uso de la figura por sociedades anónimas establecidas fuera del sistema financiero en el cual han sido reguladas.

Contenido: El texto de la tesis está dividido en tres partes. En el primer capítulo se desarrolla el marco teórico, conformado por el análisis de los caracteres y regulación del capital social dentro de la Ley General de Sociedades, y termina por resaltar la trascendencia del uso de híbridos financieros como fuente de financiación de las sociedades en la legislación comparada y dentro del sistema financiero peruano. En el segundo capítulo se presenta propiamente a las acciones redimibles, sus principales características como valor de capital, desarrollando una comparación sobre su regulación a nivel del derecho comparado. En el tercer capítulo se analiza cómo la naturaleza jurídica del instrumento analizado no trasgrede los principios e instituciones del derecho societario peruano, y resulta viable una ampliación de la figura de las acciones redimibles fuera del sistema financiero donde se han regulado positivamente.

Metodología: Se realiza un análisis cualitativo, histórico, comparativo, legislativo y jurisprudencial.

Conclusiones: La naturaleza jurídica de las acciones redimibles no restringe su uso a un sector del mercado, la funcionalidad que resguardan estos valores es totalmente compatible con las instituciones previstas dentro de la Ley general de sociedades, en dicho sentido las sociedades anónimas pueden ser capitalizadas con estos híbridos financieros.

Fuentes: Libros, artículos, legislación nacional, legislación canónica, instrumentos pastorales de la Iglesia católica, jurisprudencia civil, jurisprudencia canónica.

Fecha de elaboración resumen: 29 de marzo de 2019.

Tabla de Contenidos

| | |
|---|----|
| Introducción | 1 |
| | |
| Capítulo 1 El capital social en la sociedad anónima y el fortalecimiento patrimonial híbrido en el sector financiero peruano | 5 |
| 1.1. El Capital Social | 7 |
| 1.1.1. Concepto | 7 |
| 1.1.2. Estructura corporativa. La acción como fracción del capital social | 11 |
| 1.1.3. Las funciones del Capital Social..... | 25 |
| 1.1.4. Principios ordenadores del capital social..... | 28 |
| 1.1.5. ¿Es el capital social suficiente?, Crítica y respuestas. | 35 |
| 1.2. Capitalización de la anónima mediante híbridos financieros, un acercamiento desde el Sistema Financiero Peruano..... | 37 |
| 1.2.1. Instrumentos híbridos en el patrimonio efectivo de los Bancos peruanos..... | 40 |
| 1.2.2. Funcionalidad de la financiación híbrida..... | 43 |
| 1.2.3. Clases de Híbridos Financieros..... | 44 |
| | |
| Capítulo 2 Las acciones redimibles | 47 |
| 2.1. Las acciones redimibles | 48 |
| 2.2. La experiencia del Derecho Comparado..... | 48 |
| 2.2.1. Reino Unido..... | 49 |
| 2.2.2. La Comunidad Europea | 53 |
| 2.2.3. España..... | 56 |
| 2.3. Las rescatables, ¿valores mobiliarios híbridos?..... | 63 |
| 2.3.1. Las rescatables como valores de participación | 63 |
| 2.3.2. Especialidad de clase | 67 |
| 2.4. Funcionalidad de la colocación de acciones redimibles | 88 |
| 2.4.1. La Típica finalidad económica | 89 |
| 2.4.2. Aplicación a la Organización Corporativa..... | 91 |

| | |
|---|------------|
| Capítulo 3 Las acciones redimibles en el régimen general de sociedades y los conflictos derivados alrededor de su importación..... | 95 |
| 3.1. La redimibilidad como pacto lícito en el derecho societario peruano | 96 |
| 3.1.1. La estructura de las redimibles es compatible con la regulación de la anónima peruana | 97 |
| 3.1.2. El rescate no trasgrede la intangibilidad del capital social | 101 |
| 3.1.3. Conflictos de interés derivados de la emisión de rescatables | 110 |
| 3.2. Ampliando la figura: la emisión de acciones rescatables por sociedades anónimas peruanas | 113 |
| 3.2.1. En la fundación de la sociedad..... | 114 |
| 3.2.2. Posteriormente, por acuerdo de junta general de socios. | 115 |
| 3.2.3. Previsiones alrededor de su especialidad | 120 |
| 3.3. La estructuración de los valores redimibles..... | 125 |
| 3.3.1. El contenido «mínimo» de la cláusula de rescate | 126 |
| | |
| Conclusiones | 131 |
| | |
| Referencias bibliográficas..... | 135 |
| | |
| Anexos | 141 |
| Anexo 1. Estructura del Capital Bancario | 143 |
| Anexo 2. Criterios de estructuración de los híbridos financieros | 145 |

Introducción

Económicamente, una empresa se encuentra descapitalizada cuando existe un descenso de recursos propios; dicha situación se produce por diversas causas: sacar dinero de la empresa para uso personal, traslado de importantes flujos de dinero a paraísos fiscales, y, en oportunidades, por el devenir de diversos acontecimientos financieros. No obstante, el principal factor de inestabilidad patrimonial de las empresas de sostiene en la práctica de sostener, y hacer depender, la viabilidad de la empresa con recursos ajenos, especialmente créditos bancarios, aquellos ajenos al riesgo empresarial, siempre exigibles y costosos.

De esa manera, la infra capitalización es en la actualidad en uno de los rasgos de las sociedades capitalistas¹, sin embargo, en ocasiones la pérdida de recursos propios no permite a las empresas resistir la dinámica del mercado, y como resultado llegan al punto crítico de hacer inviable su permanencia, y produciéndose su inminente liquidación y disolución.²

En el Perú, uno de los casos que sobresalto la necesidad de resguardar a las empresas de una descapitalización se dio con la intervención, y posterior disolución de la Caja Municipal de Ahorro y Crédito Pisco (Caja Pisco) en el 2014. De manera puntual, la gestión de la Caja Pisco llevo al corporativo padecer pérdidas patrimoniales de dimensiones poco proporcionales que, aun con inyecciones de capital del Consejo Municipal de Pisco y la AFOMAC, no le permitió superar los ratios de solvencia que nuestra regulación exige a estos intermediarios financieras, en su tarea por supervisar el sano funcionamiento del mercado.³

Aun cuando algunos calificaron la liquidación de Caja Pisco como un hecho aislado, no se puede negar que se percibió un cambio de idiosincrasia alrededor de las gerencias alrededor de la necesidad de actualizar su gestión en temas de capitalización societaria.

¹En su tesis de maestría Ramos Padilla, realiza un análisis detallado de la descapitalización de las empresas peruanas y en base a datos empíricos desarrolla un conjunto de variables que acrecientan la frágil situación patrimonial de las sociedades anónimas. La naturaleza de las mismas es variada, encontramos variables cognitivas como la formación profesional de los accionistas mayoritarios y/o administradores, la presencia de empresas familiares reacias a perder el control, así como el débil desarrollo del mercado de valores. Ramos Padilla, Cesar Eusebio, *Derechos corporativos individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la sociedad anónima*, Tesis (Ms.) Mención: Derecho Civil y Comercial. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Facultad de Derecho y Ciencia Política. Escuela de Post- Grado, 2004 Lima, 2004.

²Ramos Padilla realiza un estudio empírico que nos permite sostener la presente afirmación y es que analizando 70 expedientes de procedimientos concursales tramitados durante los años de 1993 y 1998 ante el INDECOPI llega a determinar que la baja capitalización de las sociedades anónimas se constituía en una de las principales causas del sosegado desarrollo económico del país así como el principal motivo por el cual las referidas firmas sobrepasaban los coeficientes técnicos de seguridad dado al abuso cometido con relación a sus endeudamientos
Ibidem

³Al momento de su intervención la Caja Pisco contaba con un montante de S/. 5 000 000, (Cinco millones de soles) por concepto de recursos propios frente a un contravalor de S/.55 000 000 (Cincuenta y cinco millones de soles) en depósitos.

En conclusión, la descapitalización societaria es uno de los fenómenos financieros de mayor complejidad en el mercado internacional, involucra aspectos económicos, de supervisión, control y en materia regulatoria, viene colocando de sobresalto, la protección dispensada a los acreedores sociedades. En esta línea se desenvuelve la presente investigación dado que tiene por finalidad presentar una de las herramientas híbridas⁴ diseñadas y fomentadas por la ingeniería financiera, desde el siglo 19 en el mercado internacional, aquella cuyos caracteres económicos le llevo ganarse el rechazo de un sector de la doctrina mercantil, estos híbridos financieros son conocidos como redeemable shares o, en su traducción literal, acciones rescatables

Las acciones redimibles no son mencionadas dentro de nuestra Ley General de Sociedades (LGS), lo que no se traduce en la proscripción de su uso, ya que la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia Nacional de Banca y Seguros -Ley N° 26702- (LGSF), reconoce la redimibilidad como uno de los caracteres que pueden llegar a formar parte de la estructura de las, incorrectamente denominadas, acciones preferentes, que emitan en el referido sector, sin embargo, la sobriedad de su regulación exige un análisis cualitativo de la figura.

El presente análisis ha sido desarrollado desde una óptica jurídica, a través de un método de razonamiento deductivo, apoyándonos de la doctrina y práctica extranjera, con la finalidad de presentar la argumentación jurídica respectiva aplicable a figura dentro de nuestro derecho societario general, a fin de arribar a una posible amplificación de las acciones redimibles como mecanismos de financiación de la sociedad anónima peruana.

Nuestro trabajo consta de tres capítulos. En el primer capítulo se desarrollará el marco conceptual de nuestro trabajo, el que se basa en el instituto “capital social”. Su finalidad será puntualizar aspectos claves: concepto, estructura, principios y funciones; lo que nos permitirá comprender la regulación dispuesta en el sector financiero a nivel de estructura patrimonial y los rasgos innovadores que está regulación presentan, específicamente nos encargaremos de la emisión y uso de híbridos financieros⁵.

⁴ Híbridos financieros es la denominación a través de la cual se designa al conjunto de valores mobiliarios que reúnen en su esencia características propias de los valores de participación como de valores de deuda, su emisión y uso abre las puertas a la diversificación financiera. Han sido desarrollados en nuestro país mediante las resoluciones de la SBS (N°4525-2009 y 4727-2009) en las que se adoptan los criterios establecidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (1998) para su uso con fines de fortalecimiento patrimonial de las empresas del sector financiero

⁵ La LGSF establece el marco de regulación y de supervisión de las empresas que operen en el sistema financiero y de seguros, así como de aquellas que realizan actividades vinculadas o complementarias a su objeto social sin comprender al Banco Central de Reserva. La misma tiene por objeto el funcionamiento de un sistema financiero

En segunda instancia, y como cuerpo de la investigación, se despliega un análisis histórico y descriptivo de las acciones redimibles en el derecho comparado, profundizaremos sobre su naturaleza jurídica, la esencia de la redimibilidad que las caracteriza y su funcionalidad.

Ya desarrolladas nuestras premisas en estos capítulos de apertura, procederemos a exponer las razones que fundamentan la emisión de acciones redimibles por empresas peruanas instituidas fuera del sistema financiero.

Finalmente, se expondrán las principales conclusiones de nuestra investigación, permitiendo al lector concebir de forma íntegra a las acciones rescatables como mecanismo oportuno de reforzamiento patrimonial de la anónima nacional.

Me queda esperar que en las siguientes líneas usted, estimado destinatario, conozca y explore una opción financiera innovadora y certera, por la cual la sociedad anónima podrá llegar a satisfacer necesidades de financiación de carácter temporal de una forma más económica más eficiente respecto a las opciones que actualmente se explota.

Alexandra Estefanía Carrión García
Bachiller de Derecho por la Universidad de Piura
Piura 2019

Capítulo 1

El capital social en la sociedad anónima y el fortalecimiento patrimonial híbrido en el sector financiero peruano

Sustentado en el principio constitucional de pluralismo económico la legislación peruana regula diversas formas de propiedad y de empresa.⁶ Frente a la empresa, encontramos a las sociedades como técnicas de organización de una empresa, como instrumento económico-jurídico que favorece la organización de los recursos y el incremento de producción. Fernando Garrigues define las sociedades como “*instrumentos jurídicos de conjunción y organización de los medios económicos y humanos que han permitido ir más allá de la capacidad del hombre aislado o empresario individual*”.⁷

En el Perú la Ley N° 26887, (LGS),⁸ establece el régimen legal de las sociedades, el que resguarda el conjunto de notas *tipológicas* que permiten diferenciar cada sociedad desde una perspectiva funcional y estructural. Los caracteres tipológicos de cada sociedad son tomados en consideración al momento que la asociación elige bajo qué tipo legal constituirá su empresa. Sin embargo, la actual necesidad de las empresas por obtener mayores y mejores recursos le ha permitido a la sociedad anónima gozar de una aplastante superioridad a nivel internacional.

La sociedad anónima es atractiva para los inversores por dos temas en específico, restringe la responsabilidad de las deudas sociales al aporte inicialmente entregado por los aportantes, en otras palabras, los inversionistas participaran en un negocio con una estructura jurídica que le permita salvaguardar su patrimonio personal, al establecer un límite entre las deudas sociales y su persona. Por otro lado, el hecho de ser fácilmente transferible la

⁶ Constitución Política de 1993, Art. 60 se encuentra previsto el reconocimiento del pluralismo económico, consecuencia inmediata de las principales instituciones constitucionales que asientan las bases de nuestro ordenamiento jurídico económico: la libertad de empresa y la economía social de mercado. Dicho pluralismo se ha venido desarrollando en base de la igualdad jurídica existente entre los competidores el mismo que se constituye en uno de los pilares básicos del derecho de competencia, garantía del desenvolvimiento económico

⁷Cfr. Garrigues, Joaquín., "*Curso de Derecho Mercantil*". Editorial Porrúa. México. 1993. p. 306.

⁸ Ley N° 26887, La Ley General de Sociedades publicada el 09 de diciembre de 1997 se encuentra vigente desde el 1 de Enero de 1998 constituyéndose en el dispositivo legal que se encargó de consolidar en un solo texto nuestro derecho en materia societaria, abandonando así la diferencia existente entre las sociedades mercantiles y civiles, así como el ingresar dentro de las modernas tendencias legislativas al introducir cambios cualitativo de apreciable valor jurídico para nuestro ordenamiento económico como lo son: el legislar tres modalidades o regímenes que puede adoptar cualquier anónima, la introducción de cambios al régimen de las acciones y otros títulos emitidos por la sociedad, así como el ejercicio de las competencias de los órganos societarios propios de dicha figura. Para un análisis crítico, y profundo sobre el respectivo texto. Echaiz Moreno, Daniel, *Radiografía para evitar una autopsia. Análisis crítico de la Ley General de Sociedades a once años de su vigencia (1998-2009)*, Tesis de Maestría. Recuperada de Repositorio Digital de Tesis PUCP <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/123456789/1134>. 2009.

condición de socio u *status socii* en el mercado, al incorporarse está en un valor mobiliario, eminentemente circulatorio, al punto que la transferencia se puede llegar a dar sin perjudicar la estructura social.

La regulación de la anónima fiel al sistema continental se desarrolla sobre la premisa *estabilidad del capital social*, pues en consideración a la limitación de responsabilidad de los socios la LGS cuenta con un conjunto de mecanismos preventivos y medidas supervisoras destinadas a salvaguardar la tenencia de un fondo cualificado de bienes que le permita a la sociedad liquidar sus créditos.

Aun cuando la anónima cuenta con un grado de superioridad en el mercado, en la actualidad el funcionamiento de su regulación es altamente cuestionado.

En la doctrina existe un sector que considera al tradicional sistema del *legal capital* como desgajado e inadecuado para hacer frente a las demandas de flexibilidad, rapidez y eficiencia de la economía global, para sobresaltar su apreciación ponen como ejemplo las diversas crisis financieras del último decenio. En dicha línea se ha venido proponiendo dejar de lado la idea del capital como “cifra de garantía” y adoptar mecanismos flexibles para el crecimiento y fortalecimiento patrimonial de la empresa, o desarrollar una con una reforma de aspectos estoicos de la institución que no son propios de estos tiempos.⁹

Lo expuesto es a grandes rasgos el panorama en el que se extiende la doctrina mercantil de la sociedad anónima, y específicamente respecto al funcionamiento del capital social. En consideración a la incidencia del capital social en la sociedad anónima y la tarea de esta última captar recursos financieros en el mercado, para este marco analizaremos el capital social, y con sus conclusiones nos introducimos al estudio de los instrumentos híbridos financieros y su incorporación al sistema tradicional continental.

⁹ Ejemplo claro es el que nos lo brinda el derecho norteamericano, en donde muchos de los estados miembros de la unión han abandonado de forma integral el sistema de *legal capital*, introduciendo mecanismos cuya finalidad se reduce a la custodia y mantenimiento en cada ejercicio de un porcentaje o coeficiente de liquidez del total de activos con los que cuenta la sociedad, sustentado dicha práctica en el hecho que resulta totalmente imprescindible mantener un equilibrio entre *debt* y *capital*, frente a mantener una cifra ficticia.

1.1. El Capital Social

1.1.1. Concepto

El análisis de toda institución jurídica parte necesariamente del estudio de su concepto, para el caso del capital social resulta ser una tarea bastante compleja dado al carácter polisémico de la expresión; no obstante, en esta oportunidad nos restringiremos a su aspecto jurídico.

La trascendencia del capital social se percibe del conglomerado de conceptos elaborados por la doctrina, cada uno elaborado desde un específico punto de vista. De esa manera, para:

- Vicent Chuliá,¹⁰ es *"una mención indispensable de los estatutos sociales y una cifra indispensable del pasivo en el balance inicial de la sociedad"*.
- Broseta Pont¹¹, Joaquín Rodríguez Rodríguez¹² y Luis Muñoz¹³ desarrollan un concepto material-económico, al describen el capital social *"(...) como la cifra contable o concepto aritmético equivalente a la suma del valor nominal de las aportaciones realizadas o prometidas por los socios y la suma del valor nominal de las acciones de la sociedad, cuya cuantía debe estar precisamente determinada en la escritura constitutiva"*.
- Isaac Halperin¹⁴ conjuga la perspectiva materialista y abstracta al definir el capital social como *"el monto global del valor asignado a los bienes aportados o prometidos aportar en ejecución de las suscripciones en el acto constitutivo o en el llamado a suscripción pública"*.

Esta diversidad de definiciones llevo a Pérez de la Cruz Blanco clasificarlas en razón al juicio adoptado por sus autores. De esa manera existen concepciones patrimonial, nominal o eclíptica.¹⁵

¹⁰ Cfr. Vicent Chuliá, F., *"Introducción al Derecho Mercantil"*. España. Editorial Tirant lo Billanch. 2007. 20^a. Edición. P. 334.

¹¹ Cfr. Broseta Pont, Manuel. *"Manual de Derecho Mercantil"*. España. Editorial Tecnos-Madrid. 1977. 3a. Edición. P. 213.

¹² Cfr. Rodríguez Rodríguez, J., Op. cit. P. 79.

¹³ Cfr. Muñoz, L., *"Derecho Mercantil"*. México. Librería Herrera. 1952. P. 403.

¹⁴ Cfr. Halperin, Isaac. *"Curso de Derecho Comercial"*, Volumen II. Argentina. Ediciones Depalma, 1978. P. 231.

¹⁵ Para el desarrollo de la presente sección tomaremos como fuente el tratado *Vid. Pérez de la Cruz Blanco, A., "La reducción del capital social en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada"*, Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia Madrid, 1973, p. 29 y ss.

i. Concepciones patrimonialistas

Esta percepción hace girar el concepto del capital social sobre los aportes sociales, al punto de equipar ambas instituciones. Tradicionalmente existieron dos posturas dentro de esta línea de pensamiento una materialista, propia de la doctrina francesa, y una formalista, imperante en la doctrina italiana.

El pensamiento materialista concebía el capital social como el *conjunto de bienes* entregados por los socios a la sociedad, mientras que la línea formalista consideraba que el capital social como aquella cifra numérica que expresaba *el valor asignado* al conjunto de aportaciones realizadas.

Pérez de la Cruz Blanco sostiene : *“el error de la presente concepción radica en el origen de la misma, donde se realiza una confusión del orden lógico que entre ambos conceptos se da, pues carece de todo sentido el decir que el capital social se determina por el valor de las aportaciones que los socios realizan, cuando dichas prestaciones patrimoniales adquieren la consideración jurídica de verdadera aportación sólo en el caso que vayan destinadas a servir de cobertura al importe de la cifra estatutaria”*¹⁶

La relación de causa-efecto que existe entre el capital social y las aportaciones informa las previsiones legales y medidas imperativas dirigidas a cautelar la integración y estabilidad del fondo patrimonial que funciona de contrapartida a la cifra establecida en estatutos como contrapartida a la limitación de responsabilidad de los socios. En nuestra legislación estas medidas encontramos la previsión de un desembolso mínimo por el 25% del aporte asumido (art. 52 LGS), constituirse el incumplimiento del dividendo en la única causa legal de exclusión del socio (art. 22 LGS).¹⁷

Luego, al homologar el capital social con las aportaciones encontraría inconsistencias con aquellas previsiones que mantienen la consideración del capital social como cifra abstracta, como la establecida en el art. 202. 3 LGS que reconoce la potestad de llevar a cabo un aumento de capital social a cargo a reservas o utilidades; esto es sin aportación de los

¹⁶ *Ibíd*em

¹⁷ Artículo 22 LGS: Cada socio está obligado frente a la sociedad por lo que se haya comprometido a aportar al capital. Contra el socio moroso la sociedad puede exigir el cumplimiento de la obligación mediante el proceso ejecutivo o excluir a dicho socio por el proceso sumarísimo. Artículo 80 LGS (...) cuando el accionista se encuentre en mora la sociedad puede, según los casos y atendiendo a la naturaleza del aporte no efectuado, demandar judicialmente el cumplimiento de la obligación en el proceso ejecutivo o proceder a la enajenación de las acciones del socio moroso por cuenta y riesgo de éste. En ambos casos, la sociedad cobra en su beneficio, los gastos, intereses moratorios y los daños y perjuicios causados por la mora.

socios, solo mediante un cambio contable en las partidas del capital de la empresa,¹⁸ así como el hecho se puedan llegar a emitir acciones con un valor superior al valor nominal establecido en estatutos (art. 85 LGS).¹⁹

ii. *Concepción abstracta o nominalista*

Basada en el carácter abstracto que contempla la ley del capital social, la concepción nominalista confronta la institución del capital social y patrimonio neto, en razón de ser esta última expresión de una realidad tangible y dinámica,²⁰ el conjunto de bienes y derechos frente al capital social, a *contrario sensu*, como una cifra abstracta y formal determinada convencionalmente por las partes celebrantes del contrato de sociedad.

Para esta postura ambas nociones se relacionan, en tanto la función del capital social es dar a conocer al mercado a cuánto asciende la obligación de la sociedad de mantener ciertos activos disponibles en el patrimonio, en contrapartida del beneficio de limitación de responsabilidad.²¹

¹⁸El aumento del capital no es producto de la realización de los aportes complementarios efectuados por los socios, sino de la imputación al capital de los beneficios o reservas. Si bien es dable considerar que estos casos integran la hipótesis de nueva aportación por parte de los accionistas, en tanto que media una renuncia al reparto de ganancias y un consentimiento para su incorporación al capital, lo cierto es que, si así fuera, sería imprescindible el asentimiento unánime de los socios para llevar a cabo la operación, lo que no ocurre en ningún ordenamiento, pues la adopción de la medida se condiciona exclusivamente al acuerdo mayoritario. Pérez de la Cruz Blanco, A., op. cit., p. 31. En el mismo sentido: Sánchez Andrés, A., "Notas sobre la función económica del aumento del capital con medios propios"; En: "Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues"; Vol. II, Tecnos, Madrid. 1971, p. 194-216

¹⁹En la emisión por sobre el valor nominal de la acción, los socios suscriptores satisfacen un premio o sobreprecio que contribuye a incrementar el patrimonio, más no el capital de la sociedad. Brunetti, A., "Tratado de Derecho de las Sociedades", trad. Felipe de Solá Cañizares, Uteha Argentina, Buenos Aires, 1960, p. 172 y 173. Aunque podría sostenerse que en estos supuestos se asiste a una subvaloración convencional de los aportes de los socios legalmente admitida, previo cumplimiento de determinados requisitos; resulta más razonable sostener que en realidad, los aportes son efectivamente valorados por una suma superior al importe del capital que con ellas se cubre, constituyendo el exceso una aportación complementaria que convencionalmente se ha establecido no sea computada a efectos de la determinación del montante del capital. Vid. Pérez de la Cruz Blanco, A., op. cit., p.30

²⁰ El reconocimiento e la existencia de una contraposición del carácter mutable y dinámico del patrimonio social frente al capital social se le debe a Vivante, quien en 1912 señalaba que "*in antitesi al patrimonio effettivo, essenzialmente mutevole, sta il capitale nominale della società, fissato stabilmente da una cifra convenzionale, che ha un funzione amministrativa e giuridica, un'esistenza di diritto e non di fatto*". Vivante, C., "Trattato di Diritto Commerciale", V. II, Casa Editrice Dottor Francesco Vallardi Milano, 1912, p. 262. El carácter dinámico del patrimonio social se justifica en cuanto se encuentra sometida al riesgo empresarial, si el negocio es próspero aumentaran el valor de sus activos y correlativamente el valor de dicha cifra, y en casos de pérdida su disminución.

²¹Pérez de la Cruz Blanco, A., op. cit., pág. 33

Rodrigo Uría adopta esta postural al definir “(...) *al hablar de capital social se alude exclusivamente a esa cifra escriturada, suma de valores nominales de las acciones que en cada momento tenga emitidas la sociedad*”.²²

Por su parte Sánchez Calero, delimita al capital social o nominal como “*aquella cifra, -expresada en euros-, que aparece determinada en los estatutos sociales, que va a figurar en el pasivo del balance bajo esa denominación y que representa —en principio— el importe de las aportaciones de los socios, o lo que se han comprometido a aportar. Junto al capital nominal aparece el llamado con frecuencia «capital real o efectivo», que se refiere al patrimonio neto de la sociedad que está formado por el valor de las aportaciones realizadas por los socios, del que se ha de deducir el conjunto de deudas contraídas por la sociedad.*”²³

Aunque teóricamente exacta, esta postura resulta se opone aquellas previsiones legales que no se desvinculan del carácter patrimonial del capital social,²⁴ aquellas que consideran al capital social como activo financiero de disposición para la adquisición de acciones (art. 104 LGS) o el pago de pasivos sociales (art. 31 LGS), las medidas a desarrollar en caso de impago del aporte social (art. 22 LGS), aquellas que establecen un conjunto de limitaciones con relación al uso del capital social como recurso patrimonial (art. 218 LGS).

iii. *Concepción Dual o ecléctica*

Las posturas expuestas presentaron un conjunto de observaciones que llevaron a la doctrina a desarrollar definiciones dualistas o eclécticas.

Para esta postura el capital social es una unidad, la cual se debe comprender como aquella cifra aritmética fija en estatutos sociales que informa al mercado en general a cuánto asciende la obligación de la sociedad por mantener un fondo cualificado de bienes dentro de su patrimonio, y al mismo tiempo y en contrapartida es el principal activo patrimonial de la sociedad, el cual ha sido conformado por los aportes de los socios.

El concepto jurídico-económico²⁵ del capital social permite interpretar correctamente las previsiones legales que integran su regulación.

²² Cfr. Uría, Rodrigo. “Derecho mercantil” Editorial Pons. Madrid. España, 1994 pág. 235

²³ Cfr. Sánchez Calero, F, “*Instituciones del Derecho Mercantil*”, Valladolid, 1970, pág. 298

²⁴ Vid. Pérez de la Cruz Blanco, A., op. cit., p. 34

²⁵ *La cifra capital social es una línea cerrada o círculo ideal trazado en el activo de la sociedad, que no acota bienes determinados, pero que impone a la sociedad la obligación de tenerlo siempre cubierto con bienes equivalentes a aquella cifra.* Cfr. Garrigues, J., op. cit., Tomo II, p. 136. En palabras de Salas Sánchez “*Para la doctrina más reconocida, el “capital social” tiene una doble connotación: económica y jurídica. La primera considera que el capital se integra con las aportaciones que los socios efectúan para que la sociedad desarrolle los negocios y operaciones que constituyen su objeto social (...) desde este punto de vista solo tiene importancia*

1.1.2. Estructura corporativa. La acción como fracción del capital social

Como toda sociedad capitalista la estructura de la anónima se organiza en base al valor económico de las aportaciones realizadas por cada suscriptor del contrato social, y el instrumento encargado de representar el valor de aquella participación es la acción. Lo previamente expresado nos demuestra la importancia que poseen las acciones poseen dentro en la estructura de la sociedad anónima.

i. Naturaleza jurídica de las acciones

Conforme a nuestro código civil las acciones son bienes muebles²⁶

Francisco Galgano explica la naturaleza de la acción de la siguiente manera.

*“Es un bien autónomo distinto de los bienes que integran el patrimonio social, pero es un bien autónomo que, no obstante, representa una fracción del capital social; es como ha sido definido, un bien de segundo grado. La acción tiene un valor nominal propio, relacionado con el capital social, y en particular, igual al coeficiente de la división del capital social por el número de acciones; pero adopta también en el curso de la vida social, un valor real, que puede ser mayor o menor que el valor nominal y que se vincula al mayor o menor valor adquirido respecto al capital, por el patrimonio social y, más en general, al desarrollo económico de la sociedad”.*²⁷

ii. Definiciones

La naturaleza polisémica del término acción reúne tres acepciones, independientes entre sí pero cuentan con una singular interdependencia.

a. La acción parte alícuota del capital social

Esta concepción de la acción implica la existencia de más de una en su tipo, y una integridad a la que conforman²⁸. De esa manera, sí el capital social es la unidad aritmética fija en estatutos sociales que representa el valor de las aportaciones entregadas -y/o prometidas- a

la acumulación económica de los recursos aportados por los socios a la sociedad cuya contrapartida se refleja en la cuenta capital.(...) Respecto de su contenido jurídico se puede identificar una doble función del capital social: la función de garantía, junto a la cual está la función organizativa de las distintas relaciones jurídicas que se crean entre la sociedad y sus socios y las que se originan entre los mismos socios. Sala Sánchez, Julio, “Apuntes sobre el capital social de las sociedades anónimas en la nueva ley general de sociedades” en Revista Ius et Veritas, Núm., 17, Lima, 1998, p. 134-153

²⁶ Art. 886 del Código Civil de 1984

²⁷ Cfr. Galgano, Francisco, “Derecho Comercial” vol. II “Las Sociedades Editorial Temis S.A Bogotá 1999. p 208

²⁸ La división del capital en títulos era una práctica que fue desarrollada mucho antes que el Código de Comercio Francés de 1807 regulase a la anónima como una sociedad por acciones.

la sociedad, entonces las acciones son las fracciones alícuotas en la que dicha unidad se integran.

Comprender la acción desde esta perspectiva implicaría que está posee un valor numérico, al que denominamos *valor nominal*²⁹, que no es más que el submúltiplo de aquella cifra que conforma, y como está última, es de libre determinación.³⁰

La ley determina que todas las acciones poseen el mismo valor nominal con independencia a la clase que pertenecen (art. 82 LGS). Sin embargo, ello no ha supuesto la prohibición de emitir acciones cuyo *precio de colocación sea mayor o menor* al valor nominal establecido en estatutos. Es así que, en caso de un exceso en el pago respecto del valor nominal, se desembolsa una “*prima de colocación*”, monto que no afecta al capital social y únicamente enriquecerá el patrimonio de la sociedad. Por otra parte, sí el valor de colocación es inferior ha de entenderse que las acciones han sido pagadas en su valor nominal, estableciéndose a nivel contable la diferencia no satisfecha como pérdida de colocación (art. 85 LGS)³¹.

La funcionalidad de la acción como fracción del capital social se advierte en relación a la estructura legal de la sociedad anónima que, como capitalista, organiza sus relaciones con sus socios en relación al valor económico de sus aportaciones. De esa manera, el criterio basado en el valor de aportación ingresada al patrimonio social

²⁹ El valor nominal de la acción posee un carácter trascendente para efectos de organización y de contabilidad, sin embargo, es el valor real o valor de mercado el referente de relevancia al momento de definir muchas de las transacciones que sobre estos valores se puedan llegar a realizar. La relación entre ambos valores viene determinada por su distinto significado: el valor real o razonable será superior al nominal cuando el valor económico de la sociedad (determinado en función de su patrimonio, pero *esencialmente de sus expectativas futuras de rentabilidad*) sea superior al capital social, e inferior en caso contrario

³⁰ Puede encontrarse establecido mediante una suma numeraria exacta, esto es una suma de dinero así como mediante el porcentaje cada acción juega dentro de la respectiva cifra contraposición que ha llevado a la doctrina a clasificarlas en *acciones de cifra*, para el primer de los casos y *acciones de cuota*, respectivamente; sin embargo en el Perú de conformidad con lo establecido en el art. 39 del Reglamento de Registro de Sociedades (aprobado mediante la Resolución N° 200-2001-SUNARP/SN este entro en vigencia el 1 de Septiembre del 2001) solo se permitirían la circulación de acciones de cifras dado que se determina imperativamente que tanto el capital social como el valor nominal de las acciones en las que se fragmenta han de encontrarse expresados en moneda nacional.

³¹ No obstante, se encuentra proscrita la emisión de acciones sin valor nominal, esto es sin la contraprestación patrimonial que dicho valor representa.³¹ Esta regla basada en la efectividad de la cifra capital social no encuentra un referendo legislativo expreso en nuestro ordenamiento como en el artículo 59 del Real Decreto Legislativo 1/2010, Ley de Sociedades de Capitales vigente en España que en su determina *al establecer que no podrán emitirse acciones por una cifra inferior a la del valor nominal y que será nula la emisión de acciones que no respondan a una efectiva aportación patrimonial*. En contra de estas precisiones se encuentra la teoría presentada por el Magister en Derecho Marco Antonio Villota Cerna quien luego de una exposición de la imperfecta y reciclable función de garantía del capital social resulta posible el uso de las *per value stock o acciones sin valor nominal*. Para un análisis de su trabajado de investigación Villota Cerna, Marco Antonio. *La función de capital social y las acciones sin valor nominal*, Tesis de Maestría, 2004, Lima, Recuperada de: <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/123456789/102>

El criterio basado en la entrega de acciones proporcional al valor de la aportación ingresada al patrimonio social es objetivo. Así, el conjunto de acciones que detente cada socio determinara el grado de participación que cada socio posee en la en la administración social, y en el reparto de las ganancias distribuibles.

Por otro lado, este criterio de organización de la anónima en base del valor de la aportación permite a la anónima esquivar las diferentes vicisitudes personales que se lleguen a dar durante el funcionamiento de la sociedad; en otras palabras, sí un socio desea transferir sus acciones podrá hacerlo libremente, salvo las previsiones estatutarias que limitan su transferencia, y aun así la estructura de la sociedad no se verá perjudicada.

b. La acción como valor negociable

Es casi instintivo relacionar las acciones con los títulos valores, y mucho de ello ha tenido que ver con la evolución histórica de las primeras sociedades capitalistas.

A fines del siglo XVII, las primeras sociedades capitalistas extendían una especie de recibos, donde se dejaba constancia de la aportación que habían realizado los partícipes del negocio. Luego, por influencia de la costumbre y de las conveniencias comerciales, dichos recibos fueron adquiriendo independencia y valor propio, hasta llegar a instituirse en documentos indispensables para la legitimación de sus detentores.³² Sin embargo, en la actualidad, en una “suerte de evolución genética”, las acciones vienen siendo representadas por títulos materiales³³ o anotaciones en cuenta³⁴.

La representación de las acciones en anotaciones en cuenta ha enfatizado el debate alrededor de considerar, o no, a las acciones como verdaderos títulos valores, en tanto la literalidad, abstracción y carácter incausado que caracterizan a los títulos valores son prácticamente desconocidos con el uso de este mecanismo de representación³⁵

³² Vid. Rodríguez Rodríguez, J. “*Curso de Derecho Mercantil*”. Tomo I. México. Editorial Porrúa, S.A. 1978. 13ª Edición, p. 82.

³³ La incorporación de las acciones a títulos, que es la forma tradicional de representación, permite atender a una doble finalidad. De un lado, desempeña una *función probatoria*, en la medida en que la posesión del título opera como elemento de legitimación para el ejercicio de los derechos de accionista frente a la sociedad, por otro lado, atiende una permanente *función dispositiva*, al permitir la transmisión de los derechos de socio que representa.

³⁴ La representación de valores mediante anotación en cuenta, no es propia ni exclusiva de los que se negocian en el mercado de valores, ni solamente de los valores que se transan en bolsa o cotizan en ella. Cualquier sociedad, aun una SAC o una SA que sólo tenga dos (2) accionistas, bien puede hacer uso de esa forma de representación de sus acciones, como expresamente ya lo señalaba la anterior Ley del Mercado de Valores -Decreto Legislativo.755- y repite la actual Ley -D.Lvo.861- en su Art.209 y 227.b), que admite justamente por ello la posibilidad de transformar valores en título por valores en anotación en cuenta o viceversa, esto es, desmaterializar o "rematerializar" como se suele llamar en nuestro mercado.

³⁵ Al igual que nuestro ordenamiento en la legislación del país vecino Paraguay ha reconocido la naturaleza de bienes muebles a las acciones llevando a la consideración de la compraventa como el medio jurídico por

Joaquín Garrigues y Rodrigo Uría sostiene.

*“la incorporación de los derechos al título, esa permanente función dispositiva del documento-acción, ha llevado lógicamente a la doctrina a incluirle en el sistema general de los títulos valores, si bien las características especiales de la acción le confieren una fisonomía y un puesto oficial dentro de este sistema. La más acusada peculiaridad de la acción es la de ser un título valor que no incorpora derechos de crédito, (...), ni derechos reales, (...), sino un conjunto de derechos corporativos que integran el estado de socio. Las acciones son sencillamente títulos de participación social (...) los derechos que la acción trasmite nacen con independencia del título que los incorpora; pueden existir, y el supuesto es frecuente, sin que el título material exista. Por esto éste no tiene función constitutiva, más una vez que el título se crea, los derechos del socio se incorporan a él de modo inseparable y juntos corren las mismas vicisitudes (...) las relaciones del accionista con la sociedad, los derechos sociales o corporativos, no están definidos y delimitados exclusivamente por los términos literales de la acción. Este es un documento necesario y suficiente para el ejercicio de los derechos del socio, pero no es, en cambio un título completo, precisamente porque el contenido de esos derechos no resulta de acción, sino de los estatutos y puede variar cuando estos se modifican sin necesidad de alterar los términos de aquella. Con esto queda notoriamente disminuida la literalidad peculiar de los títulos valores y se transparenta fácilmente el carácter de título causal de las acciones, siendo este carácter especialmente visible a través de la facultad que tiene la sociedad de exigir a los tenedores de las acciones los dividendos pasivos no satisfechos por los anteriores tenedores del título”.*³⁶

Las prerrogativas del nuevo sistema de representación de acciones son las responsables que los caracteres de documentación o posesión sean prescindibles en lo que respecta al ejercicio efectivo de los derechos reconocidos a los socios.³⁷

excelencia para la transferencia de las inversiones que representan, encontrándose sujetas a las reglas establecidas para el dicho contrato siendo una de ellas la imposibilidad de establecer determinadas cláusulas. En un estudio pormenorizado del tema Pablo Augusto Van Thienen desarrolla su apreciación del porque no se deben considerar a las acciones como títulos valores o cosas muebles, concluyendo que las referidas acepciones no son esenciales del referido concepto, sino *una forma de ser* que no influye en el valor que intrínsecamente poseen las acciones como derechos. Sobre el punto de considerar o no las acciones como títulos valores sobresalta: “solo los títulos de crédito son cosa. El título es crédito y el crédito es el título. No hay derecho crediticio posible por fuera del título. El título sin derecho no es título sino un mero papel pues no otorga titularidad proviniendo de allí el nombre: título. Ergo, el título es continente y contenido del derecho” Vid. Van Thienen, Pablo Augusto, “*Pacto de retroventa, opción de compra sobre acciones, sobre todo acciones nominativas*”. En: CEDEF: Law & Finance, Working Paper N° 34, 2009. Recuperado de <http://www.cedeflaw.org/pdfs/201127201756-45.pdf>

³⁶ Garrigues -Uría, “*Comentarios de la Ley de Sociedades Anónimas*” Tomo I, 1953, p. 391-392

³⁷ Se le ha sumado la progresiva sustitución de emisión y uso de títulos materializados por un sistema mucho más ágil y seguro de representación: el registro contable a través de cuentas organizadas y custodiadas por

Independientemente de la controversia existente en la doctrina la vigente Ley de Títulos Valores, Ley N°27287,³⁸ regula las acciones en la sección dedicada a los valores mobiliarios,³⁹ los que son definidos: “*como aquellos emitidos de forma masiva, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan. (...) son libremente negociables (...) pueden emitirse en títulos o mediante anotaciones en cuenta (...) podrán conferir a sus titulares derechos crediticios, dominales o patrimoniales, o de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor (...)*”⁴⁰

En definitiva, la acción es un valor *esencialmente negociable*, causado, emitido en masa por la sociedad, y cuya principal función es el representar los derechos de participación y obligaciones que sus titulares poseen frente a la sociedad que las ha emitido.

c. La acción como expresión del estatus jurídico *socii*

En la anónima las características personales de los accionistas juegan un papel secundario, frente el valor económico del aporte ingresado y/o prometido al fondo patrimonial del corporativo; satisfecho el aporte, en su cuarta parte o de acuerdo a lo establecido en estatutos, la sociedad está obligada a reconocer al inversionista como su socio, y entregarle un número proporcional de acciones.

El *status socii*⁴¹ refleja el vínculo del inversionista con la sociedad, surge con la efectividad del aporte (suscripción), y su contenido subjetivo se estructurado por un complejo

ordenadores especializados en la materia, las conocidas Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores de las que en el Perú contamos con CAVALI ILCV S.A.

³⁸ Oswaldo Hundskopf Exebio nos explica que pese a lo relevante que resulto la revisión y renovación de nuestra legislación con la promulgación de Ley N° 27827, se mantuvo un error de conceptualización ya que el uso de la denominación *títulos valores* se funde mentalmente con una percepción tangible que lleva dejar de lado al conjunto de valores desmaterializados, como lo serían las acciones llevadas a un registro contable. Considera el autor que resultaba oportuno adoptar la denominación de valores negociables como especie en general en la que se abracaban ambos especímenes, siendo su característica fundamental la de agilizar el tráfico comercial. División de Estudios Legales & Hundskopf, O., “*Guía rápido preguntas y respuestas de la Ley de Títulos Valores 300 preguntas claves y respuestas*”, Gaceta Jurídica, Lima, 2005, p. 6

³⁹ Para un análisis detallado de los valores mobiliarios recomendamos el estudio de Padilla, Ramos. “*Los valores mobiliarios en la Ley de Títulos Valores*” Ver: http://boletinderecho.upsjb.edu.pe/articulos/Titulos_Valores.doc.

⁴⁰ Ley N° 27287, Ley de títulos valores. Art. 255

⁴¹ Elías Laroza, citando a Nicolás Gasperoni, quien equipara el estado de socio a la del ciudadano al determinar: “El *status* es una relación, una situación jurídica que constituye, sintéticamente considerada, el presupuesto de un complejo de derechos, facultades, de obligaciones que se derivan de ella. Así como el ciudadano (esto es, el individuo que está en relación con un determinado ordenamiento estatal y posee, por tanto, un estado de ciudadanía), no es tal por tener determinados derechos y deberes, sino que tiene esos derechos y deberes porque es ciudadano, así el socio no es tal en cuanto puede alegar un complejo de derechos frente a la sociedad, sino al contrario: disfruta una serie de derechos frente a la sociedad en cuanto que es socio. Elías Laroza, E. “Derecho Societario Peruano” Vol. I, Editorial Normas Legales, 2015, p. 300

entramado de derechos y obligaciones⁴², predispuestos a ser incorporados y expresados en un título negociable único en su especie, la acción.

Para Eusebio Padilla: *“la acción no es un derecho en sí misma, tampoco puede considerarse como un conjunto de ellos, (...), la acción es pura expresión de aquella posición jurídica compleja que se conoce como la cualidad de socio, cualidad que se nutre de posiciones activas de naturaleza heterogénea y que engloban, derechos en sentido estricto, y prerrogativas que más bien suponen ciertos poderes de configuración jurídica susceptibles de ejercicio individual (concurrir o no a una ampliación por suscripción preferente) o de actuación agrupada (representación procesal, convocatoria a junta), así como también acciones -pretensiones procesales-, en sentido rigurosamente procesal, e igualmente susceptibles de uti singuli o, en su caso, conjunta (impugnación de acuerdos o agrupación para exigir la suspensión cautelar de los mismos).⁴³*

Por otro lado, Roncero Sánchez sostiene: *“la posición de socio es, desde el punto de vista de su naturaleza jurídica, la posición de un sujeto en el marco de una relación jurídica de cooperación que se establece entre dicho sujeto y la sociedad. Se trata de una relación jurídica constituida en el marco de una organización social que se crea para la consecución de un fin común y cuyo régimen jurídico viene determinado por las normas legales y estatutarias de configuración del tipo social de que se trate, y, en consecuencia, determinaran tanto el nacimiento, contenido y extensión de dicha relación jurídica. A su vez, la participación social no puede concebirse sino por referencia a la propia organización social que, en el caso de las sociedades de capital, se configura y estructura corporativamente para la consecución del fin común de modo que, los derechos que componen la posición de socio se subordinan a la propia organización por el marco legal y estatutario que la configura.⁴⁴*

Adquirir la condición de socio puede ser originaria o derivada. El inversionista adquiere originariamente dicha posición jurídica mediante la suscripción de acciones, en el acto fundacional de la sociedad, o como consecuencia de una ampliación del capital social. La

⁴² Para Ana Belén Campuzano la posición de socio “se encuentra integrada por un conjunto diverso de derechos, poderes, facultades e incluso atribuciones de legitimidad procesal” Campuzano, Ana Belén. *La tutela de las clases de acciones en la sociedad anónima*. En: Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz. Getafe: Universidad Carlos III de Madrid, 2015, pp. 592-613

⁴³ Cfr. Padilla, Cesar Eusebio, op. cit., p. 57 El subrayado es nuestro, la doctrina procesal peruana ha declarado que no son acciones sino pretensiones procesales.

⁴⁴ Cfr. Roncero Sánchez, A., La compra y venta forzosa de acciones (*seel out* y *squeeze out*) en *Revista de Derecho de Sociedades*, ISSN 1134-7686, N°33, 2009, pág.56

adquisición es derivada se produce con la adquisición de acción por compraventa a un anterior socio, por conversión de obligaciones en acciones, o a través de canje de acciones de inversión.

Para ejercitar los derechos de socio, la sola posesión del título es insuficiente, de esa manera la LGS establece un efecto legitimador para el ejercicio de sus derechos se basa en el hecho que se encuentre inscrito dicha titularidad en la matrícula de acciones.⁴⁵

La naturaleza de los derechos que configuran el estatus jurídico socio es variada, comprender todos sus derechos y deberes en un solo dispositivo legal resultaría engorroso y casi imposible, de esa manera resulto oportuno el criterio adoptado por la LGS al especificar que la lista contenida en su artículo 95 no agota la materia.⁴⁶

La diversa naturaleza de derechos del socio ha determinado la disgregación de estos en su clasificación entre derechos administrativos y económicos.

De esa manera tenemos:

- a. Derechos “*administrativos o políticos*”: asistencia a las juntas, por si mismos o representados; votar los asuntos de interés en las mismas, de acuerdo a las condiciones fijadas en los estatutos, solicitar la convocatoria a juntas, agrupación de acciones para el voto, información, obtener certificaciones de los acuerdos sociales, impugnación de los mismos; y derecho de elección, activo y pasivo.

- b. Derechos “*económicos*”, entre los cuales se encuentra participar en el reparto de las ganancias sociales y del patrimonio sobrante de la liquidación; el derecho de suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones, revisión de las aportaciones no dinerarias; opción de cubrir las diferencias de valoración y separarse de la sociedad en los casos previstos por la ley.⁴⁷

Finalmente, existe un sector de la doctrina que defiende la idea de agregar una cuarta función *la acción como un instrumento financiero de ahorro inversión para los socios de una*

⁴⁵ La propiedad de la acción se registra dentro del Libro Matricula de Acciones en directa consecuencia la sociedad emite certificados de acciones, valores en los que se dejan registrado la información detallada dentro del art. 100 de la LGS, siendo la principal a) el número del certificado, b) el número de acciones que representa, c) el nombre de la sociedad, d) el nombre del titular del certificado.

⁴⁶ Ejemplo claro de ello es el hecho que el derecho a la información se regule en otro lado de la LGS

⁴⁷ Vid. Padilla, Cesar Eusebio, op. cit., p. 62

sociedad anónima y para ésta un medio de captación de recursos financieros”⁴⁸, no obstante, considero que dichas apreciaciones son efectos propios de la acción como valor mobiliario representativo de un parte alícuota del capital social de una empresa, que al mismo tiempo legitima a su titular a participar en el desarrollo de una actividad económica productiva como en la distribución de sus frutos.

iii. Clases de Acciones

Como fracciones del capital social las acciones han de poseer igual valor nominal, confirieren a sus poseedores iguales derechos y obligaciones. No obstante, se puede crear y emitir diferentes clases acciones, cuyo criterio de distinción se concentra en su aspecto subjetivo, esto es de los derechos y obligaciones que concedan a sus titulares.⁴⁹

La estructuración de acciones se mueve alrededor de diversos intereses sociales, capitalización social, mantener una adecuada política de apalancamiento financiero, protección de un determinado *status quo*, etc. Sin embargo, la exigencia por mayor capital y fortalecimiento patrimonial se han instituido en la principal finalidad por la cual diversas legislaciones reconocen positivamente el principio *de libre emisión de acciones*.⁵⁰

En el Perú el principio de libre emisión de acciones se reconoce en el artículo 88 de la LGS, dispositivo genérico y amplio que establece como criterio de clasificación de las diferentes acciones el contenido subjetivo que se reconoce a sus titulares, independientemente que se dicha diferencia se sostenga en una minusvalía, o plusvalía de un derecho otorgado en previas emisiones, de allí que resulte oportuno que nuestro legislador optase por designarlas bajo el rotulo *clases de acciones* frente al conjunto de terminaciones que en esta materia existen en la legislación internacional⁵¹.

⁴⁸ Cfr. Castellares Aguilar, R., Instrumentos de inversión en las Sociedad Anónima en: Revista Peruana de Derecho de la Empresa "Balance de la Ley General de Sociedades a 3 años de su vigencia" - N° 52

⁴⁹ Brunetti, Antonio, op. cit., p. 94. La igualdad de acciones que tradicionalmente era predicada a las acciones se relativiza con la emisión de diversas clases de acciones pues la posible desigualdad de derechos entre las distintas clases permite hablar de acciones ordinarias o comunes y de acciones privilegiadas o preferentes. Las primeras son aquellas que atribuyen a sus titulares el régimen normal de derechos y obligaciones integrantes de la condición de socio. Las segundas conceden particulares ventajas o privilegios en relación a las acciones ordinarias. Uría, Rodrigo, Menéndez, Aurelio y García de Entierra, Javier. La Sociedad Anónima: La acción en general. Curso de Derecho Mercantil I. Civitas Ediciones, 1999, p. 824

⁵⁰ Con la finalidad de atraer a los inversores y favorecer la capitalización de las sociedades, todos los ordenamientos han admitido la existencia de acciones que atribuyen a sus titulares una participación mayor o, al menos, preferente en las ganancias sociales y/o una participación preferente en las ganancias sociales y/o una participación preferente en las pérdidas sociales. Beltrán Sánchez, E. Op. cit. p. 199.

⁵¹ Dentro de las legislaciones comparadas términos como *acciones privilegiadas*, *acciones preferentes*, *acciones preferidas*, *acciones de prioridad*, *vorzugsaktien*, *azioni preferenciali*, *preferred shares* o *preferred stocks*, etc., se decantan por hacer referencia a las diversas clases de acciones que con el tiempo se han desarrollado en la práctica societaria, sin embargo su uso resulta ser confuso e impreciso, y es que resulta inconveniente denominar

a. Creación de clases de acciones

La creación de acciones es una expresión de su autonomía de voluntad de la sociedad anónima, su ejercicio, como en toda decisión societaria, ha de encontrarse en armonía con el interés social, responder a una causa lícita y sujetarse al estricto cumplimiento de previsiones procedimentales y limitaciones cualitativas dispuestas por ley.

Dicho lo anterior, para la creación de acciones existen disposiciones legales que toman en consideración el momento y circunstancias en que la decisión es tomada; así como los aspectos sustanciales que circunscriben dicha decisión, esto es, la existencia de algún conflicto de intereses por la referida decisión. Examinaremos brevemente algunos de ellos.

(i) *Previsiones procedimentales*

El art. 83 de la LGS reconoce dos momentos para la creación de acciones: i) En el otorgamiento del pacto social; y ii) Cuando la sociedad ya ha sido constituida, a través un acuerdo de junta general. Dependiendo del momento en que se tome la decisión, la sociedad se debe someter al cumplimiento de ciertos requisitos, con la finalidad de no perjudicar los intereses de otros socios.⁵²

Sucede que, durante la creación de la sociedad, los fundadores poseen la libertad de crear solo una clase de acciones (acciones de clase A) o, por lo contrario, atomizar su capital social mediante la creación de diferentes clases (acciones de clase A, B, C y D). Se entiende que todos aquellos que suscribieron el contrato de asociación lo hicieron aceptando las

acciones o PS privilegiadas a las clases de acciones o PS con mayor número de derechos respecto a una clase existente, ya que si posteriormente se realiza una nueva emisión, el privilegio de la anterior emisión podría ser, a partir de ese momento, un derecho inferior respecto a la nueva. Villacorta Hernández, M.: “*Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)*”, Tesis Doctoral Universidad Carlos III de Madrid, junio, 2011. P. 400 En la misma línea Belén Campuzano afirma: resultan inadecuados los términos preferentes o preferencia para denominar al grupo de acciones emitidas por la sociedad y es que en el núcleo de ambas expresiones encontramos la idea de otorgar al titular una ventaja económica o política (...) que lo coloca en un lugar ventajoso respecto de los demás socios (...) Ahora bien, a medida que en el siglo XX, se generaliza la idea que la diversidad de derechos no tiene que consistir necesariamente en un *plus* sino que también conformar un *minus* de derechos, se pone de manifiesto la inadecuación de estos términos para designar de forma general este fenómeno (...) Las expresiones preferencia o privilegio se muestran incapaces de aglutinar todos los supuestos posibles de diversidad de derechos. Los términos preferente y privilegiada, que poseen un significado unívoco, solo sirven para designar aquellas situaciones en las que se concede una ventaja patrimonial cuantitativa a su titular frente al resto de los accionistas. Campuzano Laguillo, Ana Belén, “*Las clases de acciones en la sociedad anónima*”, Madrid: Civitas, Ediciones S.L. 1ª edición 2000, pp. 147-149

⁵² Vid. Campuzano Laguillo, Ana Belén, op. cit. p. 601 en el mismo sentido Uría, Menéndez y García de Entierro determinan “una vez constituida la sociedad, la creación de privilegios encarnados en acciones de distinta clase ha de efectuarse, lógicamente, observando las formalidades prescritas para la modificación de estatutos dado que una de las menciones obligatorias de estos consiste precisamente en la eventual existencia de distintas clases de acciones y en los derechos de cada una de ellas. Uría Rodrigo, Menéndez, Aurelio y García de Enterría, Javier, op. cit., p. 824

condiciones e invirtiendo en los valores que consideraron adecuados a sus necesidades. En otras palabras, se respetó la paridad de trato de los socios de la nueva sociedad. Sin embargo, cuando la sociedad ya ha sido constituida, la situación es otra.

Beltrán Sánchez lo explica de la siguiente manera: *“en el supuesto normal: para atraer nuevos inversores, la sociedad emite acciones que atribuyan ventajas patrimoniales respecto a las viejas. Cuando todas las acciones de la sociedad atribuyan los mismos derechos, dicha emisión no plantea problemas específicos, habrán de seguirse las normas generales sobre modificaciones estatutarias y sobre aumento de capital. El principio de paridad de trato no se ve amenazado, pues el derecho de suscripción preferente garantiza a todos los accionistas anteriores la posibilidad de adquirir las nuevas acciones. La eventual supresión del derecho de suscripción no atenta, obviamente, contra el citado principio, pues todas las viejas acciones sufrirán idénticas consecuencias. La creación de una clase de acciones se complica cuando, con anterioridad, existan ya otras categorías de acciones. En ese caso, junto a las normas sobre modificaciones estatutarias y aumento de capital será preciso examinar si el acuerdo atento o no contra los derechos de las acciones existentes, exigiendo en caso afirmativo la aprobación de la mayoría de las acciones o de la clase o clases afectadas.”*⁵³

La “técnica del doble acuerdo” consiste en obtener previamente el consentimiento de la clase de acción que se potencialmente se pueda llegar a ver perjudicada con la emisión de una nueva clase, buscando evitar que la decisión de la mayoría despoje a una clase minoritaria del ejercicio de sus derechos frente al corporativo⁵⁴.

En el ordenamiento jurídico peruano la técnica del doble acuerdo se resguardada en el art. 132 de la LGS. Entonces, para la validez de acuerdos que potencialmente pueden lesionar los derechos que son comunes a una preexistente clase de acciones, esta última ha de realizar una junta especial⁵⁵ y otorgar anticipadamente, por mayoría, su conformidad con dicha decisión.⁵⁶

⁵³ Cfr. Beltrán Sánchez, Emilio, op. cit., p. 212-13

⁵⁴ Cf Campuzano Laguillo, Ana Belén. *Las clases acciones*, op. cit., p. 28.

⁵⁵ La junta especial puede ser definida de forma analógica a la junta general de accionistas, es decir como la agrupación los socios titulares de una determinada clase de acciones, y de la misma manera, su competencia se encuentra determinada por el principio de competencia, puesto que tal como lo determina el art. 132 de la LGS, dicha aptitud se circunscribe únicamente en los casos de acuerdos de junta general de accionistas que puedan afectar los derechos particulares de la clase, de esa manera que esta reunión no se constituya en veto a cualquier tipo de acuerdo.

⁵⁶ Cumplir con esta técnica del doble acuerdo se encuentra circunscrito para el caso de la toma de acuerdos que pueden lesionar sobre los derechos que son comunes a una clase de acciones determinada, desaparece en el caso

(ii) *Límites cualitativos*

La creación de acciones permite conjugar en la práctica societaria el principio de paridad de trato y la conveniencia práctica de estructurar acciones “privilegiadas”. Sin embargo, esta facultad de autoorganización de la sociedad, no puede constituirse en un arma de doble filo, en tanto no deberá implicar una trasgresión al goce de los derechos que como mínimo la ley reconoce a los socios de la anónima.

La necesidad de proteger los intereses de los inversionistas informa el conjunto de límites reconocidos en la ley. La primera limitación que encontramos es de carácter político y se encuentra en el art. 82 LGS, que establece la existencia de proporcionalidad entre el número de votos que posee cada socio y la aportación entregada por estos. De esa manera, cada acción otorga un derecho de voto salvo las excepciones determinadas por ley⁵⁷, toda disposición en contrario es nula.⁵⁸ De esa manera, en nuestra legislación, las acciones con voto plural se encuentran proscritas en el ordenamiento peruano⁵⁹.

Luego, las diferentes clases de acciones que confieran una preferencia de carácter patrimonial no pueden expropiar al resto de accionistas a percibir utilidades distribuibles. De esa manera, el art. 83 LGS dispone que serán nulos todos los acuerdos que creen acciones que concedan la posibilidad de recibir rendimientos (acumulables o no, máximos o mínimos) sin que existan utilidades distribuibles en el ejercicio.⁶⁰

b. Una innovadora estructuración financiera

Actualmente en el mercado internacional existen acciones caracterizadas por una particular estructura financiera; estos instrumentos de capital presentan una filtración respecto a sus características económicas, en tanto acercan a estos instrumentos a la deuda en aspectos como liquidez, riesgo, retribución y duración de derecho; lo que ha denotado un “debilitamiento de la frontera que separa los tradicionales conceptos de acción y deuda.”⁶¹

de que la decisión tomada suponga una alteración de un derecho atribuido en igual medida a todos los socios, independientemente de la clase de acciones de la que sean titulares.

⁵⁷ Acciones sin voto (art. 94 LGS) y el mecanismo de elección por voto acumulativo (art. 164 LGS), que reconoce para este efecto que acción da derecho a tantos votos como directores deban elegirse.

⁵⁸ En función a lo normado por el inciso 3 del art. 33 LGS

⁵⁹ En la actualidad la emisión de acciones con voto plural viene siendo admitida por legislaciones como Argentina, Chile, Colombia, EE. UU, Reino Unido y Suiza

⁶⁰ Artículo 83 de la LGS

⁶¹ Cfr. Villacorta Hernández, M.A. “La financiación por medio de Acciones Privilegiadas, Una reflexión sobre su aplicación en algunas empresas ferroviarias españolas durante el siglo XX” En: Pecunia: revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León, Año 2009, Numero 9 (jul. Dic), págs. 285 -318. En el presente trabajo el autor analiza la tendencia al acercamiento de la emisión de deuda y la participación en fondos propios que se presenta en los mercados financieros, puntualizando en los aspectos que

Dada la particular estructura financiera a estos valores se les ha englobado bajo la denominación híbridos financieros.

La flexibilidad que caracteriza a los híbridos financieros ha llevado a un sector de la doctrina a desconocer su carácter como verdaderos valores de participación, acciones, sin embargo, su progresivo reconocimiento legislativo nos permite divisar cambios en las posturas tradicionales del derecho societario, lo que en última instancia permite regular de una forma más precisa el mercado financiero.

La utilidad de los instrumentos híbridos no solo sirve para satisfacer intereses patrimoniales de la sociedad, el optar por una estructura híbrida ha demostrado poseer diversos fundamentos prácticos. Por ejemplo, si a una acción le adherimos una distribución preferente sobre los resultados (ya sea una primacía en el cobro o de un porcentaje a cobrar con relación a las utilidades, etc.), pero siempre manteniendo su devengo en razón de las utilidades obtenidas y con ello sometidas al riesgo empresarial, le implicara a la sociedad emisora el alejarse el depender de los resultados de su gestión para afrontar el alto costo de mantener deuda.

Por otro lado, el uso alternativo de estos instrumentos financieros permite a las sociedades capitalistas obtener mayor autonomía financiera, al alejarse de someter la gestión social a rigurosos *financiamientos*⁶², acuerdos establecidos por los acreedores de la sociedad cuya principal finalidad es salvaguardar el pago de sus créditos, buscando para ello limitar su capacidad de endeudamiento, haciendo engorrosa y muchas veces imposible la gestión social.

Finalmente, la configuración híbrida de la acción podrá constituirse en técnica de defensa de las relaciones de poder preexistentes en la sociedad. Déjenme explicarlo de esta manera, en el Perú gran porcentaje de las sociedades anónimas se caracterizan por ser *sociedades familiares*, aquellas donde los socios son parte de un árbol genealógico y donde la

en su oportunidad pudieron aprovechar las empresas ferroviarias españolas si hubiesen accedido a la apertura accionarial tal como se produjo dentro de los mercados ingleses.

⁶² Alonso Ledesma define a los *financiamientos* como instrumentos flexibles que permiten a las partes que lo celebran adaptarlos a sus concretas necesidades, proporcionan un campo de elección amplio. De acuerdo a lo que decida el acreedor, mediante uno de estos acuerdos la sociedad puede aceptar el limitar la distribución de dividendos, ya no en relación a la cifra que mide el capital social, sino en proporción al patrimonio neto existente al momento de la concesión del crédito. Aun cuando el uso de este tipo de acuerdos es propio de acreedores sofisticados o profesionales. (...) “*también es verdad que no todos los acreedores están en condiciones de lograr esta autoprotección y, por ello, que las normas legales son esenciales cuando las partes no pueden negociar por sí mismas ninguna medida de protección, lo que sucede en relación con los pequeños acreedores comerciales, con los trabajadores y con los acreedores extracontractuales*”. Ledesma, Carmen. *Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores*. En Estudios de Derechos de Sociedades y Derecho Concursal: libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde. Marcial Pons. pp. 127-157 ISBN 9788497684361

tradición, como las virtudes, se mantienen y concretan en la cúpula de poder, encargada de la dirección de la empresa; por todo ello son reacios a la idea de una apertura de su accionariado en tanto su poder se vería dispersados con el ingreso de nuevos socios inversionistas. Frente a ello podrá optar por emitir acciones sin derecho a voto, o acciones redimibles.

(i) *Las acciones sin derecho a voto*

Usualmente la desigualdad de los derechos que caracteriza la emisión de una clase de acciones se concentra en derechos de naturaleza netamente económica, encontrándose bastante limitada en lo que se refiere al aspecto administrativo y de control, como por ejemplo la restricción al ejercicio al voto en asamblea.⁶³ Sin embargo, en los últimos siglos, dada la incorporación de aspectos subjetivos a la estructura capitalista, la reincorporación del directorio al poder en razón de su especialización⁶⁴; ha encontrado en la supresión del derecho al voto una alternativa funcional al principio de democracia que informa la funcionalidad a nivel administrativo dentro de la sociedad anónima.

Las acciones sin derecho a voto o *non voting shares* son hijas de la práctica inglesa del siglo XIX, son definidas como aquellas acciones que se encuentran desprovistas, valga la redundancia, del derecho al voto, motivo por el cual son dotadas con preferencias de naturaleza económica.

Las particulares características de la acción sin derecho a voto son argumentos son, se pretende desconocer su condición como verdadera acción, al identificarla con las obligaciones y otros títulos de títulos de deuda⁶⁵; sin embargo, las acciones sin voto: se computan, y

⁶³ El derecho de voto es el derecho que tiene todo accionistas, entendemos titular de acciones ordinarias o privilegiadas con derecho a voto, a participar con su voluntad en la formación de la voluntad social, asimismo, permite al accionista una mínima oportunidad de participar en la gestión de la sociedad y de fiscalizar la actuación de la administración. Uría, Rodrigo., “Derecho Mercantil” 1 Edición. Ed. Marcial Pons. Ediciones Jurídica S.A. 1992, p. 276

⁶⁴ Ramos Padilla parafraseando a Kozolchik sostiene: “las sociedades anónimas, en su etapa inicial de evolución, se caracterizaron porque la propiedad y control fue familiar. En la segunda etapa, se caracterizaron por el control efectivo, bien por un individuo o por un grupo. Finalmente, en la tercera etapa, la peculiaridad es del control administrativo gerencial. Esta es la evolución de los países de gran desarrollo económico. En los países subdesarrollados, como el Perú, la mayoría de sociedades anónimas presentan características de la primera etapa de evolución.” Ramos Padilla, E., op. cit., p. 129

⁶⁵ Algunos autores sostienen que no pueden considerarse acciones, fundamentalmente porque no confieren a su titular derechos esenciales de accionista, como el voto y, además porque los derechos patrimoniales que confieren los aproxima más a la naturaleza de títulos de renta fija (obligaciones), que a las acciones. Otros autores consideran que, si el titular de una acción es privado del derecho de voto y, por lo tanto, no contribuye a la formación de la voluntad social, no es un verdadero socio, sino una figura híbrida entre accionista y obligacionista, aun a pesar que le correspondan los demás derechos atribuidos al accionista ordinario. (...) la aparente semejanza es solo producto de una equivocada interpretación respecto de las preferencias que deben establecerse a su favor, pues conceptualmente las diferencias jurídicas entre ambas figuras son evidentes. Salinas

forman parte del capital social, su titular ha realizado una aportación social que pasa a integrar al patrimonio de la sociedad; participará en los resultados, prósperos o adversos de la actividad económica desarrollada, disfruta de todos los demás derechos integrantes de la condición de socio, tanto administrativos como patrimoniales, con excepción del derecho a voto, salvo para la constitución de juntas especiales en caso de los acuerdos de junta general pretenda modificar o excluir sus derechos particulares.⁶⁶

La LGS reconoce la emisión de acciones sin derecho a voto⁶⁷ estableciendo como imperativo conferirles un dividendo **preferencial**, sin llegar a definir en qué consistirá éste. De acuerdo a la RAE con el término “preferente” se hace referencia “*a que tiene preferencia o superioridad sobre algo*”, y si tomamos en consideración lo establecidos en el art. 83 LGS la preferencia que puede ser de **rango, cantidad o incluso de ambas**. Podemos concluir, que frente a la falta de precisión en este supuesto a implicado como en otros casos que el legislador ha decidido mantener un amplio campo al arbitrio de los socios para su determinación.

(ii) *Las acciones recuperables*

Como las *non voting shares*, las acciones redimibles o rescatables son producto de la práctica anglosajona, y su singularidad se concentra en la previsión de un derecho a favor de la empresa emisora para su recuperación –adquisición- bajo los acuerdos llegados al momento de su emisión.

El carácter redimible de estos valores lo convierte en el instrumento financiero de renta variable con mayor grado de liquidez en el mercado secundario de acciones, y en el activo que permitirá a la emisora introducirse dentro de focos superavitarios de capital, cuyos titulares poseen altos intereses especulativos, pero con una gran aversión al riesgo, evitando los altos costo de la tercerización financiera.

Por otro parte, la funcionalidad de las redimibles se predica a nivel administrativo como patrimonial. Desde un punto de vista administrativo, el uso de redimibles permitirá a la sociedad mantener cierto *status quo* en su estructura organizativa, puesto que producido el rescate la estructura de poder dentro de la sociedad emisora volverá a estar focalizada en el grupo de control previo a la creación de estos valores.

Rivas, Sergio, Las acciones sin voto y el desarrollo del mercado de capitales en el Perú en Revista Ius et veritas, Núm. 8, noviembre 1994, pp. 109-115

⁶⁶ Padilla, Cesar Eusebio, op. cit., p. 77

⁶⁷ Artículo 94 (...) pueden crearse acciones sin derecho a voto”

A nivel patrimonial, el uso de redimibles evitará que la estructura financiera de la sociedad se petrifique como usualmente sucede a causa de colocaciones de acciones con “privilegios” económicos. Resulta altamente costoso para la sociedad emitir acciones con privilegios económicos y sobre todo su eliminación, en tanto se necesita de la previa aprobación de sus titulares (art. 88 LGS). Sin embargo, la temporalidad de las redimibles permitirá a la sociedad poseer una estructura patrimonial versátil y congruente a las necesidades financieras que posea la sociedad.⁶⁸

La singular temporalidad de estos valores ha llevado a la doctrina contrariar su funcionalidad, su compatibilidad con la configuración legal de la anónima continental y hasta su constitucionalidad, en cuanto a la aparente “expropiación” que sufriría el suscriptor de los mismos. Pese a ello, en la actualidad las acciones rescatables han sido reconocidas por legislaciones tanto de tradición anglosajona como continental, lo que nos demuestra, en una primera instancia, lo fútil que resultan dichas construcciones.

1.1.3. Las funciones del Capital Social

Concebir al capital social desde una perspectiva dual permite advertir de una manera sistemática el conjunto de funciones que se le encomiendan: *productividad, organización y garantía*⁶⁹.

i. Función de Productiva

También denominada función empresarial, dispone que el capital social se encuentra llamado a ser usado como fondo patrimonial, factor de producción para el desarrollo de una industria, la misma que permite al ente corporativo ostentar beneficios cualitativos que asegurasen la marcha de la empresa, y en directa consecuencia satisfacer los intereses de los socios como terceros, especialmente sus acreedores.⁷⁰

⁶⁸ Vid. García de Enterría, J. "Las acciones rescatables" En: La Ley: revista jurídica española de la doctrina, jurisprudencia y bibliografía, Año XX N° 4849 de 26 de Julio, 1999, págs. 1694-1702.

García de Enterría: “cláusula de rescate aporta un insoslayable elemento de flexibilidad en relación a las emisiones de acciones que están dotadas de cualquier tipo de privilegio económico, evitando que la estructura del emisor quede petrificada. Y es que en caso contrario la sociedad emisora limitaría gravemente cualquier posibilidad futura de modificación de su estructura de capital y podrá verse forzada a mantener viva una emisión de valores que lastrase indebidamente su situación financiera

⁶⁹ En la doctrina mercantil abundan las clasificaciones desarrolladas alrededor de las funciones del capital social, la tomada en este trabajo de investigación es denominada clasificación tradicional.

⁷⁰ Esta construcción fue desarrollada sobre la tradicional percepción del principio de inalterabilidad del capital social, el mismo que venía instituyéndose en la respuesta a la entonces necesidad de transformar las anónimas de negocios ocasionales a entidades con presencia perenne en el mercado, desconociéndose toda consideración del capital social como cifra de garantía.

Concebir el capital social desde una perspectiva netamente patrimonial nos permite comprender que exista una relación directa y razonable entre el objeto social, u actividad empresarial, y la determinación del monto al que ha de ascender dicho fondo. No obstante, en la actualidad muchas legislaciones se han decantado por establecer una cifra monetaria a la que necesariamente ha de ascender el capital social de sus sociedades anónimas.

España, conforme al art. 2 del Real Decreto Legislativo 1/2010, ha establecido que “El capital de la sociedad anónima no podrá ser inferior a sesenta mil euros y se expresará en esa moneda.”. Esta modificatoria se informa en el criterio lo establecido dentro de la II Directiva de 1976, mismo que la doctrina mercantil ha encapsulado en el principio de “capital mínimo”, cuya finalidad ha sido el reservar la estructura de la anónima para actividades productivas de cierta envergadura, lo que finalmente ha sido objeto de duros cuestionamientos.

ii. *Función Organizativa*

Previamente analizamos como el valor de la acción sirve de referencia para organizar la estructura financiera y administrativa de la anónima, a partir de ello es comprensible el reconocer al capital social cumpla funciones de organización dentro de esta sociedad.

Jiménez Panta explica cómo el capital social cumple su función de organización discriminando los aspectos en los cuales se manifiesta: *“Desde la estructura financiera de la sociedad –el capital social- determina la reducción del capital por pérdidas, marca el umbral para la distribución de beneficios y el monto de la reserva legal. Desde la estructura orgánica, el capital social determina la composición de las juntas generales de accionistas (quórum y mayorías) y la representación de la minoría del Directorio. Finalmente, desde la posición jurídica de los accionistas, el capital social determinara su participación en la sociedad. Así, será, la medida utilizada para repartir dividendos, ejercer determinados derechos como el de suscripción y adquisición preferente de acciones, convocar a junta general de accionistas, entre otros.”*⁷¹

⁷¹Cfr. Jiménez Panta, Alma. *“Los derechos de los titulares de acciones de inversión y su impacto en las operaciones de fusión”*, 2016, Tesis inédita Recuperada de: <https://pirhua.udep.edu.pe/handle/123456789/2446> En el mismo sentido se expresa Francisco Vicent Chulia cuando señala que el capital social cumple una función organizativa al interior de la sociedad. Así, en la organización corporativa el capital es la base del cómputo sobre el cual se determina la participación de los socios en los derechos políticos y económicos, el quórum para instalar asambleas y adoptar acuerdos, los coeficientes para ejercer derechos de minoría, etc.; en el ámbito financiero, el capital es la base para determinar las pérdidas o beneficios Cfr. Vicent Chulia, F. *“Introducción al derecho mercantil”* 19ª Edición, Tirant to Blanch, Valencia, 2006, p. 323

iii. *Función de Garantía*

Jurídicamente hablando, junto a la función interna o de organización, el capital social se encuentra llamado a desempeñar una competencia de efectos externos, una función de garantía.

El capital social, entidad formal establecida dentro de los estatutos sociales como cifra aritmética encargada de representar el valor del conjunto de aportes realizados y/o prometidos por los socios-inversionistas a la sociedad, posee relevancia jurídica de incidencia externa en cuanto sirve como medida retención patrimonial al obligar a la sociedad a mantener un conjunto de activos que superen a sus pasivos en, por lo menos, la cantidad fijada por aquella, otorgándole a los acreedores sociales una especie de garantía⁷², pues al mantener un acervo patrimonial positivo el cual podrá ser ejecutado para hacer efectivos sus créditos.

Sin embargo, este destino al que inconscientemente ligamos al capital social fue desarrollado con posterioridad al nacimiento de la misma anónima. En los primeros años de la anónima, el capital social servía como medida de protección a favor de los socios, en cuanto está solo representaba el monto patrimonial que los socios arriesgaban para el desarrollo de cierta actividad empresarial, y como los socios poseían responsabilidad limitada, no veían comprometida su riqueza si la sociedad llegase a quebrar. Es recién a fines del siglo XIX que se produce un cambio de orientación, la *Preussisches Gesetz über die Aktiengesellschaften* fue la primera ley de la tradición continental que establece el régimen de la anónima sobre el capital social, comprendiendo a esta como el “patrimonio” social dispuesto en garantía de los acreedores sociales por la ausencia de responsabilidad de sus socios⁷³.

En sentido técnico es cierto que el capital social no es una verdadera garantía, sin embargo, cuando hablamos de la función de garantía del capital social nos encontramos haciendo referencia al conjunto de rigurosos mecanismos que ha previsto la ley, y que han

⁷²En sentido técnico difícilmente podría ser una garantía, como la penda o la hipoteca, primero porque no hay un bien específico como lo sería un terreno o un auto al cual los acreedores puedan dirigirse de forma indirecta en casos de incumplimiento, sin embargo, cumple dicha función de una forma indirecta, porque colocándose en el balance como un débito de la sociedad, impedirá que se atribuyan a los accionistas beneficios sin tener en cuenta aquella partida del pasivo. Antonio Brunetti, *Tratado de Derecho de Sociedades*, Vol. II, trad. Felipe de Solá C. Buenos Aires, UTEHA Argentina, 1960, p. 82

⁷³ En la tradición del Derecho alemán, la protección de los acreedores ostenta una posición paritaria junto a la protección del interés social. Como los acreedores permanecen fuera de la organización social en contraposición a los accionistas y tienen menos posibilidades de influir para proteger sus propios intereses, un Derecho como el alemán que pretende cohesionar dentro del Derecho de sociedades una serie de intereses plurales y a menudo divergentes, favorece una y otra vez a los acreedores(...) Constituye una pieza fundamental de ese sistema la afirmación según la cual el privilegio de la responsabilidad limitada sólo se concede a cambio de una cifra fija de capital nominal. Vid. De la Cámara, Manuel. Ob. Cit., p. 13 y ss.

permitido constituir del capital social en una cifra de retención sobre una parte ideal del patrimonio social.⁷⁴

1.1.4. Principios ordenadores del capital social

El régimen jurídico de la sociedad anónima se encuentra integrado por un conjunto de normas de carácter imperativo y técnico-preventivo, cuyo principal fundamento son los principios dogmáticos del capital social.

Los principios del capital social se incorporaron a la legislación peruana con la Ley N° 16123, Ley de Sociedades Mercantiles, que por el Decreto Legislativo N° 311 fue modificada pasando a denominarse Ley General de Sociedades desde el 14 de noviembre de 1984.⁷⁵

i. Principio de Determinación o Unidad

El capital social ha de “*ser uno, como cifra fija que exprese el valor global del patrimonio de garantía, y que en él deben reunirse todas las aportaciones de los socios*”⁷⁶.

Este carácter del capital social en la anónima permite distinguir su estructura de otros tipos societarios capitalistas donde la unidad es menos marcada, como sucede en la sociedad comandita en acciones⁷⁷ donde

Predicar este carácter de capital social sustenta prevenciones, como: “*ha de quedar claramente establecido en Estatuto social, la indicación de su importe*⁷⁸, *el número de acciones en las que se encuentra dividido*⁷⁹, *el valor nominal de las mismas, su clase o serie - si existieran varias*⁸⁰ *y si están representadas por títulos nominativos o al portador, o por medio de anotaciones en cuenta.*”⁸¹

La eficacia de estas previsiones busca satisfacer los intereses de los acreedores sociales, y los accionistas. Para el caso de los acreedores sociales, el capital social permitirá

⁷⁴ Vid. De la Cámara, Manuel. Ob. Cit., p. 13-14

⁷⁵ Su denominación fue cambiada en 1984 por “Ley General de Sociedades”, dejándose en claro que en ella se encuentra unificada toda la regulación societaria mercantil de nuestro país, siendo claro ejemplo el que en el Código Civil del mismo año dejó de hacerse referencia alguna a las sociedades civiles.

⁷⁶ Sobre este punto Antonio Brunetti nos dice “la sociedad por acciones es una sociedad de capital fundacional, es un principio que se encuentra en todos los países. Todas las legislaciones exigen que en el acto constitutivo se mencione el capital social.” Brunetti, A., op. cit., p.88

⁷⁷ Vid. Rubio, Jesús. “Curso de Derecho de las Sociedades Anónimas”. Editorial de Derecho Financiero. Madrid-España. 1964. Pág. 53

⁷⁸ Artículo 54, inciso 3 LGS

⁷⁹ Artículo 55, inciso 5 LGS

⁸⁰ Artículo 55, inciso 6 LGS

⁸¹ Cfr. Garrigues, J., Uría, R., op. cit., p. 222-224. Hemos de recordar en este punto que en el Perú las acciones que emiten las sociedades anónimas únicamente son nominativas. La emisión de acciones al portador se encuentra vedado de acuerdo a lo establecido en el Decreto Ley N.º 21604

dar a conocer a cuánto asciende la obligación de los socios por mantener una porción de activos cualificados en el patrimonio social para hacer frente a sus créditos. Con relación a los accionistas, la cifra del capital social se constituirá en un límite a la actuación de la administración social, donde toda actuación que desconozca o trasgreda la relación que nació entre la sociedad y el socio por la integración del capital social, podrá ser objeto de impugnación.

ii. *Principio Suscripción Integra y Desembolso Mínimo*

En clara contraposición a lo acontecido en España⁸², el principio de capital mínimo, no se encuentra reconocido dentro de nuestra regulación societaria general⁸³, sino solo para el caso de sociedades que operan en mercados regulados como Banca o Seguros.

La regulación peruana manteniendo el equilibrio entre el intervencionismo y el liberalismo del ejercicio de la actividad económica, regula como sustento básico del capital social las previsiones de suscripción integra y desembolso mínimo. De esa manera: “*para que*

⁸² Para el caso español la previsión legal de establecer un monto mínimo de capital procede del Derecho Comunitario (Segunda Directiva) y constituye una de las principales novedades introducidas mediante la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 (Art. 4) en relación al régimen anterior establecido bajo el imperio de la Ley de 17 de Julio de 1951. De acuerdo a la referida norma para la constitución de una sociedad anónima en España se debía cumplir de manera general con un monto mínimo de 10 millones de pesetas, previsión que responde a razones puramente económicas buscando, según lo determinado en la exposición de motivos de la respectiva ley, «el reservar la figura de la sociedad anónima para regir empresas de cierta envergadura económica», llegándose a excluir de esa manera a las pequeñas empresas del ámbito jurídico del referido tipo social para reducir las a las formas sociales alternativas, básicamente a la sociedad de responsabilidad limitada llegándose a producirse un desplazamiento en el monopolio que en la práctica el uso del tipo societario venía ejerciendo. Actualmente el art. 4 de la Ley de Sociedades de Capital, Real Decreto Legislativo 1/2010, termina estableciendo un monto diferenciado para ambos tipos societarios pero cuya diferencia termina siendo sustancial, tres mil euros frente a sesenta mil euros que finalmente termina acarreado en la práctica similares efectos que la previa regulación. Sobre la eficiencia de este tipo de previsiones consideramos insuficientes las consideraciones establecidas alrededor de la misma llegándolas a tildar como una manifiesta contravención a la libertad contractual que informa en su base la celebración del contrato de sociedad y así lo ha reconocido abiertamente el Banco Mundial, cuando en un informe en el 2004 (Doing Business in 2004. Understanding Regulation, Washington D. C., World Bank, 2004, págs. 22-26), señalaba que el requerimiento de una cifra de capital mínimo carece de justificación, es básicamente una técnica que termina suponiendo en la actualidad una barrera para la creación de empresas, por lo que propugna su eliminación para favorecer el desarrollo del sector privado, especialmente en los países menos desarrollados. La previsión legal de un monto mínimo al que debe ascender el capital social utilizado por algunos sistemas societarios

⁸³ En el Perú no existe un monto de capital fijo sobre el que se haga depender la constitución de la anónima, sin embargo dicha previsión encuentra una regla de especialidad, la Ley del Sistema Financiero establece en su artículo 16 que para el funcionamiento de las empresas del correspondiente sector, como para sus subsidiarias, se requiere que para que el capital social se encuentre conformado por un aporte efectivo de capital cuyo monto varía dependiendo de la naturaleza de las operaciones realizadas, empresas de operaciones múltiples, especializadas, de inversión y de seguro. Antonio Brunetti realiza un listado de algunas de las legislaciones que exigen un capital mínimo, entre ellas encontramos: Italia, Dinamarca, Egipto Alemania, Honduras, México, Noruega, Líbano, Polonia, Siria, Suiza, Suecia, Polonia, y ciertas legislaciones de los Estados Unidos. Brunetti, A., op. cit. p.88

se constituya la sociedad es necesario que tenga su capital suscrito totalmente y cada acción suscrita pagada por lo menos en una cuarta parte.”⁸⁴

La suscripción de acciones es el acto jurídico a través del cual se manifiesta la voluntad por adquirir su titularidad, asumiendo con ello un complejo haz de derechos y obligaciones que integran el status jurídico de socio. Para dar efectividad a la nueva relación obligacional entre la sociedad y el socio, este último ha de satisfacer su principal obligación, aportar.

La trascendencia jurídica-económica que implica la suscripción de acciones y el aporte social, fundamenta el establecimiento de medidas imperativas alrededor de dichos actos jurídicos. De esa manera, la suscripción íntegra de acciones emitidas responde a la necesidad de que la cifra de capital contemplada en estatutos se corresponda, siempre y en último término, con un compromiso de aporte; mientras que el principio de desembolso mínimo busca que la nueva sociedad pueda sustentar con fondos inmediatamente disponibles el inicio de sus actividades y a los socios llegar a determinar adecuadamente la extensión de sus derechos en razón al valor real de las aportaciones realizadas y al compromiso asumido.

Finalmente, la posibilidad de establecer el desembolso inicial de las acciones a una cuarta parte de su valor nominal, implica que la efectividad de la obligación de aportar será diferida en el tiempo y en consecuencia la sociedad obtendrá un derecho de crédito contra el socio, y cuya tutela tiene por finalidad la debida integración del capital social en tanto es “cifra de garantía” dispuesta a los acreedores sociales.

Todas estas previsiones aparentemente ceden en nuestro ordenamiento jurídico con relación a las acciones de inversión y la autocartera.

(i) *Las acciones de inversión*

Conforme a su ley de creación D.L. 21789, las inicialmente denominadas acciones laborales (1970)⁸⁵ son valores que buscaban constituirse en un instrumento a disposición de

⁸⁴ Igual regla se aplica para los casos de aumento de capital, art. 52 de la LGS

⁸⁵ Aun cuando la primera emisión se da en 1977, el Decreto legislativo que las crea, Decreto Legislativo N.º 21789 fue promulgado el 28 de julio de 1970, cuyo contenido en resumidas palabras se puede describir de la siguiente manera, el estado obliga a las empresas industriales y de manufactura a deducir como beneficio social para sus trabajadores 13,5 % de sus utilidades netas hasta que dicho beneficio bajo la “Cuenta Participación Patrimonial del Trabajo” alcanzara un monto equivalente a 50 % del capital social de la compañía. Un tercio de la referida cuenta estaba destinada a la emisión de acciones laborales las cuales no formaban parte de del capital social de la compañía y el saldo destinado a la adquisición de acciones laborales adicionales, bonos laborales, bonos de reinversión laboral y valores de interés social.

los trabajadores de empresas de ciertos sectores productivos, que les permitiesen participar de las ganancias de su empleador, sin aportar valor o bien alguno al acervo patrimonial de la emisora. Esta descripción parece contradecir la unidad provocada entre la suscripción de acciones y el aporte social, sin embargo, la emisión y posesión de las acciones de inversión se fundamenta en una disposición legal.

Salvando la percepción de una aparente contradicción se encuentra la LGS y la Ley N° 27028, Ley de acciones de Inversión.

En primer lugar, la Quinta Disposición Final de la LGS⁸⁶ determina que “*los términos acción y accionistas utilizados en su texto no hacen referencia alguna a las acciones de inversión o a sus titulares*”, dejando a salvo toda equiparación que se llegue hacer entre las acciones –en sentido propio- y las acciones de inversión.

Luego, un análisis de la ley N° 27028⁸⁷, nos permitirá concluir la divergente naturaleza de los derechos y facultades que les son reconocidos a los titulares de las acciones de inversión frente al grupo de derechos y obligaciones que implican el *status* jurídico de socio.

Finalmente, el Decreto Legislativo N° 677 ha reconocido a las acciones de inversión como valores mobiliarios alternativa y con ello ser una opción adicional para la inversión dentro de nuestro mercado de capitales; alejándose de la finalidad para la cual fueron inicialmente creadas.⁸⁸

Finalmente, es interés del Estado Peruano anular progresivamente las acciones de inversión, en vista que, al tratarse de una singular creación, rompen la estandarización del mercado de valores, necesaria para homogeneizar transacciones con inversionistas extranjeros,⁸⁹ y por lo tanto se constituye en una traba para el desarrollo de nuestro mercado

⁸⁶ Ley General de Sociedades. Disposiciones Finales. Quinta. - Para efectos de la presente Ley en ningún caso el término acciones incluye a las acciones de trabajo ni el término accionistas a los titulares de éstas.

⁸⁷ Ley N°27028 Artículo 2.- La acción de inversión le atribuye a su titular los siguientes derechos: 1. Participar en la distribución de dividendos, 2. Mantener su proporción existente en la Cuenta de Acciones de Inversión en caso de aumento del capital por nuevos aportes, 3. Incrementar la Cuenta Acciones de Inversión por capitalización de cuentas patrimoniales

⁸⁸ Sobre este punto resulta interesante la apreciación del numeral 4 del artículo 257° de la Ley de Títulos Valores, Ley N° 27287, que determina la válida emisión de valores mobiliarios con la denominación de “acciones” que no representen capital social sino alcúotas de cuentas o fondos patrimoniales distintos. Vid. Jiménez, Alma. Ob. Cit., p. 29

⁸⁹ Para los inversionistas extranjeros las acciones de inversión pueden ser percibidas como una traba o desincentivo para la inversión. El autor nos presenta el caso de una empresa M&A cuyas acciones de inversión se encuentran listadas en la BVL y sobre la cual existe un interés de un inversionista extranjero en adquirir el control, este acostumbrado a transacciones estándar podría considerar que: i) Los derechos económicos atribuidos a las acciones no permiten n manejo eficiente de la empresa objetivo; ii) una oferta d canje de acciones de inversión por acciones comunes reducirá el porcentaje adquirido y otorgara derechos políticos; o iii) la redención de las acciones de inversión se llevara a cabo por un precio etc. García Vélez, Javier H, Valle Vera,

de capitales. Lo expuesto hasta aquí explica que el canje y la redención se hayan instituido como la respuesta a dicha necesidad.⁹⁰

En conclusión, no todo título valor llamado “acción” realmente es un valor de participación social, y las acciones de inversión no son alícuotas sino alicuantas.

(ii) *Acciones en cartera*

La autocartera es uno de los mecanismos de capital autorizado que ha reconocido en nuestra LGS, su finalidad es la de otorgar un mayor grado de flexibilidad a la actuación de la gestión social.

La confrontación de esta figura con las previsiones de suscripción y desembolso mínimo, e incluso con el carácter de unidad que se predica del capital social, se explicó dentro de la exposición de motivos de la Ley de Sociedades Anónimas españolas de 1951, de en los siguientes términos:

“El sistema de las acciones en cartera permite ciertamente a los administradores una gran libertad de movimientos para atraer nuevos recursos a las cajas sociales, sin la necesidad de observar los rigurosos requisitos de la reforma estatutaria. Pero se ha creído que estas ventajas eran menores que los inconvenientes de semejante práctica, derivados quizá de la costumbre de llevar al pasivo del balance la totalidad del capital escriturado, para dar mayor sensación de poderío económico, aunque ese capital no esté suscrito, llevando al activo la contrapartida de las acciones en carteras, las cuales se manejan como si realmente constituyeran un activo real.”⁹¹

Como se puede concluir, la aversión a la figura se sostiene en el tratamiento contable que se les otorga a las acciones en cartera más que a la figura misma, lo cual es tomado en consideración y resuelto el caso peruano de la siguiente manera “(...) *Las acciones en cartera, en tanto no sean emitidas no pueden ser llevarse a la cuenta capital del balance.*

Omar Jesús. *El canje y redención de acciones de inversión: Una propuesta para el futuro* en Revista de actualidad mercantil PUCP, N° 3, 2014, p. 86-100

⁹⁰ Ambos mecanismos son regulados por la Ley N°28739, Ley que promueve el canje o redención de las acciones de inversión. Puede encontrar un análisis de las tendencias de la referida ley en el trabajo de investigación desarrollado por la Licenciada Alma Jiménez Panta quien la sustento como tesis de grado en la Universidad de Piura (Lima) Cfr. Jiménez, A. (2016). Los derechos de los titulares de acciones de inversión y su impacto en las operaciones de fusión. Tesis de pregrado en Derecho. Universidad de Piura. Facultad de Derecho. Programa Académico de Derecho. Lima, Perú. URI <https://hdl.handle.net/11042/2446>

⁹¹ Cfr. Sala Sánchez, Julio, op. cit., p.134-153

*Solo son emitidas por la sociedad cuando sean suscritas y pagadas en por lo menos un veinticinco por ciento del valor nominal de cada una. (...)*⁹².

En la LGS también se establece como limitación que (...) *“las acciones en cartea no pueden representar más del veinte por ciento del número del total de acciones emitidas”* (...), si bien todo limite es arbitrario, la LGS ha considerado prudente que dada la finalidad a la que se encuentran dirigidas a responder estas acciones el límite objetivo de 20% respecto del total de acciones que se mantengan en circulación (con derecho y sin derecho a voto) resulta adecuado.⁹³

iii. Principio de Efectividad

La convención contenida en estatutos sociales bajo el rotulo capital social debe poseer necesariamente una contrapartida real –patrimonial-, en tanto de nada servirá fundar una sociedad con un patrimonio declarado o ficticio. Esta es la razón que ha justificado el establecimiento de medidas dirigidas a resguardar la correcta integración del capital social.

Este principio del capital social hace hincapié en su aspecto material y esta es la razón que ha justificado el establecimiento de medidas dirigidas a resguardar la correcta integración del capital social, como la del art. 204 de la LGS: *“Para el aumento de capital por nuevos aportes o por la capitalización de créditos contra la sociedad es requisito previo que la totalidad de las acciones suscritas, cualquiera sea la clase a la pertenezca, estén totalmente pagadas. No será exigible este requisito cuando existan dividendos pasivos a cargo de accionistas morosos contra quienes este en proceso la sociedad y en los otros casos que prevé esta ley”*

iv. Principio de Estabilidad o Intangibilidad

De acuerdo al diccionario de la Real Academia Española intangible es *“todo aquello que no debe o no puede tocarse”*, cualidad que predicada del capital social se traduce en la clara prohibición a la sociedad de realizar toda alteración a la cifra numérica fija en estatutos sociales, capital social, salvo los casos en que proceda conforme a los procedimientos que para la modificación de estatutos prevé la ley.⁹⁴

⁹² Art. 98 de la LGS

⁹³ Cfr. Sala Sánchez, Julio, *“Apuntes sobre el capital... op. cit., p. 141*

⁹⁴ *En el derecho internacional sobre el tema del capital social y modificación de los estatutos de la sociedad anónima es que encontramos la Segunda Directiva del Consejo de la Unión Europea sobre Unificación del Derecho de Sociedades que buscando integrar las reglas que sobre las sociedades anónimas se pueden establecer en los ordenamientos europeos es que han establecido el hecho de resultar “(...) necesario*

Informados en este principio se han desarrollado un conjunto de mecanismos y previsiones, cuya finalidad es inhibir todo tipo de conductas indeseables por parte de la sociedad que terminen perjudicando el acervo patrimonial que poseen los acreedores como garantía de sus intereses de cobro.

Entre las medidas establecidas encontramos:

- i) Es nula la emisión de acciones “bajo la par”, es decir por debajo de su valor nominal. (Art. 82 LGS)
- ii) Se sujeta la reducción voluntaria del capital social a la resolución de los acreedores sociales, al punto que de no encontrarse suficientemente garantizado su crédito podrá funcionar como veto en razón a su derecho de oposición.⁹⁵; (Art. 219 LGS)
- iii) Las ganancias no pueden ser distribuidas hasta tanto no se cubran las pérdidas de los ejercicios anteriores. (Numeral 1, art. 230 LGS)
- iv) Lo imperativo de constituir una reserva legal, detrayendo el diez por ciento (10%) de la utilidad distribible de cada ejercicio después de ser deducido el Impuesto a la Renta, hasta alcanzar la quinta parte del capital social, es decir el 20 % del capital social. (Art. 229 LGS)
- v) En caso la reserva legal se disminuya por cualquier razón, deberá ser respuesta y hasta ese momento no se podrá distribuir ganancias. (Art. 229 LGS)
- vi) La sociedad podrá adquirir acciones propias a cargo del capital social para cancelarlas, cumpliendo para ello con las previsiones establecidas para la modificación de estatutos por reducción de capital. (Art. 104LGS)
- vii) La adquisición que se financia con reservas libres o ganancias realizadas, debe tener como objeto acciones completamente integradas para evitar un daño grave en la estructura patrimonial de la sociedad.
- viii) La prohibición de restituir el valor de las sumas satisfechas en razón de la suscripción de acciones, salvo en los casos de ejercicio regular del derecho de separación, y siempre referido al patrimonio neto existente;

promulgar disposiciones comunitarias tendentes a preservar el capital, garantía de acreedores, prohibiendo especialmente comprometerlo con distribuciones indebidas a los accionistas ... y que es necesario con motivo de los aumentos y reducciones del capital, las legislaciones de los Estados miembros aseguren el respeto y armonicen el establecimiento de principios que garanticen un tratamiento igual a los accionistas que se encuentren en situaciones idénticas, así como la protección de los titulares de créditos anteriores al acuerdo de reducción". Exposición de motivos de la II Directiva.

⁹⁵ Artículo 219 de la LGS: “*El acreedor de la sociedad, aun cuando su crédito esté sujeto a condición o a plazo, tiene derecho de oponerse a la ejecución del acuerdo de reducción del capital si su crédito no se encuentra adecuadamente garantizado (...).*” Como puede verse mantener la estabilidad de la cifra capital social se encuentra drásticamente restringida al punto de habilitar dicha posibilidad no solo al cumplimiento de requisitos formales, sino de llegar hacer depender la efectividad de los mismos a una voluntad ad extra de la sociedad.

- ix) La proscripción de suscribir acciones propias, sometiendo la adquisición derivativa de acciones por los conductos de ley.

1.1.5. ¿Es el capital social suficiente?, Crítica y respuestas.

En el derecho societario pocas cuestiones son objeto de discusión tan áspera, como la desarrollada alrededor de la función externa que le es demandada al capital social dentro de los sistemas continentales. Ya desde el siglo pasado se ha venido produciendo un complejo análisis sobre la necesidad de mantener, desterrar o flexibilizar el tradicional y rígido sistema de la anónima, levantado sobre el instituto capital social, sustentándose en la -aparente- incompetencia que ha venido desplegando éste como medida de protección. Sin resultar exageradas aquellas afirmaciones que le predicen un futuro oscuro al capital social, reservándole un lugar dentro del museo arqueológico del Derecho societario.

En el Perú se mantiene el sistema del *legal capital*, lo que, a nuestra humilde consideración, es una resolución de sano criterio, aunque no exenta de crítica. Sin embargo, es la búsqueda de idoneidad en la tarea de protección, lo que no ha permitido dar respuesta a la siguiente pregunta: ¿Cuál resulta ser la alternativa más adecuada para la protección del acreedor social?

Desde que en Norteamérica se abandonó el sistema legal capital⁹⁶, mecanismos alternativos como el mantenimiento de coeficientes o el desplazar la protección de los acreedores sociales al sistema concursal, el uso de *financial covenants* vienen exponiéndose como los sustitutos funcionales más tentadores y, aparentemente, más efectivos.

El actual sistema norteamericano resulta ser una materia extensa, y sin lugar a dudas, este resulta ser lugar menos adecuado para su análisis, razón por la que hemos de puntualizar que las medidas en él dispuestas se justifican en razón a su predisposición por resguardar los intereses de los socios sobre los intereses de sus acreedores.

En su máxima expresión encontramos el *test de solvencia o liquidez* acorde al cual la sociedad solo podrá realizar distribuciones a sus socios en aquellos casos que a) se pronostique mantener un sistema frecuente de pago del conjunto de sus obligaciones después

⁹⁶ En el año de 1983 la versión revisada de *Revised Model Business Corporation Act* desterró toda referencia del *stated capital* como elemento configurador de la anónima siguiendo las previsiones legales desarrollada ocho años atrás por la legislación del estado de California, como el conjunto de previsiones ligados a este, como lo son: la emisión de acciones con mismo valor nominal, las restricciones establecidas alrededor de cuáles son los bienes que pueden ser entregados en razón de aportes sociales, llegándose aceptar como objeto de aporte la prestación de servicios otorgándole para ello amplia discrecionalidad a la administración social en cuanto la idoneidad de la misma, exaltando dicha configuración una protección a favor de los intereses del socio-inversionista y dejando al margen del capital social la protección de los acreedores sociales.

del referido reparto, concurrentemente b) que el conjunto de sus activos sea mayor a sus pasivos, estableciéndose como reparación a toda distribución impropia el exigirle responsabilidad a la administración social.

Por otro lado, los acreedores se han encargado de limitar la actividad de la sociedad a través de los *financial covenants*. Alonso Ledesma las define como: “*cláusulas contractuales insertadas en los contratos de préstamo mediante los cuales se impone a la sociedad obligaciones de hacer o de no hacer (affirmative o negative covenants) con el objetivo fundamental de limitar su libertad de endeudamiento y reducir su capacidad de efectuar distribuciones a los accionistas*”⁹⁷.

Pero, ¿podemos decir que los mecanismos desarrollados en la regulación Norteamérica resultan ser más eficientes que el sistema continental desarrollado sobre el capital social, en la misión de proteger al acreedor social? Si bien el capital social no es una garantía, en el sentido técnico de la palabra, el test de solvencia y los *financial covenants* han sido desarrollados con la finalidad de otorgar un mayor grado de “flexibilidad” a la administración en su tarea de hacer más rentable a la sociedad, sin considerar en sí mismo a los acreedores sociales.

En primer lugar, con relación al test de solvencia no es lago negado que las sociedades en pérdidas tiendan a maquillar su real situación patrimonial, por ejemplo, dejando de declarar ciertas obligaciones, y al ser esté un mecanismo interno⁹⁸ no hay garantía alguna que el coeficiente reservado permite hacer frente a todas sus obligaciones.

Por otra parte, los *financial covenants* son herramientas a la que solo acreedores con suficiente poder de negociación podrán acceder, lo que significa que el resto de acreedores sociales se encontraran expuestos frente a toda actividad indebida de la gestión social, y, en caso de impago de acreencias sociales conformarse con los mecanismos que regulan el concurso de la sociedad.

En conclusión, a pesar que el capital social no es una verdadera garantía, *stricto sensu*, considero que el conjunto de cautelas legales establecidas dentro del régimen continental permite salvaguardar el campo de intereses expuestos al desarrollo de la actividad empresarial, esto es: sus acreedores sociales – proveedores de materiales y créditos-, el mismo mercado, y sus socios.

⁹⁷ Alonso Ledesma, C. “*Algunas consideraciones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores*” en Estudios de Derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde, vol. 1, 2007, pp. 127-158.

⁹⁸ No goza de la publicidad propia del estatuto social como en nuestro sistema.

1.2. Capitalización de la anónima mediante híbridos financieros, un acercamiento desde el Sistema Financiero Peruano

Recapitulando brevemente, la anónima es por antonomasia una sociedad capitalista estructurada bajo las rígidas previsiones del sistema *legal capital*, que parte de la consideración del capital social como cifra jurídica encargada de determinar y dar conocer al mercado, a cuánto asciende la obligación de la sociedad por mantener un acervo patrimonial positivo como contrapartida a la ausencia de responsabilidad de los socios por las acreencias sociales.

Como todo empresario, la anónima necesitará de un cualificado apalancamiento financiero, para ello podrá optar entre asumir créditos (capital exigible), o fortalecer sus propios recursos (capital no exigible), contando en este último caso con la potestad de crear diversas clases de acciones.

A saber, la estructuración y emisión de diversas clases de acciones ha permitido viabilizar importantes proyectos empresariales,⁹⁹ y ha potenciado interesantes participaciones en las modernas estructuras corporativas, muchas de ellas encabezadas por inversionistas institucionales.¹⁰⁰ Aun con todo, optar entre una u otra fuente de financiación dependerá de la consideración de diversos factores: tributarios, de control corporativo (si la configuración social se basa en lazos de familia o netamente patrimoniales), la idiosincrasia y formación de su administración, las necesidades coyunturales del ente y otras más¹⁰¹.

“De manera puntual, desde una perspectiva tributaria, una estructura financiera basada en capital puede ser más costosa. En efecto, los retornos de capital generalmente están gravados dos veces: primero como renta de la empresa (utilidad) y luego como renta de

⁹⁹ Los recursos de las sociedades de capital son adquiridos fundamentalmente por tres procedimientos: la financiación obtenida por el desarrollo de la actividad empresarial, la financiación bancaria y la derivada de emisiones realizadas por las propias sociedades. La financiación sustentada por fondos internos se constituye en más de dos tercios del financiamiento corporativo de las sociedades japonesas, estadounidenses y británicas, donde sus socios observan con juicio positivo que sus organizaciones vuelvan a sembrar el dinero generado en su misma corporación, sumado a ello el hecho que resulta más beneficioso la participación residual en los activos de una entidad, es decir una especulación sobre las ganancias, que a una deuda completamente al riesgo de la operación comercial.

¹⁰⁰ Los inversionistas institucionales son especuladores calificados que buscan realiza un aporte de capital en una sociedad específica, con el fin de obtener un retorno mediato de su inversión y un beneficio futuro en un mayor valor de la misma. Algunos tienen vocación de temporalidad, otros pueden tenerla de permanencia –como ocurre con la obligación de “inversiones seguras” para fondos de pensiones- En ambos casos, el inversionista desea tener cierto nivel de injerencia en las decisiones sociales. De manera que evite la dilución y, en cambio, obtenga un beneficio adicional en el valor de la inversión que recibe. En todo caso los inversionistas siempre se reservan suficientes prerrogativas de salidas en caso de que por cualquier motivo deseen retirar el capital de la sociedad. Beltrán Dávila, David, Apuntes sobre la obligatoriedad de los acuerdos de accionistas en: *Foro de Derecho Mercantil: Revista Internacional*, Bogotá: Legis Editores, 2010, p. 37-65

¹⁰¹ Vid Supra

*los accionistas (dividendos). En cambio, los retornos de la deuda generalmente están gravados una sola vez, como renta de los prestamistas. Adicionalmente, los intereses pagados por la empresa a los prestamistas son deducibles para efectos del impuesto a la renta, mientras que los dividendos no lo son. Desde una perspectiva de control de la toma de decisiones, una estructura financiera basada en el capital también suele ser costosa, en tanto que generalmente disemina el poder de los accionistas obligando a estos últimos a recurrir a esquemas contractuales (sindicatos) para procurarse cuotas de influencia (...).*¹⁰²

Teniendo en cuenta lo antes expuesto resulta comprensible el pernicioso hábito de costear la gestión social con recursos ajenos, exigibles, costosos e indiferentes al riesgo empresarial, llevando a las sociedades a exceder sus coeficientes de solvencia y seguridad,¹⁰³ afrontando cuadros de descapitalización, y su potencial liquidación; situación que trasladadas a un específico sector terminaría por acarrear efectos a gran escala, como lo fue la Gran recesión financiera del año 2008.

Sucede que en el sector financiero se desarrolla básicamente una actividad de intermediación, los bancos acercan a personas con necesidades de financiación, sus usuarios, con agentes superavitarios, sus depositantes. De esa manera, con los bienes que se le encargados su administración satisface las necesidades de sus usuarios, solicitando por dicha labor una retribución proporcional, los intereses. Al no ser sus bienes, los agentes financieros han mantenido una actitud pasiva en cuanto a la necesidad de capitalizar sus arcas, lo que llevo a que en tiempos atípicos su estructura apalancada se viniera abajo.

Con un largo historial de desestabilizaciones financieras, en la actualidad, se ha implementado una regulación prudencial dirigida a diseminar los riesgos a los que se enfrentan las instituciones financieras, adoptando para ello metodologías estandarizadas para el cálculo de pérdidas, requerimientos mínimos de capital e índices de liquidez que permitan una adecuada supervisión de la gestión del agente financiero, la cual ha de guiarse por dos finalidades: el asegurar su solvencia como empresa y la continuidad del servicio que brindan, todo ello en los momentos malos, como en los atípicamente malos.¹⁰⁴

¹⁰² Escobar Rozas, Freddy, Aliaga Farfán, Jeanette, “*Instrumentos Híbridos en el patrimonio efectivo de los bancos*” en Derecho y Sociedad, Revista PUCP, núm. 32, 2009, pp. 51-64 Anexamos al presente trabajo el cuadro sinóptico que presenta las principales diferencias entre la capitalización de capital y deuda. Ver Anexo 1

¹⁰³ Aquellos que se obtienen de una relación entre el *equity* y *debt* de una sociedad.

¹⁰⁴ La principal razón por la que se regula a rígidamente la solvencia y formación del patrimonio de las empresas del sistema financiero se resumen en la necesidad de alinear los intereses tanto de los accionistas, gestión social y los ahorristas ya que al no tratarse de recursos propios muchos de los proyectos realizados poseen altos porcentajes de riesgos que terminarían perjudicando en mayor grado a los depositantes quien tienen en

Esta exigencia de capitalización se enfatizó con la necesidad de hacer frente al conjunto de efectos cíclicos¹⁰⁵ que la emisión de hipotecas norteamericanas *subprime*¹⁰⁶ trajo consigo desde el año 2008 y cuyo máximo exponente se enmarca en las pautas establecidas por el Comité de Basilea¹⁰⁷ dentro del Tercer acuerdo de convergencia de capitales o Basilea III, reforma integral de las medias de supervisión financiera vigentes durante el estallido de la crisis financiera del 2008 y cuyos objetivos se resumen en los siguientes puntos:

- Aumentar la resistencia y fortalecer el sector bancario y promoviendo el crecimiento sostenible a corto y largo plazo de las empresas.
- Mejorar la capacidad de absorción de perturbaciones procedentes de tensiones financieras.
- Mejorar la gestión del riesgo de los bancos y fortalecer su transparencia.

El Perú asumió el reto de implementar y adecuar la supervisión financiera al conjunto de previsiones establecidas por el comité de Basilea, y en una clara manifestación de dicha intención se modificaron varios rubros de la Ley N° 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros

consideración que muchos de los créditos otorgados por las referida entidades son a largo plazo y los recursos obtenidos mediante los depósitos pueden ser retirados de inmediato

¹⁰⁵ En tiempo de crisis la salida de los más débiles resulta ser lo más esperado, es parte de la idiosincrasia del mercado, sin embargo, cuando un grande cae resulta ser un hecho alarmante sobre la verdadera dimensión de la situación. De esta manera cuando el 15 de Septiembre del 2008 Lehman Brothers Holdings Inc. Presento ante los juzgados americanos la demanda de quiebra por el conjunto de pérdidas sufridas como consecuencia de las hipotecas *subprime* es que el detonante se activó; alrededor del mundo el sector de servicios financieros anunciaban perdidas que rodeaban los \$ 435.000 millones de dólares, lo que motivo que los gobiernos, como el español o el mexicano, ingresaran al mercado por miedo a un colapso de grandes magnitudes en la economía en general

¹⁰⁶ Las hipotecas “*subprime*” fueron préstamos otorgados por las financieras estadounidense y estructuradas en razón a la política de estado que buscaba ampliar la propiedad de la vivienda, razón por la cual fueron estructuradas con una tasa de interés muy baja y atractiva en sus primeros años, la mismas que procedía a elevarse drásticamente a montos que resultaron difícilmente atendibles por sus titulares, personas que en situaciones normales podrían haber accedido a las mismas. Si bien inicialmente fueron tiempos felices, *cuando las tasas se dispararon* los nuevos propietarios no pudieron hacer frente a sus hipotecas, buscando así su constantemente su refinanciación, viéndose perjudicados directamente los usuarios, depositantes de las referidas entidades bancarias.

¹⁰⁷ *Basel Committee on Banking Supervision* es una institución internacional que se encuentra bajo el auspicio del Banco de pagos Internacionales, no posee jurisdicción o poder de supervisión de la actividad bancaria, muy por el contrario, su finalidad se basa en la promoción de armonizar las prácticas de supervisión y regulación bancaria a nivel internacional. Desde su aparición se han elaborado tres acuerdos los cuales poseen una extraordinaria influencia gracias al enorme prestigio de sus partes integrantes, esto es los bancos estatales de los países que conformaron en su oportunidad el G-10. En 1988 se emitió Basilea I, o el Acuerdo de Convergencia de Capitales reformado hasta en cuatro oportunidades poseyendo gran trascendencia el comunicado de prensa de 1998, posteriormente en el 2004 se emitió Basilea II, que otorga la fórmula para la determinación del volumen necesario de recursos que cada empresa bancaria necesita en razón del conjunto de riesgos que está toma y Basilea III en 2010 elaboración que busca fortalecer el conjunto de falencias que se venían presentando con relación a la regulación de los recursos propias de las financieras determinando como mástil establecer con uniformidad las líneas que definen a los recursos propios y desde allí exigir mayores porcentajes.

(LGSF)¹⁰⁸ de entre las que sobresalta la innovadora formulación del capital regulatorio o *patrimonio efectivo*¹⁰⁹.

Esta actitud legislativa demuestra el deseo por impulsar una cultura financiera basada en la *diversificación de los instrumentos de capital*, que permitiría a las sociedades anónimas llegar a poseer una base financiera más sólida, y que conlleve a la necesaria reducción del apalancamiento cuyos efectos vienen debilitando las posibilidades de ampliar el crecimiento de las empresas y de forma mediata detener la abrupta interrupción que el crecimiento del % del PBI ha sufrido luego de haberse mantenido durante 15 años seguidos.

1.2.1. Instrumentos híbridos en el patrimonio efectivo de los Bancos peruanos

En el Perú las empresas del sector financiero son, por ley, *sociedades anónimas* sujetas a lo establecido en la LGS y la LGSF, dispositivos normativos que para la década de los noventa consideraban que al capital social se sostenía por los aportes sociales, el capital adicional (donaciones y prima de emisión), las reservas, el capital en trámite, los resultados acumulados y el resultado neto del ejercicio. Con las modificaciones introducidas por el D.L. N°1028, dicha perspectiva ha sido remplazada y actualizada al conjunto de estándares internacionales desarrollados en los acuerdos de convergencia de capital desarrollado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

De conformidad con lo establecido en Basilea I, el capital de las entidades financieras se compone del *capital básico* (Tier 1) y *el capital suplementario* (Tier 2). Los niveles eran estructurados en razón del compromiso irrestricto que sus bienes tenían para el cumplimiento de los créditos sociales. Así, el primer componente se integra por: (i) *el capital accionariado*; y (ii) *las reservas declaradas*, cuyo objeto era hacer frente a las pérdidas inesperadas, por otro lado, el capital complementario funcionaba como reserva frente al riesgo de crédito y se integraba por (i) *reserva no declarada*, (ii) *reservas de valorización de activos*; (iii) *provisiones generales por riesgo de crédito*; (iv) *deuda subordinada*, y *otros instrumentos híbridos de capital/deuda*.

¹⁰⁸ Decreto Legislativo N° 1028, forma parte del paquete de leyes emitidas con motivo a la celebración del Tratado de Libre comercio con Estados Unidos

¹⁰⁹ En el sector financiero hablamos de capital regulatorio, concepto distinto al capital social, pues se basa en la naturaleza económica de los componentes más que de su forma legal. A este capital regulatorio se le denomina patrimonio efectivo en el Perú y en Chile, recursos propios en España o responsabilidad patrimonial computables en Argentina. Izu, Jimmy, “Modificaciones a Raíz del Decreto Legislativo N° 1028 en la Regulación sobre deuda subordinada e Instrumentos híbridos de capital aplicable a las Instituciones Financieras” en Derecho y Sociedad, Revista PUCP, núm. 32, 2009, pp. 65-75

Posteriormente se abrieron paso a *los riesgos de mercado y el riesgo operacional*, y junto con ellos la incorporación de un nuevo componente, el *Tier 3*, la deuda híbrida.

Finalmente, en octubre de 1998, el Comité de Basilea amplió la gama de instrumentos que pueden llegar a integrar el *Core Capital* o capital básico, al determinar que siempre y cuando cumplan con ciertas condiciones pueden ser utilizados instrumentos híbridos.¹¹⁰

En la actualidad Basilea III recomienda la siguiente estructura como estándar internacional para el capital regulatorio del sector financiero.¹¹¹

1. *Tier 1*: Capital pagado, el capital incluye acciones comunes, acciones preferentes, perpetuas no acumulativas y las reservas descubiertas o reveladas (aquellas publicadas en estados financieros) así como instrumentos híbridos de capital Tier 1. A esto ha de detrarse el *goodwill* y el 50% de las deducciones señaladas en d)
2. *Tier 2*: Reservas no descubiertas, reserva por revaluación de activos, provisiones genéricas, instrumentos híbridos de capital y la deuda subordinada redimible. A esto debe detrarse el 50% de las deducciones señaladas en d).
3. *Tier 3*: Deuda subordinada redimible de corto plazo para cubrir riesgos de mercado.
4. *Deducciones de capital regulatorio*: Inversiones en subsidiarias bancarias y financieras que no hayan sido consolidadas (para evitar el doble apalancamiento de la entidad financiera), inversiones en el capital de otras entidades financieras (para evitar el doble apalancamiento a nivel de sistema) y las inversiones en el sector que excedan a nivel individual el 15% del capital de la entidad financiera o en forma conjunta el 60% de dicho capital.

Como se puede concluir, los componentes del capital regulatorio no poseen la misma calidad, lo que se resalta con el reconocimiento de valores financieros singularizados por concentrar en su esencia las características propias del capital y la deuda, y que en la jerga financiera reciben el nombre de *híbridos financieros*.

En el Perú los híbridos financieros fueron valores atípicos y ello se debió a dos razones, la redacción original de la LGSF fue de 1996, y hasta esa época el Comité de Basilea no había hecho pronunciamiento alguno sobre el uso de este tipo de instrumentos y por ello no se encontraban difundidas en la región. Ahora, la modificada LGSF reconoce el uso de los

¹¹⁰ El comité de Basilea admitió la inclusión de los instrumentos híbridos en el core capital, en razón de las emisiones de instrumentos de capital con “step-ups” en la tasa de cupón, con el objetivo de generar capital regulatorio básico a menor costo.

¹¹¹ Ver Anexo

híbridos financieros, estableciendo como condición para su cómputo dentro del *Core Capital* que en ellos concurren los siguientes caracteres:

- *Permanencia*: A mayor permanencia en el balance mayor valor poseerá el instrumento de capital y esto se debe a la estabilidad que el mismo otorga a la institución en cuanto a la absorción de pérdidas inesperadas.
- *Capacidad de absorción de pérdidas* sin dar lugar a la suspensión de pagos o liquidación. Este criterio nos permite distinguir entre aquellos elementos que sirven o facilitan la realización del objeto social de aquellos que se encuentran destinados a salvaguardar a los depositantes y no garantizan la continuidad del negocio.
- *Prelación en el orden de pagos en caso de pérdidas*. La valoración de un instrumento financiero para una entidad financiera. Dependerá de si este se encuentra por delante o detrás de sus acreedores. Así pues, para que un instrumento híbrido tenga valor como capital regulatorio, su prelación debe estar por detrás de los acreedores ordinarios.
- *Suspensión o pérdidas del dividendo*. En el caso que no existan suficientes ganancias en el ejercicio para respaldar el monto del capital regulatorio, los titulares de los instrumentos financieros que conforman parte del patrimonio efectivo, no podrán disfrutar del devengo de las utilidades del referido ejercicio ni aplazarlas para el siguiente. Carácter que diferencia a los instrumentos financieros entre instrumentos con dividendo acumulativo o no acumulativo¹¹².
- *Disponibilidad inmediata para absorber pérdidas*. Dicho carácter posee una particular importancia para los supervisores como para los intereses de las propias entidades. No todos los recursos se encuentran predestinados de la misma manera a proteger a la entidad del riesgo de su liquidación, y es que algunos de los elementos admitidos como capital regulatorio absorben pérdidas antes que el resto de acreedores, esto es,

¹¹² Artículo 2º, Reglamento N°4595-2009-SBS Para efectos de lo dispuesto en el presente reglamento, considérense las siguientes definiciones: 1.Dividendo no acumulativo: Cuando el emisor de la acción no realiza el pago del dividendo en el plazo de referencia, el tenedor de las acciones pierde el derecho a recibir dicho dividendo, de tal manera que el dividendo no pagado en el plazo de referencia no es exigible.2.Dividendo acumulativo: Cuando el emisor de la acción no realiza el pago del dividendo en el plazo de referencia, el tenedor de las acciones no pierde el derecho a recibir dicho dividendo, de tal manera que el dividendo no pagado en el plazo de referencia es exigible en un futuro.

cuando recién se produce la liquidación de la sociedad, de modo que sirven para mitigar las pérdidas de otros acreedores como los depositantes, pero no para evitar que la entidad entre en liquidación.

Para el desarrollo de estos caracteres en las acciones redimibles y la deuda subordinada se encomendó a la SBS el desarrollar un conjunto de resoluciones. De esa tarea, vio la luz las Resoluciones SBS N° 4595-2009¹¹³ y 4727-2009¹¹⁴.

1.2.2. Funcionalidad de la financiación híbrida

Los accionistas de una sociedad deben decidir entre una financiación basada en el capital o la deuda. Esta decisión se fundamenta en los intereses de la sociedad, tomando en consideración factores como incidencia tributaria del instrumento, y su incidencia en el control social.

En lo que respecta a la estructura financiera basada en capital conocido es el alto costo de su elección. A nivel tributario, los retornos de capital son gravados en dos oportunidades primero como renta de la empresa (utilidad) y luego como renta de los accionistas (dividendos), en cambio en la deuda los retornos, o intereses, están gravados una sola vez, como renta de los prestamistas y son deducibles en la determinación del impuesto a la renta, situación que no se da con los dividendos.

Por otro lado, en relación a la incidencia en el control social, emitir acciones generalmente implica una diseminación del poder de los antiguos accionistas, llevándolos a utilizar convenios parasocietarios (sindicato de voto) con la finalidad de procurarse cuotas de influencia, y de esa manera proteger sus intereses. En contraste con un financiamiento basado en deuda generalmente no presenta este inconveniente, pues aun cuando la empresa obligue a entregar información y a no ejecutar ciertas acciones sin el consentimiento de estos últimos (*negative covenants*), los derechos políticos de los accionistas suelen ser mas extensos y numerosos que de los prestamistas.

Frente a este panorama los híbridos financieros se presentan como una alternativa interesante.

La estructura flexible de los híbridos permite alcanzar perfiles de rendimiento-riesgo iguales a los instrumentos tradicionales, pero con alguna ventaja comparativa de costo-

¹¹³ Resolución N°4595-2009 Reglamento para el computo de Instrumentos de Capital en el Patrimonio Efectivo de las empresas del Sistema Financiero

¹¹⁴ Resolución N°4727-2009 Reglamento sobre deuda subordinada

beneficio respecto del capital y la deuda. La sociedad obtiene capital a un costo relativamente económico y razonable, por otro lado los inversores contarán con un suplemento a la deuda, caracterizado por su mayor liquidez en mercados estandarizados, que acarean un margen de ganancias más alto al disminuir el riesgo que se asume con la deuda.

La flexible calificación entre deuda y el capital que a nivel tributario se ofrece a los híbridos financieros es uno de los factores que ha impulsado la masiva emisión de estos instrumentos. Al confluir caracteres de la deuda y capital en la esencia de los híbridos, ha llegado a suceder que en ciertas situaciones un instrumento pueda ser considerado deuda en un momento y luego capital en otro momento. Esta situación sobresale en el caso de empresas multinacionales que diseñan transacciones transfronterizas que admiten un tratamiento fiscal diferenciado, de esa manera se asegura la deducción de intereses en una plaza legislativa donde el instrumento sea considerado deuda, y se evada el impuesto por los desembolsos realizados a un inversionista foráneo en razón de la ley fiscal extranjera. Esto se claramente en la emisión de deuda perpetua en Estados Unidos, donde es calificada como capital y sus pagos son considerados dividendos, beneficiándose del crédito fiscal indirecto en el extranjero.

Por otro lado tenemos la calificación contable. La caracterización como deuda o capital de estos instrumentos repercute en los estados financieros de la sociedad emisora. Si se constituyen en componentes del capital, permitirán a la empresa diversificar la estructura de su capital social y presentarán una empresa capitalizada aumento su ratio de solvencia, esto es, la capacidad de hacer frente al pago de sus créditos. Esto explica que el mayor desenvolvimiento de estos instrumentos sea en el sector financiero, que obligados a cumplir altos y severos índices de capitalización encuentran en la funcionalidad y ventajas de los híbridos una adecuada solución.

Finalmente, la dilución del poder que se produce en la emisión de nuevas acciones se disipa mediante la configuración de híbridos de ciertos derechos, derecho al voto y suscripción preferente de acciones, otorgando a su favor ventajas patrimoniales.

1.2.3. Clases de Híbridos Financieros

La flexible estructura de los híbridos permite que cada emisión de estos instrumentos se componga de caracteres jurídicos y económicos diversos, creando nuevas clases. Esta es la razón por la que presentar una lista de los instrumentos más utilizados terminaría resultando exiguo, y optamos por presentar los rasgos que frecuentemente se presentan en estructuración:

- **Híbridos con potestad de transformación.** En su máxima expresión encontramos las obligaciones convertibles en acciones.
- **Híbridos con intercambio de derechos,** Son aquellos valores mobiliarios estructurados en base de la restricción de un derecho, al cual normalmente podrían acceder y beneficiarse, como el derecho a voto y su correlativa participación en la gestión social, sin embargo obtienen en contraposición la estructuración de un derecho adicional, el mismo que en su mayoría se estructura alrededor de beneficios de carácter pecuniario, como lo es la posibilidad de detentar un derecho acumulativo del dividendo de la emisora.
- **Híbridos de duración** Las acciones redimibles y las obligaciones perpetuadas son valores mobiliarios configurados por un alargamiento o reducción de sus plazos de circulación.¹¹⁵ Estos instrumentos separan la percepción de instrumentos perpetuos que se predica a las acciones, así como la temporalidad de la deuda. Así, los valores redimibles de deuda permiten a sus emisores amortizar parte de sus recursos propios antes de la liquidación de la sociedad y, por el contrario, los híbridos de capital dilatan la amortización de la deuda al punto de funcionar como recursos propios de la emisora.
- **Híbridos de retribución,** tal como hemos dicho la estructuración de los híbridos busca atraer al inversor, la manera en cómo se logra ello es mediante a una equilibrada estructuración del riesgo que asumirá y los beneficios que en contraposición recibirá¹¹⁶.

¹¹⁵ Las rescatables ocupan, como sus hermanas al “otro lado de la línea de frente”, las obligaciones subordinadas, una posición intermedia entre los recursos propios y los recursos ajenos. Por esta razón suele decirse en el argot financiero que se trata de una «financiación de entrepiso» o «mezzanine». Vid. Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 180

¹¹⁶ La presente clasificación ha sido estructurada por Villacorta Hernández, M. “Ventajas legislativas de las participaciones preferentes para convertirlas en un instrumento óptimo de financiación” en Revista de Derecho bancario y bursátil, Año 32, número 130, España, 2013, p. 167-238

Capítulo 2

Las acciones redimibles

“La tendencia mundial del mercado de capitales, apunta a que las empresas más grandes ya no se dirigen a los bancos para tomar sus recursos, sino que se financian directamente del mercado”¹¹⁷

El dinamismo del mercado de valores y los actuales requerimientos de capital han permitido que el desarrollo y explotación de innovadores mecanismos de financiación como los *híbridos financieros*.

De acuerdo a la ingeniería financiera, los híbridos financieros son valores en cuya esencia se concentra un amalgamiento de los diferentes caracteres económicos de la deuda y el capital,¹¹⁸ motivo por el cual, jurídicamente hablando, su comprensión no ha sido pacífica.

Dentro del amplio campo de híbridos financieros existe una particular categoría que se ha encargado de explotar la temporalidad que tradicionalmente se vinculó a la deuda y al capital de la empresa, estos son los híbridos de duración.

De acuerdo a Villacorta Hernández, la categoría híbridos de duración se produce al alargar los plazos de amortización de la deuda hasta convertirse en indefinidos (obligaciones perpetuas), y, en sentido contrario, permitir la amortización de los recursos propios en un momento anterior a la extinción de la sociedad (acciones rescatables).¹¹⁹

Tal como su rotulo determina, el presente capítulo se encuentra abocado al análisis integral de las acciones redimibles¹²⁰.

¹¹⁷Cfr. Susana de la Puente, Gestión 01 de octubre de 1997 P. 32.

¹¹⁸ Vid. *Infra*

¹¹⁹ Cfr. Villacorta Hernández, M, op. cit., p. 171

¹²⁰ La mayoría de las denominaciones ofrecidas a esta figura (redimible, redimida, reembolsada, recuperable, rescatada y amortizable) tiene su origen en la doctrina, aunque también se encuentran diferentes nomenclaturas en los distintos textos jurídicos. En concreto, han sido nombradas o traducidas de tres formas: “Acciones recuperables”, traducción oficial al idioma castellano del art. 39 de la Segunda Directiva del Consejo, de 13 de diciembre de 1973 (77/91/CEE), “Acciones redimibles” traducción literal al castellano del término jurídico *redeemable shares* del sistema inglés y “Acciones rescatables” calificativo utilizado por el ordenamiento jurídico español (sección tercera del Capítulo II del Título XIV del TRLSC) La denominación rescatable utilizada en la legislación española resulta equívoca para siendo la denominación “recuperable” el termino más adecuado pues hace referencia a “que puede recuperarse o debe recuperarse” siendo recuperar “volver a tomar o adquirir lo que antes se tenía”. Villacorta Hernández, M., op. cit., p. 401

2.1. Las acciones redimibles

Las acciones redimibles son valores mobiliarios caracterizados por un rasgo de temporalidad, justificado en la previsión estatutaria de su necesaria recuperación.

Nuestro ordenamiento reconoce a las redimibles como parte alícuota que integra el patrimonio efectivo, o capital social, de las empresas del sistema financiero y de seguros (art. 60 LGSF)¹²¹. Sin embargo, la parca regulación que se ha destinado a esta “acción preferente”¹²² apertura una serie de dudas acerca de: la existencia, o no, de límites para su creación, su configuración, las previsiones que debemos tomar, y, principalmente, la posibilidad de extender su uso al régimen mercantil general.¹²³

Dado el escaso desarrollo que en nuestra práctica y doctrina han poseído las acciones redimibles, nos avocaremos a realizar un análisis desde el derecho comparado.

2.2. La experiencia del Derecho Comparado

*“Los valores mobiliarios han sido objeto de regulación por los principales ordenamientos mercantiles continentales europeos (alemán, francés, español e italiano), diferenciándose entre acciones y obligaciones. Frente a tal proceder, el modelo anglosajón (Estados Unidos y Reino Unido principalmente), basado en la primacía de los acuerdos entre las partes, posibilitó la emisión de una gran cantidad de instrumentos, eliminando las concepciones de índole exhaustiva y excluyente, dando cabida a la libertad para pactar la emisión de instrumentos estructurados en conformidad con las necesidades y demandas de sus usuarios.”*¹²⁴ Una de sus principales manifestaciones han sido las acciones rescatables.

Comprender adecuadamente la figura de las acciones redimibles nos exige analizar la plaza legislativa donde se desarrollaron, como la evolución que ha presentado en la legislación internacional.¹²⁵

¹²¹ Art. 60 LGSF reconoce que “Las empresas de los sistemas financieros o de seguros pueden emitir acciones preferentes, con o sin derecho a voto. Las acciones preferentes pueden ser redimibles a plazo fijo, con derecho a dividendo acumulativo o no acumulativo, y otras, según lo acuerde la Junta General de Accionistas. (...)”

¹²² Tal como hemos desarrollado la denominación de *acciones preferentes o privilegiadas* abundan dentro de las diferentes legislaciones y tradiciones mercantiles, sin embargo, resulta ser resulta errónea, resultando preferible “clases de acciones” para designar al conjunto de acciones que se han estructurado con un contenido disímil al establecido para la primera emisión de acciones por la sociedad y a la cual venimos considerando como “acciones ordinarias”

¹²³ Así mismo se ha de tener en cuenta que dicho instrumento legal no se encuentra regulado dentro de la Ley General de Sociedades o la Ley del Mercado de Valores.

¹²⁴ Cfr. Villacorta Hernández, M.A. “Las acciones rescatables y otros híbridos financieros”, op. cit., p. 127

¹²⁵ Vid. García-Cruces González, J.A., “Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables” en Uría Menéndez, Curso de Derecho mercantil I, eds. 1ª y 2ª Aurelio Menéndez Menéndez, Juan Luis Iglesias Prada, Rodrigo Uría González, et al. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi, 1999-2006, págs. 913 y ss.

2.2.1. Reino Unido

Las acciones redimibles o *redeemable shares* encuentran su génesis en la práctica anglosajona, y de las previsiones legales desarrolladas a partir de la misma. De donde resulta que para el año 1929 el Reino Unido como Norteamérica ya poseían una regulación básica del referido instrumento.

En el Reino Unido la regulación societaria siempre se ha resguardado en la *Companies Act* (C.A.), que en 1929 describía a las redimibles como “*un nuevo género de acciones privilegiadas de naturaleza similar a las obligaciones (debentures)*”.¹²⁶

Conforme a la inicial regulación de las redimibles únicamente las *Companies limited by shares*¹²⁷ se encontraban habilitadas para su uso y colocación.

La válida creación de las acciones redimibles se encontraba condicionado al otorgamiento de un privilegio; y la eficacia del rescate al irrestricto respeto de las condiciones previstas por ley, las contenidas en estatuto, en vista que para ese entonces la *remption* era “*la única excepción al inasequible régimen de adquisición de acciones propias*”¹²⁸.

En segunda instancia, para el año 1948 se precisa que el privilegio que acompaña la estructura de las redimibles debía ser de carácter *económico*. Dicha resolución fue dejada de lado en 1981, al advertirse como una obstrucción para que ciertas *companies*, sobre todo aquellas de pequeñas dimensiones,¹²⁹ accedieran a los beneficios patrimoniales que otorgaban

¹²⁶ The Companies Act 1929, s.46

¹²⁷ En legislación inglesa las sociedades mercantiles pueden constituirse en *limited by shares companies*, *limited by guarantee Companies* y *Unlimited companies*, dependiendo dicha clasificación del tipo de responsabilidad que alrededor de las deudas sociales han decidido soportar sus socios con su elección, así las *limited by shares companies* pueden ser definidas como aquellas sociedades en las que la responsabilidad de sus socios se encuentra limitada al importe total de las aportaciones realizadas por los mismos como consecuencia de suscribir las acciones en las se encuentra dividido el capital social, en las *limited by guarantee companies* los socios se comprometen hacer frente a las deudas que mantenga la sociedad al momento de su liquidación por el monto que los mismos hayan declarado hacerlo al determinar el contenido del *Memorandum of association*, finalmente tenemos a las *Unlimited Companies*, donde la responsabilidad de los socios no posee límite alguno. Independiente de ello, de acuerdo con lo establecido en la sección 4 de la *Companies Act* las sociedades británicas también pueden ser clasificadas como *Public* o *Private Companies* clasificación en la sección 4 la C.A. distingue entre *public* y *private companies*, distinción que llevada al campo del derecho europeo puede asimilarse de forma analógica a nuestras sociedades abiertas y cerradas, así lo reconoce Miguel Ángel Villacorta quien llega a equipararlas a las sociedades que cotizan acciones en bolsa.

¹²⁸ Hasta 1981, la redención de rescatables era el único supuesto en que se permitía la adquisición por la sociedad de sus propias acciones. Para el año de 1985 se flexibiliza el referido régimen reconociéndose la posibilidad que las compañías inglesas adquiriesen acciones propias en ciertos supuestos siempre con el cumplimiento de rigurosos requisitos -ss. 162 y siguientes de la *Companies Act*-, entre las cuales podíamos encontrar el riguroso régimen de autocartera previsto para las *treasury shares* -acciones en cartera-, el cual era bastante similar al reconocido dentro de las legislaciones continentales como la peruana (s. 162. c.); sin embargo, las referidas previsiones dejaron de tener vigencia con fecha 2009/10/09, de acuerdo al *Statutory Instruments 2009 N° 2022 Companies. The Companies (Share Capital and Acquisition by Company of Own Shares) Regulations 2009*, emitida el 21 de Julio de 2009.

¹²⁹ Fueron dos los documentos que informaron y respaldaron esta modificación: i) el informe realizado por el comité dirigido por Sir Harold Wilson denominado *Committee to Review the Functioning of Financial*

las redimibles, razón por la cual la *redimibilidad* se instituyó como la característica que podría acompañar la emisión de acciones ordinarias y privilegiadas.

Para el año 1985 la C.A. organiza la regulación de las redimibles en dos puntos claves:

- (i) La necesaria previsión estatutaria que habilite su colocación¹³⁰
- (ii) Que, su singularidad se concentra en el hecho de ser valores inevitablemente redimidos, y para lo cual se han de observar las condiciones pactadas, y las medidas establecidas dentro de las secciones. 171 a 177 de la Companies Act de 1985.

Por otra parte, en las secciones 159 y 160 se establecieron las medidas para la emisión de las redimibles, así tenemos:

1. La necesidad de encontrarse delimitados todos los términos del rescate: plazo, precio (nominal o nominal más prima).¹³¹
2. Total desembolso desde el momento de su suscripción.¹³²
3. Responsabilidad limitada de la sociedad emisora¹³³
4. El capital social no puede estar representado únicamente por acciones rescatables por lo que se solicita la existencia de acciones no rescatables. Se busca disminuir así el riesgo de quedarse sin socios.¹³⁴

En relación a la efectividad de la *redemption* la s. 159(1) establece que podrá llevarse a cabo a voluntad de la sociedad emisora (*call option*), a voluntad del titular (*put option*), a fecha determinada (sujeta a plazos)¹³⁵ o con el acaecimiento de un suceso cierto y delimitado.

Institutions Interim Report; ii) el reporte realizado alrededor del tópico de adquisición de acciones-*The Purchase by a Company of its Own Shares*-en el año 1980

¹³⁰ *Companies Act* 1985.

¹³¹ Esta medida fue abandonada para el año de 1989 en razón al hecho que restaba flexibilidad a la emisión de estos valores, así como lo necesario que resultaba realizar una modificación de estatutos cuando dichos extremos terminaban constituyéndose en barreras a los intereses que las partes buscan satisfacer.

¹³² *Companies Act* 1985, s. 159.3

¹³³ *Companies Act* 1985, s. 159.1

¹³⁴ *Companies Act* 1985, s.159.3 En la legislación británica se encuentra proscrita la posibilidad que existan únicamente acciones rescatables dentro de la configuración accionarial de sus *companies*, por ello la única posibilidad de hablar de acciones redimibles al momento de la constitución de la empresa será como una potencialidad, esto es mediante una cláusula de autorización para su futura emisión en estatutos, A dicha cláusula se le ha denominado temerariamente *cláusula de rescate*, produciéndose una confusión la naturaleza jurídica que caracteriza a la cláusula contenido en los estatutos o el contrato de emisión de los referidos valores.

¹³⁵ A partir de 1989 el establecimiento de una fecha exacta de rescate se convirtió en un extremo dispensable, así está podría ser establecida en estatutos o ser acordada con posterioridad por los directores, siempre y cuando se encuentren habilitados por estatutos o exista un acuerdo de junta vigente en el referido sentido.

En cuanto a la redención hemos de puntualizar que está no es una operación automática, por el contrario, se condiciona a la concurrencia de una serie de requisitos, todos ellos dirigidos a “proteger la integridad del capital en garantía de los acreedores sociales.”¹³⁶.

1. Las acciones a redimir deben encontrarse desembolsadas.¹³⁷
2. La financiación de la operación podrá realizarse a cargo de beneficios, o reservas libres, y con la emisión de nuevas acciones, cuya creación ha sido predispuesta para dicho fin.¹³⁸ Procedimientos a través de los cuales se mantendrá incólume la cifra capital emitido.
3. Si se establecían primas a pagar con relación al rescate, éstas deberán ser asumidas con medios libres de la sociedad, o con las primas obtenidas de la nueva emisión de valores realizada.¹³⁹
4. Para el caso de las *private companies* se prevé la posibilidad de recurrir de forma excepcional al rescate con cargo de los medios patrimoniales que servían de cobertura a la cifra capital social emitido. Para el uso de esta opción se prevé como requisito de especificar su uso en estatutos o en el acuerdo de creación de estos valores. Las implicancias que el uso de este procedimiento derivara sobre la sociedad se ha sometido su efectividad al cumplimiento de los rígidos requisitos establecidos para la reducción de la cifra estatutaria.

Finalmente, para el año 2006 la regulación de las redimibles quedo establecida de la siguiente manera:

1. Reglamentada en la sección sobre “*Adquisición de acciones propias por la sociedad*”, ss.684-689 de la Companies Act.¹⁴⁰
2. Tanto las public como private companies,¹⁴¹ podrán emitir acciones redimibles, siempre y cuando se trate de *limited companies by shares*.
3. La necesaria previsión de autorización en estatutos es restringida para el caso de las Public Companies.¹⁴²

¹³⁶ Villacorta Hernández, M.A. “Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)”, Tesis Doctoral, Universidad Carlos II, Getafe, 2011, p. 178

¹³⁷ Companies Act 1985, s. 159. 3; Companies Act 2006, s. 686

¹³⁸ Companies Act 1985, s. 160. 1

¹³⁹ Companies Act 1985, s. 160. 3

¹⁴⁰ Companies Act 2006, Capítulo3, parte18, s.684-689. The common-law prohibition against acquiring its own shares has been codified - CA 1985 S. 143 or CA 2006 s. 658 (1)

¹⁴¹ Companies Act 2006, s. 684

4. Se mantiene la posibilidad de ejercitar el rescate a solicitud de la compañía emisora, y de sus titulares
5. La operación de redención se llevará a cabo en conformidad i) a lo acordado en su colocación, o ii) a lo establecido por los administradores antes de la operación (Para esto último se exige que se encuentre habilitados por estatutos, o por acuerdo social obtenido por mayoría simple). En caso no existan dichas previsiones se entiende que los términos del rescate se resumen a lo contenido dentro de los *articles of association*.¹⁴³
6. Las acciones redimibles han de encontrarse totalmente desembolsadas antes del rescate.¹⁴⁴
7. Al presupuesto de que la sociedad emisora contase con acciones ordinarias, se sumó la prohibición de adquirir acciones propias sí, como consecuencia de ello, llegasen a quedar en circulación únicamente acciones rescatables.¹⁴⁵
8. Con relación a la financiación de la operación de rescate a cargo del capital social, previsto para las *private companies*, se elimina la necesidad de su previsión estatutaria estableciéndose que esta era una opción más a la cual podrían recurrir con carácter residual

Dadas las previsiones establecidas en *The Companies Act 2006*, desde el 01 de enero del 2009 se desterró la tradicional categorización del capital social inglés (authorized and issue capital) produciéndose un acercamiento del sistema inglés a la estructura continental, especialmente en cuanto a los efectos de la amortización de las acciones ya rescatadas.¹⁴⁶

¹⁴² Permitiendo a las Private emitir rescatables libremente, manteniéndose la posibilidad de establecer dentro de estatutos tanto la habilitación o restricción a su emisión *Companies Act 2006*, s. 684

¹⁴³ *Companies Act 2006*, s. 685 (1)

¹⁴⁴ *Companies Act 2006*, s. 686 (1)

¹⁴⁵ *Companies Act 2006*, s. 690

¹⁴⁶ *The Companies Act 1985* se caracterizó por introducir una serie de medidas cuya principal finalidad fue hacer más flexible el campo de actuación de los administradores de las companies, siendo uno de los mecanismos más resaltantes, y con especial incidencia en las acciones redimibles, la concepción bipartita del capital social. Dentro del tradicional derecho inglés el término capital se utiliza en un doble sentido, pues cabe referirlo tanto al capital que se hace constar en los estatutos o Memorandum, como aquel efectivamente emitido. En el primer caso, la cifra capital que se hace constar en los estatutos es el authorized capital, el cual expresa la cifra máxima de acciones que puede emitirse en aquella sociedad de conformidad con el nominal que se decidiera, sin que, por el contrario, tal cifra exprese una cobertura o cifra de retención del movimiento patrimonial. Por otro lado, también aparece una segunda opción del término capital y que se designa como issued capital, correspondiendo tal noción con la cifra de capital que efectivamente ha sido emitida y que, no apareciendo en el memorándum, es sin embargo objeto de reflejo contable, expresando una cifra de retención de las variaciones que puede sufrir el patrimonio social. Dicha categorización del instituto capital social nos permite comprender como en los Derechos del Common Law no se confiaba a la publicidad legal la función externa o de protección de terceros

Concluiremos con la siguiente afirmación, las redimibles son una clase de acciones nacidas de la práctica anglosajona, a través de la cual las partes convienen limitar la vigencia del contrato social instrumentalizando un negocio de adquisición sobre los valores suscritos, los mismos que seguidamente serán canceladas en estricto cumplimiento a las previsiones que para esta operación resguarda su ley.

2.2.2. *La Comunidad Europea*

En el ámbito de la Unión Europea las acciones rescatables fueron reconocidas mediante la Directiva 77/91/CEE¹⁴⁷, o II Directiva, norma supranacional avocada armonizar previsiones para la constitución de un marco legal flexible en materia societaria, cuya principal finalidad fue el proteger a los socios y terceros.

La eficacia de la Segunda directiva se basó en el hecho que sus normas no poseyeron un carácter imperativo, a *contrario sensu* cada estado parte se encargó de adoptar solo las consideraciones que eran congruentes a su tradición y regulación jurídica.

La Comunidad económica europea regula las acciones rescatables como acciones recuperables, e inspirándose en la legislación británica¹⁴⁸ configura a su favor una serie de previsiones que cada estado ha de respetar, y tomar como referencia, en caso autorice a sus sociedades su uso.

que en nuestro Derecho tienen anudado el capital social. García-Cruces González, Notas en torno al concepto y régimen jurídico de las acciones rescatables, en VV.AA. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero, vol. I, Madrid, McGraw Hill, 2002, p. 916 Para Fernández del Pozo la principal razón por la cual se llegó a desterrar la diferenciación del capital social en *issue and authorized capital* se debía a que “en rigor, no tenía sentido publicar en el Registro una cifra de capital proyectado, no actual sino potencial y, sin embargo, declarar extra registral la alteración de la cifra de retención, indicación mucho más relevante para los intereses de terceros.” (...) Por otra parte se nos antoja harto difícil estimar la capacidad máxima de financiación desde el momento mismo de la fundación. Además, ¿de qué sirve estimar *ex ante*, desde el momento fundacional, la existencia de un capital máximo cuando es posible que nos veamos obligados a modificar las previsiones? Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 197

¹⁴⁷ La segunda directiva 77/91/CEE del consejo, de 13 de diciembre de 1976 es un documento supranacional, esencialmente flexible puesto que considera las características dispares de cada legislación, configurándose de forma armoniosa con la finalidad que cuando cada estado parte decidiera adoptarla tal forma que cuando decidieran ingresar algunas de sus previsiones lo hicieran de una forma armónica, esto es manteniendo y disponiendo de sus tradicionales institutos. Dicho texto fue refundido por medio de la Directiva 2012/30/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre de 2012 cuya finalidad era coordinar las garantías exigidas a las sociedades definidas en el artículo 54, párrafo segundo, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

¹⁴⁸ legislación británica sobre las “*redeemable shares*” es la “normativa de referencia” del artículo 39 de la II Directiva”. Fernández del Pozo nos demuestra empíricamente dicha afirmación al realizar una equiparación de los preceptos de cada normatividad encontrando similares entre ésta y CA 1985, de la siguiente manera: “El apartado a) se corresponde con la s. 159 (1); el apartado b) con la s. 159 (3); el apartado c) con la s. 160 (3); el apartado d) con la s. 160 (1); el apartado e) con la s. 170 que regula la Capital Redemption Reserve; el apartado f) con la s. 160 (1) (a); y el apartado g) con la s. 160 (2). El apartado h) exige la publicidad registral de la amortización de las rescatables de conformidad con lo previsto en el art. 3 de la Directiva 68/151/CEE. Fernández del Pozo, L., op. cit., 2002, p. 173

De manera puntual el art. 39 de la II Directiva determinaba:

“Cuando la legislación de un estado miembro autorice a las sociedades a emitir acciones recuperables exigirá para la recuperación de estas acciones al menos el respeto de las siguientes condiciones:

- a) La recuperación deberá estar autorizada por los estatutos o por la escritura de constitución antes de la suscripción de las acciones recuperables;*
- b) Estas acciones deben ser enteramente liberadas; en consecuencia, no existirán dividendos pasivos respecto de dichas acciones.*
- c) Las condiciones y modalidades de recuperación serán fijadas por los estatutos o por la escritura de constitución;*
- d) La recuperación solo podrá tener lugar con la ayuda de las sumas distribuibles de conformidad con el apartado 1 del artículo 15, o del producto de una nueva emisión efectuada con miras a esta recuperación;*
- e) Deberá incorporarse un importe igual al valor nominal o, a falta de valor nominal, valor contable de todas las acciones rescatables en una reserva que, salvo en casos de reducción de capital suscrito, no podrá ser distribuida entre los accionistas; esta reserva solo podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas;*
- f) No se aplicará la letra e) cuando la recuperación tenga lugar con la ayuda del producto de una nueva emisión efectuada con miras a esta recuperación;*
- g) Cuando, como consecuencia de la recuperación, se hubiera previsto el abono de una prima a favor de los accionistas, el valor de esta prima solo podrá ser deducido de las sumas distribuibles de conformidad con el apartado 1 del artículo 15, o de una reserva distinta de la prevista en la letra e), que salvo en casos de reducción de capital suscrito, no podrá ser distribuida entre los accionistas; esta reserva solamente podrá ser utilizada para aumentar el capital suscrito por incorporación de reservas, para cubrir los gastos mencionados en la letra j) del artículo 3º, o los gastos de emisión de acciones o de obligaciones, o para efectuar el pago de una prima a favor de los poseedores de las acciones o de las obligaciones a recuperar¹⁴⁹;*

¹⁴⁹ A diferencia de lo establecido en la legislación inglesa este artículo no determina que el rescate pueda ser realizado con cargo a una reducción del capital social, lo que a mi persona resulta ser una medida oportuna si tomamos en consideración la integridad de la norma, tal como se establece dentro del art. 20 las previsiones establecidas para los procedimientos de adquisición derivativa (art. 19) no serán tomadas en cuenta si esta se realiza para reducir el capital social, y es que la amortización, destino al que se pre ordenan las rescatables, es efecto propio de la decisión societaria de reducción mediante amortización de acciones con cargo al capital, razón por la cual no podemos desconocer este aspecto patrimonial del capital social del cual no se desprende la referida normatividad.

h) la recuperación será objeto de una publicidad efectuada según las formas previstas por la legislación de cada estado miembro de conformidad con el artículo 3º de la Directiva 68/51/CEE”

Sin embargo, para comprender adecuadamente la institución de las rescatables su regulación no ha de ser interpretada como algo aislado del marco normativo en el que se recoge, es decir se deberá realizar un análisis integral de la norma. La primera mención que la II Directiva realiza de las recuperables se encuentra en su art. 20, al exceptuar a las sociedades seguir el procedimiento general establecido en el art. 19 para los supuestos de adquisición de acciones de propia emisión en caso se tratase de una:

a) *Adquisición en ejecución de reducción del capital o el caso mencionado en el artículo 39 [las acciones recuperables],*

De lo expuesto se puede inferir que a través de las recuperables la sociedad instrumentalizaba un negocio de adquisición de acciones propias, pero que no podía constituir autocartera.¹⁵⁰ Sucede que pesar de haber reconocido la posibilidad de mantener acciones temporalmente en cartera (art. 19 II Directiva),¹⁵¹ la regulación de las recuperables no solo se inspiró de la legislación inglesa, prácticamente fue importada en integridad, sin tomar en consideración un análisis adecuado de la figura y su naturaleza jurídica.

Para concluir, el 04 de diciembre del 2012, la II Directiva fue refundada mediante la Directiva 2012/30/UE, manteniéndose en integridad la regulación de las acciones recuperables. Lo que nos permite confirmar que la redención como operación societaria, es una operación de adquisición de acciones por la sociedad.

¹⁵⁰ Esta conclusión se puede corroborar a través de la lectura de el numeral 2 del artículo 19, las acciones adquiridas únicamente en los casos de las letras b a g, generaran la temporal, aunque claudicante, situación de autocartera

¹⁵¹ Si bien la directiva parte de la proscripción de adquisición originaria de acciones de propia emisión, detalla un grupo de excepciones las cuales pueden ser divididas en dos clases: “Una, en la que se permite realizar dicha operación de forma parcialmente libre al tener dispensado el cumplimiento de algún requisito. Y otra, enteramente libre por no tener que cumplir con ninguno de ellos. (...) En relación con las adquisiciones totalmente libres, la Directiva ha dispensado del cumplimiento de los presupuestos de licitud en los siguientes casos: a) La adquisición de acción recuperable o efectuada en ejecución de una decisión de reducción de capital. Bañuls Gómez, Francisco, op. cit., p. 157

2.2.3. España

Las acciones redimibles ingresaron al sistema español mediante la disposición adicional N° 15 de la Ley de Reforma del Mercado de Valores, Ley 37/1998¹⁵², bajo la denominación *acciones rescatables*, disposición en la cual se les describe como “*un género intermedio entre la renta fija y la renta variable.*”¹⁵³

Aunque reconocidas en una norma de especialidad, la inicial regulación de las rescatables ingresa en la entonces vigente Ley de Sociedades Anónimas (1989) a través de numerosos bises,¹⁵⁴ conforme a la cual estos valores se emiten para ser recuperados por la sociedad y posteriormente amortizados.

Junto a esta básica caracterización, se establecieron una serie de limitaciones:

- 1) Límite **cualitativo**: únicamente se habilitaba la emisión de estos valores a las *sociedades cotizadas*¹⁵⁵
- 2) Límite **cuantitativo**: solo podrían ser emitidos hasta el veinticinco por ciento (25%) de la referida cifra, siendo obligatorio que sean totalmente desembolsadas;¹⁵⁶ y
- 3) Los procedimientos de financiación para la operación de rescate solo podían ser: *a. Con cargo de los beneficios o reservas libres, b. con el producto de una emisión ad hoc de acciones,*¹⁵⁷ y de forma excepcional, a cargo del conjunto de bienes que integran el capital social.¹⁵⁸

¹⁵² Fecha: 16 de noviembre de 1998

¹⁵³ Cfr. Fernández del Pozo, L., op. cit. p. 179 Se trata pues, de lo que en la jerga financiera se denomina “híbridos financieros”. Su recepción en nuestro Derecho tiene especial interés en cuanto supuestamente introducen en él ciertos “activos que a la vez de reportan una financiación eficiente redundan también en el reforzamiento de los recursos propios”.

¹⁵⁴ Se introduce una sección nueva, la sexta, dentro del Capítulo IV «De las acciones», lo cual, nos dice Villacorta Hernández resulta significativo, ya que “se desplaza de la sección que regula los negocios sobre las propias acciones (sede habitual en la tradición británica en la cual las rescatables son un supuesto típico y excepcional de adquisición por la sociedad de sus propias acciones. Villacorta Hernández, M., op. cit. p. 175

¹⁵⁵ Establecida en el primer apartado del artículo 92 bis la referida limitación es justificada en razón al documento que las reconoce, LRMV, dispositivo legal donde se reconoce una nueva categoría de sociedades, las cotizadas, entidades con mayores exigencias de innovación y flexibilización financiera en vista de los estrictos imperativos económicos que comporta la cotización en los mercados de referencia. Con todo, dicha resolución no termina por convencer a ciertos sectores de la doctrina. Fernández del Pozo, L., op. cit., 2002, p. 230-246 y el trabajo de García de Enterría, J., op. cit. p.1696.

¹⁵⁶ Ley de Sociedades Anónimas de 1989, 92 bis.

¹⁵⁷ La denominación *ad hoc* se sustenta en que la *finalidad* de la emisión es la de obtener recursos que hagan posible la recuperación de las redimibles. Ambos procedimientos se establecen como mecanismos predilectos y alternativos

¹⁵⁸ Al igual que el caso inglés este procedimiento se caracterizaba por su rigidez

En la actualidad, el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capitales (TRLSC)¹⁵⁹ mantiene el reconocimiento de las acciones rescatables cuya regulación se encuentra conformada por el régimen general previsto para todas las acciones, y las previsiones establecidas en razón de su naturaleza: emisión –art. 500- y amortización -501-¹⁶⁰

Sin embargo, la evolución legislativa de las redimibles posee un complejo trasfondo doctrinal.

El primer intento por regular las acciones redimibles en España se remonta a 1989, con la elaboración del anteproyecto de reforma de la LSA de 1951, texto cuya finalidad era adoptar la regulación de la anónima a las medidas establecidas dentro de la II Directiva del CEE.

En el proyecto de reforma las rescatables se regulaban en un detallado y amplio art. 47, que ubicado en la sección *adquisición de la sociedad de sus propias acciones* fue finalmente dejado de lado en razón a aversión que la doctrina desarrollo contra las acciones redimibles.¹⁶¹

Resulta que, para un sector de la doctrina los efectos que las redimibles exteriorizaban en el sistema inglés resultaban incongruentes con las previsiones del tradicional sistema español, específicamente hablando con aquellas previsiones que resguardaban “*el recto entendimiento de las funciones propias del capital social*.”¹⁶²

Por la fuerte impronta del derecho societario español en nuestra legislación societaria a continuación analizaremos las principales objeciones esbozadas por la doctrina española de ese entonces.

¹⁵⁹ Real Decreto Legislativo 1/2010, del 02 de julio del 2010

¹⁶⁰ La regulación especializada de las rescatables es objeto de análisis y críticas al punto de ser caracterizado como algo deficiente en cuanto a las limitaciones de naturaleza cualitativa, dada su limitación de empleo a las sociedades cotizadas, su limitación cuantitativa así como el establecimiento de un periodo de carencia para la recuperación a cargo de la sociedad emisora, dado que se argumenta que el mismo debe ser fruto de la oferta y la demanda de los usuarios del activo financiero, mas no un elemento determinado por aspectos legales. Los argumentos son desarrollados por Villacorta Hernández, M., “Evaluación de los requisitos para la emisión de las acciones rescatables”, en: Revista de Derecho Bancario y Bursátil, España, ISSN 0211-6238, Año n°31, N° 126, 2012, p. 105-130

¹⁶¹ Esta situación es descrita por Fernández del Pozo de la siguiente manera “La regulación de acciones rescatables en los trabajos preparatorios de la reforma de 1989 suscito una fuerte crítica entre los estudiosos” hace hincapié del grado de disconformidad presentado en la doctrina citando las opiniones de Paz-Ares, para quien “las rescatables son “títulos de participación” o “títulos de inversión” cuya incorporación a nuestro ordenamiento supone una “escandalosa incongruencia sistemática” y Sánchez Andrés “su naturaleza de títulos de quitan y pon se compadecen mal con la esencia de la aportación capitalista cuál es su carácter indefinido y no temporal. Fernández del Pozo, L., op. cit., 2002, p. 167 Si embargo, así como existen argumentos en contra, la doctrina posterior al TRLSA del 89 estableció argumentos a favor de su admisión, como: “Primero, todas las acciones están sujetas a tiempo. Además, todas las acciones pueden ser forzosamente amortizadas. (...) Por último, existen dos figuras próximas al rescate: la exclusión y la separación de los socios. Villacorta Hernández, M.A., op. cit., p. 192

¹⁶²Fernández del Pozo, L., op. cit., 2002, p. 193

i. *Las acciones rescatables y los principios del capital social*

La fuerte oposición a la importación de las redimibles inglesas a España en principio se sustentó en el hecho que para su efectividad se instrumentalizaba una “amortización de acciones que no acarrea la correspondiente reducción de la cifra capital social”, lo cual resultaba contraproducente a la estructuración de la anónima española, donde cada acción representaba el *status soci* del anterior titular, y el porcentaje de su relación con el patrimonio social, perjudicando así el carácter tangible que ha de caracterizar al capital social.

Obtenida esta conclusión la doctrina española enfatizó que resulta imposible importar las redimibles inglesas en aquellos ordenamientos que desconocieran la configuración bipartita del capital social, y la amortización de capital de estilo francés.

ii. *La institución de las rescatables es incompatible con los ordenamientos que no adopten el sistema del “dual capital”*

Como hemos hecho referencia, las *redeemable shares* se instituyeron en la excepción al régimen de prohibición establecido para la adquisición de acciones propias dentro del tradicional derecho británico. De carácter temporal, la esencia de estos valores de participación se resguarda en el compromiso de la sociedad por recuperarlos en la forma, oportunidad y condiciones acordadas y/o resguardadas por su estatuto, y la ley.

Ocurría que desde 1985 en Inglaterra se estableció el *dual capital*, por el cual el capital de las compañías inglesas se encontrará compuesto por dos cifras patrimoniales, el *capital emitido o issue capital*, que era la cifra contable que desarrollaba funciones de retención patrimonial y hacía referencia al monto total de acciones emitidas por la sociedad, y *el capital autorizado o authorized capital*, que contenido en estatutos sociales hacía referencia a la cantidad total de acciones que la administración podría llegar a emitir durante su gestión. Esta forma de organización en dos cifras tenía una finalidad, otorgar flexibilidad al desarrollo de las actividades de la gestión social.

Hecha esta salvedad, hemos de recordar que en la práctica inglesa de ese entonces existía una predilección por financiar la redención con los beneficios distribuibles, o con el producto obtenido de una emisión *ad hoc* de acciones.¹⁶³

En el primero de los procedimientos, la sociedad disponía de sus reservas libres, o beneficios distribuibles, para el pago del precio del rescate, y la prima de rescate sí se hubiera

¹⁶³ La flexibilidad que le es imputada a la *redemption* dentro del sistema inglés es una extensión propia de las previsiones desarrolladas y dirigidas a potencializar la operatividad y eficacia de su administración, mas no son propias e imprescindibles de la figura estudiada.

convenido, y por disposición de ley (s. 160 (4) C.A. de 1985), se cancelaban las acciones recuperadas, y el valor de estas se reducía de la cifra capital emitido.

En los hechos sí existía una verdadera reducción del “capital social” británico, sin embargo, éste era compensado con la constitución de una reserva por el valor de las acciones amortizadas. Esa reserva fue la «*Capital Redemption Reserve*», y permitió que la operación de redención se desarrollara a un nivel netamente contable, sin tener que recurrir a los procedimientos de modificación estatutos ya que en estos últimos el “capital social” resguarda información de otra calidad.

El otro procedimiento de rescate se caracteriza por instrumentar una creación de acciones. De acuerdo a la práctica inglesa, las sociedades anónimas podían financiar el rescate de los valores redimibles con el producto obtenido de una colocación de acciones. Esta manera de proceder permitía que una vez satisfecho el precio de rescate se cancelaran las acciones rescatadas, y su valor se reducía de la cifra capital emitido, sin embargo, era compensado con el valor de las nuevas acciones emitidas, produciéndose una especie de conmutación u operación acordeón “al revés”.

Dado que en ambos procedimientos se producía únicamente un movimiento contable entre cifras de capital, resultaba innecesario modificar los estatutos de la compañía, lo que para la doctrina española se tradujo en una cancelación de acciones sin la correlativa modificación estatutaria.

Ahora bien, argumentar que la flexibilidad contable otorgada por el sistema dual capital constituye en una barrera para la importación de las acciones redimibles, demuestra que se ha partido de un análisis superficial de la figura, y la tradición jurídica en la cual se aclimato.

Primero, se de resaltar que en la II Directiva, norma de referencia para el proyecto de reforma española¹⁶⁴, la adopción del *dual capital* no es una de las medidas previstas para la valido emisión de las acciones recuperables¹⁶⁵. Por el contrario, dentro del art. 2 literal c) de la II Directiva establece con carácter de obligatoriedad el especificar el monto de capital suscrito, “*si la sociedad no contaba con capital autorizado*”. Ello nos permite afirmar que

¹⁶⁴ Anteproyecto de Ley de 1987

¹⁶⁵ La II Directiva dado su carácter flexible y armónico determino con relación aquellas legislaciones que reconocían y admitían el uso del capital autorizado y emitió en su artículo 2.c. la obligación de incluir en los estatutos o en la escritura de constitución la cifra de capital autorizado en caso de existir está.

tanto ordenamientos jurídicos que reconocían el dual capital, como aquellas que no lo admiten, podrían hacer uso de las rescatables.¹⁶⁶

Por otro lado, ha existido, y existen, dentro de la práctica internacional legislaciones de tradición anglosajona en donde la dicotomía *capital autorizado y emitido* es totalmente ajena, y a pesar de ello se han adoptado oportunamente las recuperables.

Finalmente, toda esta postura adversa a las acciones redimibles se deja de tener base desde el año 2009, cuando el sistema inglés¹⁶⁷ deja de lado el sistema dual capital.

iii. La recepción de la institución no es posible en aquellos ordenamientos que ignoran la amortización de acciones sin reducción de capital

El hecho que la amortización de los valores redimibles no conllevara una efectiva reducción del capital social de la emisora, resultaba difícil de comprender para la doctrina española de ese entonces, teniendo en cuenta que conforme a su ley de sociedades la amortización de acciones era uno de las modalidades de la reducción de capital.

Sin embargo, este débil argumento parte de un confuso y parco análisis del sistema de amortización inglés.

Para demostrar lo previamente alegado partiremos de la II Directiva. Una lectura sistemática de la norma nos permitirá advertir que tanto *la amortización de capital sin reducción* (art. 35)¹⁶⁸, como la retirada de acciones con reducción del capital social (art.

¹⁶⁶ Por otro lado, en consideración las funcionalidades de la cifra inglesa “issue capital” podemos concluir que no es otra cosa que la cifra “capital social” sin el correspondiente registro estatutario, dejando dicha al sistema contable en razón a las particularidades del sistema anglosajón donde las actividades de emisión, rescate o amortización de valores se encarga a la contabilidad sujeta siempre a las previsiones estatutarias (capital autorizado), como las limitaciones financieras manejadas básicamente por la cifra expresada por el monto del capital emitido.

¹⁶⁷ La legislación portuguesa prevé el uso de las redeemable shares con una regulación similar a la legislación británica manteniendo la estructuración de su capital social ajena al dual capital, sin embargo, el máximo exponente del presente argumento es la propia legislación británica, la misma que en The Companies Act 2006 llegó a determinar la necesidad de desistir gradualmente de su uso, dadas las molestias que en la práctica terminaba representando.

¹⁶⁸ Artículo 35: Cuando la legislación de un estado miembro autorice la amortización total o parcial del capital suscrito sin reducción de este último, exigirá al menos el respeto de las siguientes condiciones (...).que determina que en los casos de amortización de acciones realizado con reservas con la finalidad de no disminuir la cifra capital social, se détese dentro de la referida cifra contable una cuenta de capital, “capital amortizado”, la cual se encontraría conformada por la suma total del valor nominal de las acciones amortizadas convirtiéndose estas mismas en acciones de disfrute o “actions de jouissance”, que les permitían detentar a sus titulares derechos económicos sobre los resultados de la sociedad. Dado que el capital social de las empresas francesas se encontraba representado por el conjunto de acciones que estas emitían, la referencia que se hacía del sistema francés se resuelve en razón a la similitud existente en la comprensión de lo que por capital social se manejaba en ambos ordenamientos.

36)¹⁶⁹, son modalidades reconocidas en armonía, y dependerá de cada Estado elegir entre alguna de ellas.¹⁷⁰

Luego, el procedimiento de amortización de capital sin reducción de la cifra estatutaria, u «amortissement du capital», no fue algo totalmente desconocido por el sistema español. Tal como puntualiza Fernández del Pozo, en España se pasó de la «amortissement du capital», a la reducción del capital mediante reservas libres o beneficios distribuibles, debido:

1. El desuso de la práctica de amortización de acciones sin reducción del capital social
2. El hecho que el legislador de 1951 erróneamente tomara las previsiones del sistema alemán al regular la amortización con cargo de reservas, y
3. Por el hecho de establecerlo como un supuesto de reducción de capital.¹⁷¹

No siendo este el lugar adecuado resumiremos los hechos más trascendentes.

En un inicio, el Proyecto del Código de Comercio de 1882 recogía como excepciones al principio de prohibición de adquisición de acciones propias aquellas adquisiciones realizadas: (i) *con cargo al capital social* y cuya finalidad sea reducir dicha cifra, y (ii) *a cargo de beneficios o reservas libres*. A diferencia de lo que sucedía con el primer supuesto, el proyecto no determinaba cuál era el destino de las acciones recuperadas con beneficios o reservas libres¹⁷², lo que llevo a la doctrina hablar sobre la posibilidad de conservarlas indefinidamente en cartera, al punto de llegarse a considerar que dentro del sistema español se encontraban reconocidas ambas clases de amortización de capital (con reducción y sin reducción).

¹⁶⁹ Artículo 36: Cuando la legislación de un estado miembro autorice a las sociedades a reducir su capital suscrito por retirada forzosa de acciones, exigirá al menor el respeto de las siguientes condiciones (...)

¹⁷⁰ Basta constatar con el art. 35 y 36 de la Directiva 77/91/CEE para comprobar que para el legislador comunitario la «amortización de capital» tiene una sustancia autónoma de la operación de reducción del capital social con retirada (amortización) de las acciones.

¹⁷¹ Hasta la reforma de la LSA de 1951 la práctica de amortización de capital a modo francés (sin reducción del capital social) parece estar implantada sin problemas en nuestro ordenamiento y en nuestra práctica. Fernández del Pozo, L., op. cit. p. 133-144, en relación a este punto es oportuna la explicación de Villacorta Hernández: “En la *Aktiengesetz (AktG)* de 1965 no hay previsiones específicas sobre las acciones rescatables, pero sí sobre el rescate de acciones como modalidad de reducción del capital. El rescate de acción lleva aparejada la correspondiente reducción del capital social sin perjuicio de que estatutariamente pueda establecerse que el rescate tenga lugar con cargo a beneficios o con cargo a reservas dotadas para tal fin. (...) En el derecho alemán, por tanto, no especifica una clase de acciones, sino que el rescate está relacionado con el régimen de la «amortización prescrita en estatutos» (*Zwangseinziehung*) de los §§ 237-289 AktG y de la reserva de capital amortizado de las rescatables en el régimen de la «reserva de capital» (*Kapitalrücklage*) del §272 (2) 4 HGB Y § 237 (5) AktG.” Villacorta Hernández, M.A., op. cit., p. 187

¹⁷² En la primera redacción del proyecto dentro de su exposición de motivos se explicaba que la amortización de acciones adquiridas con patrimonio no vinculado no llevaba consigo la reducción de capital social, sin embargo, dicha apreciación fue finalmente suprimida.

Sin embargo, póstumas experiencias legislativas llevaron a comprender que en dicha oportunidad lo que se quiso decir, era que la adquisición era libre *siempre y cuando* los valores sean inmediatamente amortizados, siendo que en el caso de la operación financiada por reservas libres o beneficios la cifra del capital social no se veía reducida debido a que se entregaban acciones de disfrute.¹⁷³ En efecto, cuando el Código de Comercio salió a la luz en 1885 se estableció: «*Las compañías anónimas únicamente podrán comprar sus propias acciones con los beneficios de capital social para el solo efecto de amortizarlas. En caso de reducción de capital social, cuando procede conforme a las disposiciones de este código, podrán amortizarse también con parte del mismo capital, empleando al efecto medios legales que estimen convenientes*».¹⁷⁴

La adquisición de acciones y entrega de acciones de disfrute sin amortización de capital se impregno en la doctrina y practica española, los primeros ejemplos de esta práctica aparecen en empresas concesionarias de naturaleza mixta.

Las sociedades naturaleza mixta que explotaban una concesión de obra o un servicio público regulaban estatutariamente la amortización de sus acciones. La racionalidad de la amortización estatutaria durante la vida de la sociedad se fundamenta en la existencia de necesidades decrecientes de capital. Por ejemplo, al finalizar el plazo de la concesión, los bienes y derechos afectos a la explotación revertían a la administración cedente (o a un tercero); frente a esta situación, los gestores establecían las correspondientes previsiones de amortización de los recursos propios.¹⁷⁵

Con posterioridad la entrega de acciones de disfrute vio su fin y en 1951, en una timorata previsión legal, se reconoce a amortización de acciones producida a cargo a reservas libres como un supuesto más para llevar a cabo la reducción de capital. Luego, en la Ley de anónimas de 1989, y con una redacción más elaborada, se desaparece todo rastro de la amortización sin reducción, así mismo, se reconoce que la reducción que sufría el capital social por la amortización de acciones con reservas o benéficos era compensada con la constitución de una nueva reserva de carácter indisponible, que fue denominada, *reserva por capital amortizado*, y al mantenerse inamovible el fondo de bienes indisponibles era innecesario proteger el derecho de oposición a los acreedores

Como se puede ver, la “amortización sin reducción de capital social” que tanto parecía preocupar a la doctrina española no ha sido ajena a su práctica comercial. Por otra parte, el

¹⁷³ Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 136

¹⁷⁴ Art. 166 del Código de Comercio de 1885

¹⁷⁵ Villacorta Hernández, M., Las acciones rescatables en ..., p. 165-176

hecho que en el regulación española se ordene la necesaria reducción del capital social por el valor de las acciones recuperados, no supone que la práctica de las redimibles desconozca la función de garantía del capital social, y es que en dicha dirección se encuentra la previsión que establece la constitución de una reserva de carácter indisponible por el valor en que fue reducido el capital social, lo que permitirá mantener inalterado el fondo patrimonial de garantía dispuesto a favor de los acreedores sociales.

2.3. Las rescatables, ¿valores mobiliarios híbridos?

La estructura de las redimibles se presenta como una innovación compleja a la tradicional doctrina mercantil, llevando a ciertos tratadistas negarles la consideración jurídica de verdaderas acciones, argumentando que se trataría de un instrumento financiero *híbrido*. De allí que resulte necesario asumir la tarea de analizar si son las acciones redimibles son verdaderas acciones.

2.3.1. Las rescatables como valores de participación

Como expusimos, la esencia de las acciones se concentra en el hecho de ser una parte alícuota del capital social, que representa un estatus jurídico especial –*status socci*–, y cuya materialización como título valor se encuentra dirigido a salvaguardar la efectiva de su transmisibilidad.

Por otro lado, hemos desarrollado la particular relación que existe entre capital social, acciones y aporte social, concluyendo que para hablar de un inversionista como *accionista-propietario* de una empresa, *accionista-capitalista* y/o un *accionista-titular* de un valor mobiliario de participación resulta necesario satisfacer el presupuesto del desembolso mínimo de la aportación prometida en la suscripción del contrato social.

En el Perú, la Resolución SBS N.º 4595-2009 establece en su art. 3 una serie de condiciones que han de cumplir aquellos instrumentos representativos de capital computables en el patrimonio efectivo, entre ellos: “a) *Haber sido emitidos, suscritos y totalmente pagados, de manera incondicional e irrevocable*”. En otras palabras, si una sociedad del sector financiero decide integrar su capital social con acciones redimibles deberá exigir para su emisión el desembolso total de su valor.

Jurídicamente hablando, el acto de entregar bienes a la sociedad como contravalor de las acciones suscritas materializa la prestación de aportar, objeto del contrato social independiente del conjunto de intereses que lleven al nuevo socio a invertir en cierto proyecto empresarial. Sin embargo, un sector de la doctrina equipara dicho desembolso a la entrega de

bienes que se realiza en razón de un crédito y fundamentan su apreciación en la calificación contable que le ha sido otorgada a las redimibles, esto es ser un *pasivo financiero*.

Para aclarar dichas alegaciones hemos de considerar que a pesar de ser una práctica de las modernas legislaciones usar terminología financiera en claro perjuicio del tradicional léxico jurídico, para analizar la naturaleza jurídica de una institución, resulta imprescindible diferenciar los conceptos jurídicos de los económicos. Este ejercicio nos permitirá concluir que las consideraciones vertidas contra las acciones redimibles no resultan ser antagónicas como se manifiestan.

Tradicionalmente la duración o permanencia de los fondos aportados ha sido el criterio más fuerte para diferenciar los títulos de inversión en acciones y obligaciones¹⁷⁶, sin embargo, desde el siglo pasado se han venido desarrollando un conjunto de valores cuya particularidad se concentra en la permeabilidad de su estructuración, en cuya unidad se envuelven los diferentes caracteres que han servido para distinguir jurídicamente al capital de la deuda. Estos instrumentos son los híbridos financieros.

El debilitamiento de la barrera que jurídicamente distinguía al capital y la deuda y el progresivo reconocimiento de los híbridos financieros motivo el desarrollo y uso de criterios económicos.

Así, desde la perspectiva económica, la sociedad es una entidad independiente a sus socios y proveedores, razón por la cual todos los bienes que ingresan a su patrimonio son ***recursos externos a la unidad empresarial***; motivo por el cual todos serán considerados como ***instrumentos financieros*** y su calificación contable, como pasivo o neto de la sociedad, dependerá sí existe o no **una obligación contractual de transferir dinero, u otro instrumento financiero, al ejecutante del referido desembolso** (prestación).

Sí trasladamos estas conclusiones a las acciones redimibles tendremos que los recursos ingresados en razón a la suscripción de estos valores quedan bajo el efectivo control de la sociedad; lo que desde un punto de vista jurídico fundamenta el hecho de que sean

¹⁷⁶ Sobre este punto Miguel Villacorta nos dice: El criterio más fuerte para diferenciar los títulos de inversión tradicionales, acciones y obligaciones, es la duración o permanencias de los fondos aportados, entendiendo que por medio de las acciones se canalizan la inversión permanente por excelencia, aquella cuyos fondos no están sujetos a condiciones predeterminadas de reembolso y que proporcionan estabilidad a la sociedad. Villacorta Hernández, M.A., op. cit., p. 169 La circunstancia de que la acción redimible contenga en sí misma la característica de terminar su eficacia jurídica al producirse determinadas condiciones, habría permitido llegar a la conclusión de que ella se trataría en realidad de un título de crédito frente a la sociedad y, como consecuencia, su titular es un acreedor, Por su parte María Luz Ríos concluye; “Así, la sustancia económica de este instrumento, para la empresa que los emite se comporta de la misma forma que una emisión de bonos”. Salas Sánchez, J. “*Las acciones redimibles en el Ordenamiento Peruano*” en THEMIS: Revista de Derecho, ISSN 18 10-9934, N°59, 2011 (Ejemplar dedicado a: Derecho Societario), p. 107-120

considerados como fondos propios de la sociedad emisora, sin embargo será la estructuración del derecho de rescate (así como de los otros derechos y obligaciones que le acompañen) lo que determina su calificación contable como instrumento del pasivo financiero.

De esta manera deben ser contabilizados como *pasivos exigibles* las emisiones que contengan algunas de estas características: rescatables a voluntad del inversor, a voluntad del titular y el emisor indistintamente, rescatables a fecha fija, y las que tengan la obligación, por parte de la empresa, de emitir o entregar instrumentos de pasivo financiero al momento del rescate. Por el contrario, *serán pasivos no exigibles* las acciones rescatables cuyo rescate tenga exclusivamente una de las siguientes características: rescatables a voluntad del emisor y las que posean la obligación por parte de la empresa, de emitir o entregar instrumentos de neto financiero al momento de rescate.

Definitivamente estos han sido los criterios tomados por la SBS en el desarrollo de la Resolución 4595-2009, donde las acciones preferentes redimibles a plazo fijo, a opción de la sociedad, y a opción del accionista serán consideradas contablemente como deuda subordinada (art. 6 y 8), y que aquellas con un plazo de vencimiento igual o superior a los treinta (30) años se considere como patrimonio neto de las redimibles (art. 7).

En resumen, las rescatables no son valores de deuda, es cierto que económicamente son equivalentes en cuanto funcionan como mecanismo de aprehensión *temporal* de recursos patrimoniales -como los bonos-¹⁷⁷, sin embargo, una vez efectivizada la aportación de su valor por parte del inversionista aportante, este se constituye en socio de la sociedad beneficiaria, y como tal en titular de un conjunto de derechos y obligaciones conforme a la estructuración otorgada por la emisora.¹⁷⁸

Resuelta la cuestión contable, nos dispones a exponer como el carácter *temporal*, y la existencia de una *distribución de recursos a favor de los titulares* son expresiones que se pueden hallar en la adquisición de cualquier clase de acción.

¹⁷⁷ Estos recursos pasan a formar parte del patrimonio social quedando la sociedad habilitada a su disposición, destinarlos a la explotación de su actividad comercial, de la cual podrá obtener las *utilidades* suficientes para 1) cubrir la cifra del capital social y constituir las reservas exigidas por ley, 2) responder al conjunto de créditos exigibles, 3) reinvertirlas o repartirlas entre sus accionistas, en razón de *dividendos*, los cuales poseen una naturaleza jurídica disímil a los intereses desembolsados por el uso de capital de ajeno. La remuneración de un neto financiero no es una obligación contractual de la empresa, sino que es pagadero a discreción del emisor, quien tiene pleno poder para omitirla. La omisión de la retribución de un instrumento del neto financiero no es incumplimiento de la empresa con sus inversores, sin embargo, toda empresa está obligada a pagar la remuneración de los pasivos financieros si se cumplen las condiciones y los plazos.

¹⁷⁸ Apoyando esta idea García de Entierria sostenía: “*el supuesto de carácter indefinido que a nivel doctrinario se les ha concedido a las aportaciones sociales es puramente ilusorio y carece de cualquier apoyo normativo*” Cfr. García de Enterría, Javier, *Las acciones rescatables*, La ley, Número 4847, 1999

Tal como establece el art.104 de LGS, la anónima podrá adquirir acciones de propia emisión a (i) cargo del capital social, o (ii) los beneficios distribuibles. En el primer caso la sociedad amortiza las acciones adquiridas y tendrán que respetar las previsiones para reducir su cifra estatutaria. En el caso que la sociedad se financie con recursos libres podrá amortizar o mantener las acciones en cartera. En efecto, las acciones que fueron adquiridas poseen un límite de temporal de vigencia; y, por otro lado, el pago del precio de adquisición no es otra cosa que una transferencia de recursos de la sociedad al titular de dichas acciones, y todo ello no desvirtúa el que se trate de verdaderas acciones.

Podemos condensar lo dicho hasta aquí en la siguiente afirmación; Si bien desde un punto de vista financiero se incluye a las acciones redimibles dentro de la categoría híbridos financieros,¹⁷⁹ éstas poseen una estructuración jurídica, misma que confiere a su titular los derechos propios de todo socio inversionista,¹⁸⁰ así que, por más que en su práctica se usen términos como: precio, fecha de efectividad, ello no es suficiente para desconocer a las rescatables como verdaderas acciones de la anónima¹⁸¹.

¹⁷⁹ Las acciones rescatables son catalogadas como híbridos de deuda, valores mobiliarios atípicos ya que, si bien presentan la vestidura jurídica de acciones, dichos instrumentos financieros incorporan la obligación de ser redimidos a cargo de la sociedad emisora, para lo cual, está, tendrá que desembolsar dinero o bienes, situación que las asimila al pago de un crédito.

¹⁸⁰ Para García-Cruces sin perjuicio de que, hasta el momento mismo del rescate, el socio lo sea en toda la extensión del término, y, por tanto, sea un verdadero accionista disfrutando de todos los derechos y obligaciones típicos de los reconocidos en su favor los mismos que el art. 48 de la Ley de Sociedades Anónimas enumera y no cerrado para cualquier acción. García-Cruces, J., “*Las acciones rescatables*” *La Ley: Revista jurídica española de doctrina jurisprudencia y bibliografía*, N°3, 1999, p. 1947-1962

¹⁸¹ Julio Salas Sánchez citando a María Luis Ríos nos dice “Considerar que la acción, por ser rescatable, pierde su calidad de acción es ignorar y soslayar del análisis institutos jurídicos fundamentales de nuestro orden societario (...) En primer lugar, para que la acción tenga derecho a la renta, es obvio que debe tener por presupuesto que la sociedad obtenga utilidades; en caso contrario no habría dividendo sino distribución (y reducción) del capital (...) En segundo término, hasta el momento de producido el rescate, la acción preferida corre con todos los riesgos de la consecución del objeto social en igual manera que todas las otras clases de acciones. Sostener lo opuesto es caer en el concepto de acreedor y como ya lo vimos, ello es inadmisibile. Sala Sánchez, op. cit., p. 113 Para Marcelo Mardones la calificación híbrida de es meramente económico-financiera. Se afirma por la doctrina que no puede cuestionarse su verdadera naturaleza como accione, si bien tampoco se pueden obviar las especialidades que presentar por lo que las mismas deben de ser consideradas como acciones especiales. Esta consideración como verdaderas acciones se deriva de que participan de los caracteres típicos e dichos títulos. Mardones Osorio, M.: “La emisión de acciones rescatables por sociedades anónimas” en: *Foro de Derecho Mercantil: Revista Internacional*, Bogotá: Legis Editores, 2010, pp. 135-199 En el mismo sentido García de Entierra declara: «Las acciones rescatables no encierran propiamente ningún tipo de fórmula intermedia o híbrida de los valores más tradicionales sino que se trata de auténticas acciones, en su más estricta significación jurídica, que no ofrece más especialidad que su sometimiento a un mecanismo particular de rescate y amortización» García de Entierra, J., op. cit., p 2

2.3.2. *Especialidad de clase*

De acuerdo a Villacorta Hernández “rescatables son las que conceden un derecho específico: el derecho de rescate”¹⁸². El mismo autor realiza paralelamente una segmentación entre las “*Redeemable shares*, aquellas en las cuales la sociedad emisora tiene un derecho de rescate y, *Mandatory redeemable shares*, aquellas en las cuales la sociedad emisora tiene la obligación de rescatarlas (...)”¹⁸³, García-Cruces señalaba respecto de las rescatables en general que “es característica esencial de dichos valores el que serán rescatadas por la sociedad”¹⁸⁴. Por otro lado, Fernández del Pozo establece que las rescatables son “acciones que están llamadas a ser amortizadas en los términos previstos por una cláusula estatutaria”¹⁸⁵ y, García de Enterría afirma que “estas acciones se definen en esencia por el hecho de emitirse para ser rescatadas o amortizadas por la sociedad en unas condiciones predeterminadas que han de establecerse de antemano en estatutos”¹⁸⁶.

Como se puede ver al definir las acciones rescatables la doctrina internacional emplea las siguientes expresiones: (i) cláusula de rescate; (ii) derecho de rescate; y (iii) rescate de

¹⁸² Cfr. Villacorta Hernández, M.A.: “Las acciones rescatables y...”, op. cit. p. 170 La controversia sobre si junto al rescate han de concurrir otras previsiones estructurales para la consideración de las recuperables como una clase específica de acciones, parte de la práctica inglesa y fue finalmente consumada en 1985 cuando positivamente se reconoció la posibilidad de emitir acciones redimibles “comunes” como “privilegiadas” en clara oposición a la práctica desarrollada hasta la vigencia de su antecesora. Estiman que las redimibles se encuentran conformando una específica clase de acciones en razón a la configuración del derecho de rescate como “privilegio”. García de Enterría, J.: “Las acciones rescatables”, op. cit., p. 1, y García-Cruces González, J.A.: “Notas en torno...”, op. cit., p. 925.

¹⁸³ *Ibíd*em

¹⁸⁴ Cfr. García-Cruces, op. cit., 917

¹⁸⁵ Cfr. Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 217

¹⁸⁶ Cfr. García de Enterría, “Las acciones op. cit., p. 1. Recuerde aquí lo que se entiende por amortización de acciones: extinción de la posición de socio exige a su vez la reducción del capital social por razón del nominal de las acciones amortizadas. Entre otras definiciones tenemos la de Paz Ares “Lo específico de estas acciones reside en que, de antemano, se emiten para ser rescatadas o recompradas por la sociedad al cabo de un tiempo y en las condiciones previstas estatutariamente. Paz Ares, C.: “Negocios sobre propias acciones” en AA.VV.: *La Reforma del Derecho español de Sociedades de Capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987, p. 527. Las acciones rescatables son un tipo de acciones que se caracterizan por que su supervivencia está sujeta a la voluntad de la sociedad emisora, del titular de la acción o de un hecho externo, de forma tal que, si así lo desea la sociedad o los accionistas, o al acaecer el evento predispuesto, la sociedad tiene la obligación de adquirir las acciones en cuestión en los términos previstos en el respectivo acuerdo de emisión. Vid. Mardones Osorio, M.: “La emisión de acciones rescatables por sociedades anónimas” en: *Foro de Derecho Mercantil: Revista Internacional*, Bogotá: Legis Editores, 2010, pp. 135-199 Las acciones rescatables son acciones que en el acto de su creación se emiten con la calidad de recuperables por la sociedad emisora a cambio del reembolso del contravalor a sus titulares. Yanes Yanes, Pedro, “Acotaciones sobre la función económica y otras utilidades de las acciones rescatables” en *Anales de la Facultad de Derecho*, ISSN 0075-773x, N.º 19, 2002, pág.288 Es este el sentido que Companies Act de 1985 estableció a las reedemable shares cuando destacaba junto a la necesaria previsión estatutaria para su emisión, el cómo serán rescatadas por la sociedad en el tiempo y bajo las condiciones establecidas en la emisión conforme a las previsiones ya detalladas. Cfr. Sec. 159 y 160 Companies Act de 1985

acciones, resultando imprescindible delimitar en donde es que reside el carácter que define a las acciones redimibles.

i. La Cláusula de Rescate y la redención de acciones

En la doctrina internacional se ha desarrollado un fuerte lazo entre las acciones rescatables y la denominada cláusula de rescate, al punto de ser considerada un elemento configurativo de la figura analizada¹⁸⁷, lo que es bastante comprensible si tomamos en consideración que la legislación inglesa estableció como requisito para la válida colocación, la previsión de dicha cláusula en estatutos¹⁸⁸. Frente a ello encontramos el hecho que el uso de cláusulas de rescate no es una novedad en nuestra práctica mercantil, sin embargo, las acciones redimibles no se encuentran desarrolladas ni en la doctrina, ni en el mercado de valores.

Partimos por definir la cláusula de rescate como el acuerdo a través del cual la sociedad se encuentra habilitada, valga la redundancia, a recuperar los valores emitidos al mercado,¹⁸⁹ esto es, **“recobrar lo que, por título, aun legítimo, ha pasado a domino ajeno; ya sea casualmente, ya en virtud de un título obligatorio”**,¹⁹⁰ para ello la sociedad instrumentaliza un negocio de rescate cuya causa, *fin*, puede variar en cada caso concreto.¹⁹¹

¹⁸⁷ El acuerdo de emisión de rescatables, en lo que hace a la definición del status soci, el titular de acciones rescatables tiene el siguiente contenido: (i) la completa configuración jurídica de la posición del socio titular de acciones rescatables hasta el momento del rescate; (ii) La cláusula de rescate. Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 257

¹⁸⁸ En dicha cláusula podrían encontrarse establecidos los puntos esenciales de la operación o simplemente la habilitación para su futura emisión. La habilitación estatutaria pasó a formar parte del conjunto de mínimos que la II Directiva resguardo para las acciones recuperables, así de acuerdo a lo establecido en su art. 39. para la recuperación de las acciones rescatables está deberá encontrarse autorizada por los estatutos sociales de constitución antes de la suscripción de las acciones recuperables.

¹⁸⁹ En un sentido más restringido Fernández del Pozo define la cláusula de rescate como toda aquella estipulación que contempla la retirada de las acciones afectas, aunque esta retirada no entrañe la amortización de las acciones; por ejemplo, mediante la previsión de la enajenación de acciones a un tercero o la adquisición de las mismas por la sociedad. Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 158 o la definición de Perdices Huetos quien la comprende como “clausulas estatutarias que, en determinadas circunstancias imponen al socio la obligación de transmitir sus acciones a favor de la sociedad, de otros socios, o de terceros. Perdices Huetos, Clausulas restrictivas de la transmisibilidad de acciones y participaciones, Civitas, 1997, p. 249 y ss.

¹⁹⁰ Cabanellas Guillermo. Diccionario de Derecho Usual. Tomo VII. Editorial Heliasta, Buenos Aires, pp. 69 y 176 Este amplio concepto es aplicable para las acciones y obligaciones, y es que tal como reconoce Fernández del Pozo: “la cualidad de rescatabilidad no es un atributo exclusivo de las acciones de las sociedades anónimas. La rescatabilidad puede injertarse en otros valores emitidos por la sociedad distintos de las acciones” Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 209 En el mismo sentido Villacorta: “la cualidad de rescatabilidad no es atributo exclusivo de las acciones. La posibilidad de rescate (...) puede incorporar a otros valores emitidos por la sociedad distinto de las acciones, por ejemplo, las obligaciones.” Villacorta, op. cit., p. 242

¹⁹¹ Así las cosas, podemos observar que la sociedad puede rescatar sus participaciones ya sea porque el socio decide ejercer la opción de salida (opción *put* ejercida a través del receso) o porque es la propia sociedad quien decide ejercerla (opción *call* a través de la exclusión) En ambos casos estamos parados ante un mismo negocio jurídico de rescate, lo que cambia es la causa del negocio (i) *Cláusula de rescate (implícito)* Dicho lo anterior

Por otro lado, la operación “*rescate de acciones*” no es definida en nuestra legislación. Sin embargo, encontramos una referencia al rescate de obligaciones como la adquisición que realiza la sociedad de las obligaciones emitidas, a efecto de amortizarlas: por pago anticipado, por oferta de rescate dirigida a todos los obligacionistas, en cumplimiento de convenios celebrado con el sindicato de obligacionistas, por adquisición en bolsa, y por conversión de acciones¹⁹². Quizás dicha disposición contenida en el art. 330 LGS resulta ser extensible al rescate de acciones redimibles.

Para resolver esta duda analizaremos el D.S. N°179-2014-EF-Texto refundido de la ley del Impuesto a la Renta-, la Ley de Canje y redención de acciones de inversión -Ley N° 28739-, la Res. SBS N° 4595-2009, y las formulaciones desarrolladas en la ley y doctrina del derecho internacional sobre dicha materia.

(i) *Legislación y doctrina comparada*

La redención de acciones fue desarrollada por primera vez en **Inglaterra** (s. XX), con la práctica de las acciones redimibles constituyéndose para 1929 en la primera excepción a la regla de prohibición de adquisición de acciones propias.

Luego, en póstumas regulaciones junto a la *redemption of redeemable shares* en el sistema inglés se reconocieron otros supuestos de adquisición: (i) la recompra de acciones – *Repurchase of shares*¹⁹³, (ii) la adquisición de acciones para una reducción de capital¹⁹⁴, (iii) la compra de acciones motivada en una orden judicial, (iv) la adquisición de acciones que se encontrasen totalmente pagadas¹⁹⁵. Sin embargo, todos estos supuestos de adquisición se

podemos concluir que las acciones nacen con cláusula de rescate implícita. (...) El derecho de rescate para evitar un daño grave es una típica cláusula de rescate implícita. (ii) *Cláusula de rescate (explicito)* Todos sabemos que el capital puede ser rescatado en cualquier momento o en fecha determinada o a opción de la sociedad, a opción del socio o de un tercero. Fuera de los casos mencionados en (i) anterior, observamos que para que opere el rescate es necesario fijar ese derecho en condiciones de emisión específicas Van Thienen, Pablo Augusto, Rescate de acciones por justa causa de exclusión en la sociedad anónimas; dos precedentes muy interesantes (Análisis de. los casos “Microómnibus Ciudad de Buenos Aires SA” y “Nargam SA” Recuperado de: <http://www.cedeflaw.org/pdfs/201282618737-1.pdf>

¹⁹² Artículo 330 Ley General de Sociedades. La sociedad emisora puede rescatar las obligaciones emitidas, a efecto de amortizarlas: 1. Por pago anticipado, de conformidad con los términos de la escritura pública de emisión; 2. Por oferta dirigida a todos los obligacionistas o a aquellos de una determinada serie; 3. En cumplimiento de convenios celebrados con el sindicato de obligacionistas; 4. Por adquisición en bolsa; y, 5. Por conversión en acciones, de acuerdo con los titulares de las obligaciones o de conformidad con la escritura pública de emisión.

¹⁹³ CA 2006 S. 684 a 689.

¹⁹⁴ CA 2006 S. 659 (2)

¹⁹⁵ CA 2006 S. 659 (1)

condicionaron a la confluencia de su necesaria cancelación (amortización)¹⁹⁶. Con esta lógica las *redeemable shares* fueron importadas al derecho supranacional bajo el nombre de acciones recuperables, de forma que la sociedad se comprometía desde su emisión a recuperar estos valores para su inmediata amortización.¹⁹⁷

En **España**, al igual que el caso peruano, no se llega a especificar legislativamente de que trata el rescate de acciones¹⁹⁸, sin embargo, en la doctrina ha desarrollado diversas acepciones.

Antonio Pérez de la Cruz Blanco¹⁹⁹ sostiene que el rescate de acciones es una de las modalidades de reducción del capital social, aquella que en la actualidad se conoce como *reducción por devolución de aportes sociales*, y lo hace de la siguiente manera:

*“Para el estudio de la problemática que esta modalidad de reducción plantea, es preciso diferenciar dos posibles hipótesis; que la sociedad adquiera en primer término las acciones y una vez en su poder sean amortizadas, o bien que se lleve a cabo la amortización de acciones sin que se proceda a la previa transferencia de títulos a la sociedad sino que esta se limita a compensar a sus propietarios, por vía de reembolso, con cantidad igual al importe nominal de los títulos que quedan, con ello, anulados. a) La primera de estas hipótesis, para cuya designación se halla generalizada en la doctrina la expresión **“rescate de acciones”** ha sido recogida por nuestra LSA [...] al ocuparse en concreto de la normatividad de **la adquisición por la sociedad de sus propias acciones en el artículo 47º**. Como es sabido, este artículo descansa sobre el presupuesto general de la prohibición de adquirir las acciones propias a título oneroso [...]. Ello, no obstante, la ley ha previsto dos hipótesis en que dicha adquisición está permitida, siempre que las*

¹⁹⁶ El “lenguaje judicial (británico) casi siempre ha fallado en diferenciar el proceso de redención de acciones de otros procesos similares que involucran la readquisición de acciones por la sociedad y una distribución de fondos a sus socios. En estricto, el derecho a redimir nace de una estipulación en el pacto social, en los estatutos o en los certificados de acciones que existen desde el momento en que las acciones fueron creadas y que se obtiene con respecto a todas las acciones de una clase dada. Una compra de acciones, del otro lado, aunque también resulta en un rescate de las acciones y una distribución de fondos al accionista, es producto de un acuerdo específico entre la sociedad y el accionista individual.” Julio Salas Sánchez cita la segregación realizada por el ilustre Josiah Macy, p. 889. Cfr. Salas Sánchez, Julio., op. cit., p. 119

¹⁹⁷ En la doctrina internacional ya se había reconocido la posibilidad de mantener las acciones recuperadas bajo un régimen de custodia temporal, la autocartera, sin embargo, hemos de tomar en consideración que la II Directiva es del año de 1976 y la posibilidad de mantener acciones en autocartera –treasury shares– se estableció en Inglaterra recién en el año de 1985.

¹⁹⁸ Al igual que en el caso peruano únicamente se encuentra regulado el rescate de obligaciones en la Ley de Sociedades de Capital, resultando peculiar la similitud que esta posee con el sistema nacional. Real Decreto Legislativo N° 1/2010 Art. 430 La sociedad podrá rescatar las obligaciones emitidas a) Por amortización o por pago anticipado, de acuerdo con las condiciones de la escritura de emisión. b) Como Consecuencia de los convenios celebrados entre la sociedad y el sindicato de obligacionistas. c) Por adquisición en bolsa, al efecto de amortizarlas. d) Por conversión en acciones, de acuerdo con los titulares.

¹⁹⁹ Pérez de La Cruz Blanco, Antonio, op. cit., 1973, p. 292

acciones vayan a ser objeto de inmediata amortización. La diferencia entre una y otra de estas hipótesis queda establecida en función de la naturaleza de los fondos que la sociedad emplea para financiar la operación, según se trate, de beneficios o reservas libres, esto es, lo que la ley llama efectivos de libre disposición, o de fondos destinados a la cobertura del capital, [...]”

Esta forma de comprender el rescate de acciones no es apoyada por Luis Fernández del Pozo, quien sostiene la teoría de haberse producido en España una especialización terminológica del “rescate de acciones”, en virtud del reconocimiento legislativo de las rescatables en 1989. Para este último autor el rescate de acciones quedó irremediamente vinculado a la amortización *de acciones que se produce en ejecución de una cláusula estatutaria de rescate*²⁰⁰, siendo esta última, en estricto, aquella cláusula estatutaria que contiene las condiciones y modalidades para la amortización de acciones rescatables.

Fernández del Pozo explica que la especialización terminológica permite diferenciar la cláusula de rescate de las redimibles, del conjunto infinito de cláusulas de rescate que se pueden llegar a estructurar, presentando como ejemplo la siguiente lista: “i) *La cláusula simple o meramente autorizadora de la amortización de acciones*; ii) *La cláusula de amortización preferente que suele contenerse en la descripción de las acciones de determinada clase (como por ejemplo, en las acciones sin voto)*; iii) *La cláusula estatutaria en la que se regula un derecho de separación del socio*, iv) *La cláusula estatutaria de exclusión de socio*; v) *La cláusula de rescate, sin amortización de acciones, consistentes en el establecimiento del derecho/obligación de enajenar/adquirir las acciones a cargo o en favor de la sociedad, del socio o de terceros*; iv) **la cláusula de rescate en sentido estricto: la de las acciones rescatables**²⁰¹

Esta es la razón por la cual Fernández del Pozo considera oportuno desarrollar una concepción amplia, conforme a la cual cláusula de rescate era “*toda aquella previsión que contempla la retirada de las acciones afectadas, aunque esta retirada no entrañe la amortización de las acciones*”²⁰².

Sin embargo, una cosa es la cláusula de rescate y otra, la operación de rescate. Analizaremos las percepciones previamente desarrolladas con la finalidad de obtener una adecuada respuesta.

²⁰⁰ Cfr. Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 157

²⁰¹ Ibidem

²⁰² Cfr. Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 157-164

En primer lugar y respecto a la construcción de Fernández del Pozo, considero que existe en ella un conflicto puesto que habiendo reconocido en primera instancia a las cláusulas de rescate como previsiones estatutarias que regulan la amortización de acciones rescatables, pasa a puntualizar la existencia de otras cláusulas con fines de rescate cuya efectividad no implican una amortización de las acciones afectadas con ellas; situación que nos permite concluir que los acuerdos *de rescate o retorno de acciones* no buscan en sí mismas la retirada de las acciones -recisión parcial del contrato social-, por el contrario algunas son efectivizadas a través de oportunos negocios de transmisión dispuesta desde sus inicios a favor de terceros, socios e incluso la propia sociedad –autocartera- produciéndose así una novación subjetiva en el contrato social²⁰³.

Por lo previamente expuesto, sostengo la teoría que la cláusula de rescate no es exclusiva de las acciones redimibles; y esta sería la razón que explique que aun siendo conocidas las cláusulas de rescate por nuestra práctica societaria, la institución de las acciones redimibles no posea el desenvolvimiento respectivo dentro del mercado nacional.

Luego, la postura de Pérez de La Cruz Blanco sobre el rescate de acciones es una concepción del derecho histórico español, independiente de las rescatables, pero relacionada con el antiguo procedimiento de “amortización de capital”²⁰⁴ basado en la adquisición que la sociedad realizaba de sus acciones con los beneficios obtenidos de su gestión, o por medio de reservas disponibles, momento a partir del cual el titular dejaba de ostentar la calidad de accionista; y las acciones debían ser amortizadas, y con ello actuarse la correspondiente reducción de la cifra capital social.

En la actualidad la normativa española regula el procedimiento, que conocieron como, “amortización de capital” a través de dos mecanismos: la *reducción de capital con cargo a beneficios o reservas*, por un lado, y la amortización de acciones adquiridas por la sociedad sin desembolso; siendo el primero de ellos el mecanismo de financiación predilecto para

²⁰³ Son teóricamente posibles: (i) Cláusulas de rescate sin amortización; (ii) Cláusulas de rescate mediante amortización de acciones; y por fin (iii) Cláusulas de rescate «mixtas» con amortización y/o sin amortización de acciones” Ibidem

²⁰⁴ Procedimiento muy antiguo, aunque ha tomado protagonismos por ser uno de los medios establecidos –por ley- para financiar las acciones rescatables. Concretamente, es el método perfecto para financiar la clase de acciones cuyo privilegio sea el rescate previamente determinado. (...). El Derecho español no recoge el término «amortización de capital», sino únicamente el de amortización de acciones. La denominación «amortización de capital», tan solo se encuentra en la reserva del mismo nombre en la legislación contable (...). La amortización de capital es un concepto diferente más restringido al de amortización de acciones. La amortización de capital es una figura independiente del aumento de capital y de la disminución de capital, con unos efectos diferentes sobre los derechos de los socios y acreedores. Villacorta Hernández, Miguel Ángel, *Figuras a mejorar en el nuevo Código Mercantil: amortización de acciones* en Revista de Derecho Bancario y bursátil, ISSN 0211-6138, año N°33, N° 133, 2014 p. 363 Vid. Supra.

efectivizar el acuerdo de rescate contenido en las acciones rescatables conforme a lo establecido en el art. 92 ter. 1 LSA de 1998.²⁰⁵

Otro autor español que define al rescate como operación de adquisición de acciones propias es García-Cruces González cuando nos dice *“El rescate, tiene como característica propia el hecho de configurar un supuesto de adquisición necesaria de las propias acciones cuyo resultado, sin embargo, no deriva en la constitución de autocartera alguna pues los valores adquiridos son amortizados como consecuencia de tal adquisición”*²⁰⁶ Hemos de puntualizar que el autor ha encuadrado esta definición para el caso concreto de las acciones redimibles, fuera de ello la sociedad puede constituir autocartera.

En América Latina la Ley de Sociedades Comerciales de Argentina habla del rescate de acciones²⁰⁷ como una de las materias restringidas a la asamblea extraordinaria de accionistas, sin llegar a especificar de qué trata la misma. Sin embargo, dentro de su doctrina, Antonio Brunetti sostiene que el rescate se concibe como un particular caso de reducción del número de acciones, el cual era efectivizado a través de su *adquisición*, procediendo la sociedad a rembolsar al titular su cuota dentro del capital, o procediendo a entregar acciones de disfrute con el fin de anular el valor adquirido²⁰⁸.

Explicaba Brunetti que la operación de rescate era efectiva *“cuando, por ejemplo, el capital de la sociedad resulte excesivo la sociedad reembolsa a los accionistas de una parte*

²⁰⁵ La amortización de las rescatables por el sistema descrito en el artículo 92 ter. 1 LSA no es más que una reducción de capital social de las que en derecho español se conoce como reducción con cargo a beneficios o reservas libres Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 278 Como decía Pérez de la Cruz Blanco el rescate de acciones si bien puede ser considerado como una de las modalidades de amortización de dichos valores [acciones], no abarca todos los supuestos de esta operación y tiene características específicas. Pérez de La Cruz Blanco, Antonio, op. cit., 1973, p. 292

²⁰⁶ García-Cruces Gonzales, J., op. cit., p. 929 *“La amortización de las acciones rescatables tiene su origen en el rescate o adquisición de tales valores por la Sociedad emisora de los mismos y en la consecuente y obligatoria reducción de capital social. (...), el efecto de la anulación o amortización de tales acciones es siempre resultado al que conduce su rescate, efectuado de conformidad con las previsiones adoptadas en estatutos y en el acuerdo de emisión. Ibidem p. 953*

²⁰⁷ Artículo 235.- Corresponde a la asamblea extraordinaria todos los asuntos que no sean competencia de la asamblea ordinaria, la modificación de estatutos, y en especial: 1) Aumento de capital, salvo el supuesto del artículo 188. Solo podrá delegar en el directorio la época de la emisión, forma y condiciones de pago; 2) Reducción y reintegro del capital; 3) Rescate, reembolso y amortización de acciones, 4) Fusión, transformación y disolución de la sociedad, nombramiento, remoción y retribución de los liquidadores, escisión, consideración de las cuentas y de los demás relacionados con la gestión de estos en la liquidación social, que deban ser objeto de resolución aprobatoria de carácter definitivo; 5) Limitación o suspensión del derecho de preferencia en la suscripción de nuevas acciones es conforme al artículo 197, 69 emisión de debentures y su conversión en acciones, 7) emisión de bonos.

²⁰⁸ Brunetti, Antonio. *“Tratado del Derecho de Sociedades”*, Tomo III, Unión Tipográfica Editorial Hispano América, Buenos Aires. Como se puede ver *“el rescate de acciones se formula dentro de un proceso de reducción de capital excedente, dentro del cual la sociedad decide adquirir cierto número de acciones a los titulares de las mismas, pagando por ellas o entregando a cambio acciones de disfrute, con el fin de anularlas posteriormente* Córdova Arce, Alex., op. cit., p. 12

*del mismo, ya sea reduciendo el valor nominal de todas las acciones, ya sea comprando una parte de aquellas al precio corriente. El mismo acto constitutivo puede establecerse que una parte de las acciones sean rescatadas mediante sorteo y de esta forma reembolsadas. Naturalmente, los títulos de las acciones rescatadas han de ser destruidos o anulados”*²⁰⁹

A *contrario sensu*, Francisco Garo sostiene que el rescate es una operación de adquisición de la sociedad de sus propias acciones, muy similar a la reducción de capital ya que “*por ambas operaciones el accionista de quien la sociedad adquiere las acciones a los fines indicados, deja desde ese momento de ser tal, aunque puede volver a serlo si la sociedad pone nuevamente en circulación dichos títulos, en el primer caso, u otros en el segundo, esto es, cuando la disminución es seguida por el aumento de capital. Se diferencia en que en el rescate no se extinguen las acciones, si es propiamente tal, pueden ser puestas nuevamente en circulación. En cambio, la adquisición por disminución de capital las acciones objeto de la operación se extinguen, desaparecen del mercado*”²¹⁰

Diferente forma de proceder encontramos en **Uruguay**. La Ley 16.060, Ley de Sociedades Comerciales, reconoce al rescate de acciones como uno de los procedimientos a través del cual se lleva a cabo la reducción del capital integrado (art. 290°), y se caracteriza por el pago del valor de las acciones para retirarlas definitivamente de circulación, con reducción o no del capital social. En este último caso, deberá atribuirse nuevo valor nominal proporcional a las acciones remanente.²¹¹

La ley 16.060 diferencia el rescate de la amortización de acciones en los siguientes aspectos: i) *finalidad*, la amortización se dirige a devolver a sus socios el valor de sus aportes, ii) la *fuerza de financiación utilizada*, puesto que la amortización únicamente podrá ser sostenida con cargo a ganancias realizadas y liquidas; y en específico iii) *al hecho que el titular de los valores amortizados no se desvinculan de la sociedad* puesto que en caso de producirse una amortización parcial de sus valores recibirá acciones de goce, las cuales son valores que reconocen un derecho a percibir sumas dinerarias cuando se decida el reparto de utilidades durante el plazo de tiempo que llegase a determine la sociedad emisora.

Como podemos ver existe en la doctrina internacional una diversidad de acepciones sobre el rescate o redención de acciones, cada una de ellas han sido confeccionadas en razón de lo que acontece en su propia legislatura, por lo que el peruano, Dr. José Talledo Mazú manifiesta sus dudas acerca de lo comprendió el legislador nacional al regular la redención o

²⁰⁹ Cfr. Brunetti, Antonio. “Tratado del Derecho de Sociedades”, pág. 180

²¹⁰ Cfr, Garto Francisco, “Sociedades Anonimas”, Tomo I, Ediar Editores, Buenos Aires, 1954 págs. 241-247

²¹¹ Ley de Sociedades Comerciales Uruguay, Ley 16.060, Artículo 310

rescate como hecho imponible de trascendencia tributaria; “¿Cabe pensar que lo que el legislador entiende por redención o rescate es lo que fluye de esa doctrina –tributaria- y legislación (LIR) o, alternativamente que las ha utilizado atendiendo la semántica de esas voces? ¿No será más bien que señala esas operaciones en cuanto realizables sobre determinados valores mobiliarios de acuerdo a nuestra legislación?”²¹².

(ii) *Legislación y doctrina nacional*

Dentro de nuestra legislación no existe dispositivo que defina la redención o rescate de acciones, a ello se suma que la doctrina se avoque su estudio y análisis desde una perspectiva netamente tributaria, dada la escueta redacción del, recientemente modificado, art. 2 de la Ley del Impuesto a la Renta (LIR), donde se establece:

Artículo 2.- *Para efectos de esta ley, constituye ganancias de capital cualquier ingreso que provenga de la enajenación de bienes de capital. Se entiende por bienes de capital aquellos que no están destinados a ser comercializados en el ámbito del giro del negocio o de empresa. Entre las operaciones que generen ganancias de capital, de acuerdo a la ley, se encuentran:*

a) *La enajenación, **redención o rescate**, según sea el caso, de acciones y participaciones representativas del capital, acciones de inversión, certificados, títulos, bonos y papeles comerciales, valores representativos de cedulas hipotecarias, certificado de participación en fondos mutuos de inversión en valores, obligaciones al portador y otros valores mobiliarios. (...)*²¹³

Respecto a este artículo, el tributarista peruano Alex Córdova Arce sostiene:

*“Tanto la «redención» como el «rescate» de valores aluden al emisor de los títulos, es decir ambas constituyen operaciones que lleva a cabo el obligado o deudor a fin de extinguir las obligaciones que tiene frente al acreedor en forma anticipada o distinta a la normal (...) tales transacciones se materializan **cuando se paga la obligación antes de la fecha de vencimiento establecida**, extinguiéndose de esa manera la deuda a cargo del obligado o emisor de los valores. Si bien a partir de ello podría sostenerse que las acciones no pueden ser objeto de redención o rescate (...) no puede dejarse de reconocer*

²¹² Cfr. Talledo Mazú, César. “Ponencia General: Incidencias del Impuesto a la Renta en las operaciones societarias”, XI Jornadas de Nacionales de Derecho tributario, archivo recuperado en: www.ipdt.org/uploads/docs/01_Talledo_Cesar_PG_XI_J_2010_IPDT.pdf, Lima: IPDT, 2010, p.15

²¹³ Inciso a del artículo 2° modificado por el artículo 3° del Decreto Legislativo N° 1120, publicado el 18.07.2012 vigente a partir del 01.01.2013

que la propia Ley General de Sociedades admite la posibilidad que la sociedad adquiriera sus propias acciones para cualquier de los fines previstos en dicha Ley, operación que la doctrina tipifica como “rescate de acciones”. Por tanto, puede concluirse que las figuras materia de análisis (redención o rescate) son aplicables a las acciones representativas de capital social, y en este caso, se refieren a la adquisición de acciones de propia emisión regulada en el artículo 104 de la Ley General de Sociedades, ya sea para amortizarlas o mantenerlas en cartera.”²¹⁴

Por otro lado, Talledo Mazú sostiene: “en nuestra legislación las operaciones de rescate y redención de títulos valores son extrañas a las acciones representativas del capital”²¹⁵; conclusión que obtiene luego de analizar el conjunto de previsiones que hacen referencia a las operaciones de redención y rescate, en nuestra legislación

“De esa manera:

- *El artículo 2 de la Ley N° 28739, que promovió el canje o redención de las acciones de inversión, definió la redención como “el acto por el cual los titulares de acciones de inversión disponen de dichos valores a cambio del pago de su precio en dinero, con la finalidad de que la empresa las amortice para todos los efectos legales con arreglo a esta Ley”. Para concretar la redención las empresas debían formular una oferta, que, aceptada por el titular, generaba un derecho de crédito a favor de este. **La redención luce aquí como una venta de la acción por su titular a la emisora, en base a una oferta de compra formulada por ésta en las condiciones prefijadas en la ley, con fines de amortización.***

*Es de notar que ya la Tercera Disposición Final del TUO de la Ley de Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo N° 093-2002-EF, preveía que las empresas emisoras de acciones de inversión podían “convenir libremente” con sus tenedores la redención de esos títulos. **Con anterioridad, la Ley N° 27028 había otorgado a los titulares de acciones de inversión el “derecho a solicitar la redención de sus acciones” en los mismos casos que según la Ley General de Sociedades opera el derecho de separación del accionista y sujetaba el ejercicio del derecho redención al procedimiento de ejercicio de este otro derecho. Se desprende de estas dos***

²¹⁴ Cfr. Córdova Arce, Alex. “Naturaleza y régimen de los beneficios derivados de la redención o rescate de acciones representativas del Capital Social”, Ponencia individual, VIII Jornadas de Nacionales de Derecho tributario, En: VIII Jornadas Nacionales de Derecho Tributario. Lima: IPDT, 2004, p. 15

²¹⁵ Talledo Mazú, César, Op. cit., p. 16

últimas disposiciones que la redención estaba regulada como amortización de la acción de inversión con pago de su valor, a iniciativa de su titular.

- *El artículo 300 de la Ley N° 26887, Ley General de Sociedades, prevé que la sociedad emisora de obligaciones puede rescatarlas a efectos de amortizarlas, mediante su pago anticipado de conformidad con los términos de la escritura pública de emisión, por oferta dirigida a los obligacionistas, en cumplimiento de convenios celebrados con el sindicato de obligacionistas, por adquisición en bolsa y por conversión en acciones. Esta diversidad de medios de rescate de las obligaciones, pone de manifiesto **que la operación consiste, en general, en el retiro de circulación del título y que no es únicamente el pago anticipado de la obligación y, además que no necesariamente tiene lugar a través de la adquisición de los títulos por la emisora.***
- *La Ley de Títulos Valores (N° 27287) sujeta la redención y rescate de los certificados de participación en fondos mutuos de inversión en valores y en fondos de inversión (artículo 261, numeral 261.2) y de los valores emitidos en procesos de titulización (artículo 262, numeral 262.2) a la ley de la materia, y la de obligaciones distintas a los bonos y papeles comerciales (artículo 264, numeral 264.3) a las condiciones que dicte la CONASEV.*
- *El artículo 88 el TUO de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo N° 093-2002-EF, prevé en caso de oferta pública primaria para la colocación de bonos el contrato de emisión debe contener, entre otras características de la emisión, las concernientes al rescate de los títulos. A su vez, el artículo 89 ordena proveer un trato equitativo para todos los obligacionistas, si la oferta se ha previsto el rescate anticipación de los títulos.*
- *El artículo 243 del referido Texto Único Ordenado también ordena que el Reglamento Interno de los Fondos Mutuos debe contener normas “para (...) (el) rescate, transferencia y redención de los certificados de participación”. Con ello se da a entender que el rescate y la redención son operaciones diferentes. (...)*

- Finalmente, el Decreto Legislativo N° 862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradores, establece en su artículo 3 que las cuotas de dichos fondos no son susceptibles de rescate ni reembolso”.²¹⁶

A partir de estos preceptos, Talledo Mazu desarrolla las siguientes premisas:

1. Las diversas referencias que en nuestra legislación positiva se realizan sobre la redención o rescate aluden a valores distintos a las acciones representativas de capital,
2. Ambas operaciones suponen un reembolso o pago del valor del título *con fines de amortización*.
3. La posibilidad de realizar una u otra operación debe estar contemplada en el acto de emisión del título o resultar de un mandato legal.
4. La redención opera a iniciativa del tenedor del título y el rescate tiene lugar a veces a iniciativa de la sociedad emisora y otras del tenedor del título.
5. Según el título que se trate estas operaciones podrán realizarse mediante compra o reembolso directo del título, y
6. La más de las veces el rescate viene a constituir un derecho de quien toma la iniciativa del acto y una obligación de la otra parte.²¹⁷

Avanzando en su razonamiento, Talledo Mazú resalta la función de la expresión “según sea el caso” que el art. 2 de la LIR ubicada entre “enajenación, rescate o redención” y termina por sostener que su tarea es la de hacer entender que solo si las leyes de la materia lo disponen, se podrá llevar a cabo la enajenación, rescate o redención de los valores enumerados por la LIR.²¹⁸

²¹⁶ *Ibíd.* El resaltado es nuestro

²¹⁷ *Ibíd.*, p. 17

²¹⁸ En esta misma línea se encontramos al Doctor Aserreto afirma que el “significado de la palabra redención para efectos de lo dispuesto en la Ley del Impuesto a la Renta, (...) alcanza a toda liberación o extinción de obligaciones” el cual comprende únicamente a la amortización de acciones que se produce como consecuencia de la reducción de capital con reembolso puesto que en ultimo termino las acciones representan una obligación pecuniaria de la sociedad con los accionistas de la cual se liberada con su amortización. Ambos vocablos, redención y rescate, poseen un significado disímil, fundamentándose en el hecho de ser considerados ambos conceptos al regular materia tributaria, así “descartamos la aplicación del término “rescate” a la reducción reembolso, pues en todo supuesto el “rescate” supone recobrar algo que estuvo en poder de un tercero, siendo que ello supone la subsistencia de aquello que es rescatado, situación que se presenta en el caso de adquisición por la sociedad de acciones de propia emisión (de ahí el uso del término en la doctrina mercantil) pero que no se presenta en la reducción de capital con reembolso, pues en ese caso las respectivas acciones desaparecen por efecto de su amortización. Assereto Bossio, Juan José, “Reducción de capital con reembolso – Cuestiones relativa al accionista”, Ponencia individual, XI Jornadas de Nacionales de Derecho tributario, archivo recuperado de: http://www.ipdt.org/uploads/docs/02_Assereto_Juan_Jose_PI_XI_J_2010_IPDT.pdf. Lima: IPDT, 2010, p. 5

Finalmente, sostiene que el hecho de no encontrarse regulado el rescate de acciones, no implica que esta operación se encuentre prohibida, y tomando en consideración lo que implica el rescate y amortización de los valores de deuda, el rescate de acciones deberá *“importa(r), como mínimo, el pago por la sociedad del valor nominal de la acción, en tanto no haya pérdidas que lo afectan”*²¹⁹, destacando, que ello solo podrá tener lugar vía reducción de capital previamente acordada por la sociedad o por la compra que la sociedad realice de sus propias acciones.

La postura de Talledo Mazú es tomada por la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT) en la emisión del Informe 104-2006-SUNAT/2B0000, cuando establece la *“redención o rescate* de acciones como una operación societaria del tipo *negocios sobre acciones de propia emisión* a través de la cual la sociedad rembolsa a su titular el valor de sus acciones buscando retirar estas últimas de circulación.²²⁰

Tal como lo establece la norma tributaria, el objeto de redención puede ser cualquier acción emitida por la sociedad, siendo lo que distingue a las redimibles la previsión estatutaria y obligatoriedad de su realización, en otras palabras, la redención se da en mérito de la activación de una estipulación prevista en el acto de creación de las acciones redimibles.²²¹

(iii) *¿Necesaria amortización?*

Sala Sánchez dice: *“Se ha señalado previamente que la redención es un acto jurídico societario distinto y previo a la amortización, constituyendo la segunda la anulación o cancelación de las acciones y puede o no ocurrir tras una redención, siempre bajo los límites del artículo 104 de la Ley General de Sociedades. Pese a dicha diferencia en ocasiones se ha empleado el término acciones amortizables como un sinónimo de acciones redimibles.”*²²²

Frente a este comentario, nos preguntamos, ¿La amortización, inmediata resulta propia de los valores redimibles o, esta “operación atada” se sustenta en la simple importación de la figura?

²¹⁹ Talledo Mazú, César. Op. Cit., p. 20

²²⁰ En el mismo sentido García Cruces: Si atendemos a la práctica anglosajona podrá comprobarse que la “redemption” de estos valores se sustancia en su adquisición –al cumplimiento de la condición o vencimiento del plazo- por parte de la sociedad que los emitiera. Del tenor de las previsiones legales contenidas en el art. 39 de la Directiva 77/97/CEE (...) el rescate que caracteriza a estos valores encierra un supuesto de adquisición de tales acciones por parte de la sociedad que los emitiera. Gonzales García-Cruces, op. cit., p.3- 4, Velasco San Pedro para quien las acciones rescatables son acciones que fueron emitidas o entregadas por la sociedad con una cláusula de remisión o reventa a la misma (...) Velasco San Pedro, L., “La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones”, Valladolid, 1985, pp. 52-53

²²¹ Sala Sánchez, J., op. cit., p. 115

²²² Cfr. Sala Sánchez, J., op. cit., p. 120

Como ha quedado asentado, la aversión del sistema inglés por la adquisición de acciones de propia emisión se flexibilizó a través del reconocimiento de las redimibles. Sin embargo, estableció como medida preventiva la inmediata cancelación de los valores una vez adquiridos. Es con esta funcionalidad que las acciones redimibles fueron importadas al espacio europeo, específicamente a España donde el rescate de acciones comporta una modificación de estatutos en razón de la reducción de capital social, y donde el término acción amortizable es sinónimo de las acciones rescatables.

Sin embargo, considero que la forma de proceder de la Comunidad Europea no fue la adecuada.

En la II Directiva el tópico “adquisición de acciones por la sociedad” se desarrolló de la siguiente manera (i) Prohibición tajante de la auto-suscripción de acciones (Art. 19), y (ii) Sí los estados miembros accedieran a reconocer a sus sociedades la facultad de adquirir acciones de propia emisión, deberán ser *autorizadas por la junta general, y deberá tratarse de acciones totalmente liberadas* (Art. 20). En cumplimiento de estas condiciones, y otros mínimos, se establece la regulación de las acciones redimibles, valores cuya recuperación se condiciona a su inmediata cancelación; tal como lo establecía el sistema inglés para 1976.

Como explicamos, para el derecho inglés el rescate de acciones redimibles es uno de los supuestos a través del cual se permite a la sociedad adquirir valores de propia emisión e inicialmente su validez se condicionaba a la concurrencia de su necesaria amortización. Sin embargo, para 1980 la *Companies Act* reconoce la posibilidad de mantener acciones en cartera, *treasury shares*; si la administración consideraba necesario mantenerlas lo podría hacer, previsión aplicable a las redimibles. Por lo que podemos concluir que la cancelación a la cual sentenció la comunidad europea a las acciones recuperables se sustentó en la perspectiva preventiva más en una medida preventiva de la figura, que, a su esencia, que financieramente no es más que la posibilidad de recuperar el valor de la inversión ingresada a la sociedad, instrumentalizando un negocio de adquisición de acciones propias.

Analicemos el contexto nacional. La adquisición de acciones es regulada en el art. 104 de la LGS, dispositivo que prevé como recursos de financiación: el capital social, los beneficios o reservas libres. En el primero de los casos la sociedad adquiere acciones a efecto de amortizarlas, y llevar a cabo una reducción efectiva del montante patrimonial que posee. Sin embargo, si la sociedad decidiera financiar la adquisición con reservas libres, no se encuentra obligada a amortizar los valores adquiridos, y aun amortizándolos no se encuentra obligada a reducir la cifra patrimonial capital social.

La funcionalidad en la que se puede expresar la adquisición de acciones de propia emisión nos permite afirmar que en el ordenamiento peruano se reconoce la amortización de capital al estilo francés o “*amortissement du capital*”, y la posibilidad de mantener las acciones recuperadas bajo un régimen temporal de autocartera

Comprender la operatividad del rescate permite sumergirnos adecuadamente al aspecto subjetivo que se estructura a favor del titular de las acciones rescatables, la temporalidad del estatus jurídico de socio explica, como nos dice Beltrán Sánchez. “*que la clase se base en la existencia misma de la condición de socio*”²²³, pues una vez producido el rescate acordado, el titular desaparece de la esfera jurídica interna de la sociedad emisora, en otras palabras, deja de ser socio.

ii. *El acuerdo de rescate de las acciones rescatables.*

Existiendo una gran variedad de acuerdos de rescate en la práctica mercantil hemos de especificar la naturaleza jurídica del acuerdo inmerso en la emisión de las acciones redimibles.

iii. *Ser una opción financiera «call option», «put option»*

Las opciones financieras son instrumentos derivados que confieren a sus titulares el derecho de comprar (*call options*) o vender (*put options*) un activo a un precio fijo en un futuro determinado.

Los usuarios de opciones financieras buscan ganar dinero más allá de obtener el activo subyacente al contrato, esto es buscan percibir una rentabilidad en la proporción que el activo aumente de valor, o cubriéndose de las pérdidas que pudiese llegar a padecer el valor objeto del contrato

Las opciones financieras son útiles para aquel inversor interesado en adquirir un activo cuya cotización considera incrementará en fechas, futuras asegurando su rentabilidad a través de una *call option*. En caso que no se produzca el aumento de la cotización lo único que perderá será el precio de la opción adquirida.

Si bien puede llevar a equipararse la funcionalidad de estos instrumentos a la de las acciones rescatables²²⁴, hemos de recordar que *las opciones son únicamente acuerdos*,

²²³ Beltrán Sánchez, E., op. cit., p. 206 Una idea similar es desarrollada por Villacorta Hernández que encasilla a estos valores dentro de la categoría híbridos de duración

²²⁴ El derecho de rescate dota al instrumento financiero de la versatilidad de las opciones financieras. Cuando el rescate es un derecho del emisor, las rescatables tienen una estructura análoga a las *call options* su emisión

totalmente independientes de los activos a los que subyacen. y que el inversor tomador podría llegar a adquirir, mientras que el acuerdo de rescate inmerso en la emisión de acciones rescatables es un elemento natural o principal del valor analizado; como el hecho que el comprador de una opción jamás podrá ser equiparado a un accionista, o que la cláusula de rescate sea calificada como un contrato de opción adherido a la emisión de acciones.

iv. Ser una cláusula limitativa de transmisibilidad

Un sector de la doctrina determina que la cláusula de rescate que caracteriza la emisión de rescatables resulta ser una cláusula limitativa de su libre negociabilidad, al restringir a su titular la posibilidad de transferirlas al ser la única beneficiaria y/u obligada a su adquisición la sociedad emisora, lo que no es totalmente cierto.

Es innegable que en la actualidad la sociedad anónima ha superado el modelo *intuitio rei* puro sobre el cual fue concebida, una de las principales causas ha sido la necesidad de proteger el elemento personal subyacente a estratégicas alianzas y relaciones de cooperación, y para lo cual las limitaciones estatutarias a la libre transmisibilidad de la acciones se vienen presentado como la medida más adecuada²²⁵ Sin embargo, Al constituirse en una excepción el uso de las referidas clausulas no pueden llegar a desconocer el aspecto básico de la acción, su transmisibilidad.

La tipología de esta clase de clausula es variada, puede referirse a cualquier negocio jurídico de transmisión de dominio, ya sea *inter vivos*, o *mortis causa*; implicar un derecho de preferencia a favor de quien se ha reservado la adquisición - derecho de tanteo y/o derecho de

permite a la sociedad un margen de flexibilidad en la restructuración financiera de sus recursos propios. En caso fuerte caída d los tipos d interés o de una mejora del “rating de solvencia” del emisor (que supone un abaratamiento de las condiciones de financiación), la sociedad puede utilizar el rescate para financiarse con la amortización de las rescatables. Cuando el rescate es a voluntad del accionista, las acciones funcionan de manera análoga a una “*put option*” lo que incrementa la liquidez dl instrumento. Con un determinado precio de rescate establecido, el accionista podrá cobra un precio superior al de cotización. Villacorta Hernández, M., Las rescatables y otros híbridos financieros, op. ci., p. 246

²²⁵ Es una realidad innegable que por un complejo de causas estas restricción se han multiplicado con rapidez en la práctica estatutaria hasta invadir incluso el terreno peculiar de la gran empresa típicamente capitalista y teóricamente inadecuada para recibir esas cláusulas, pero que las recibe, porque, a las razones de índole puramente personal que las originaron, se suman otras de naturaleza distinta, como son la necesidad de evitar que penetren en la sociedad personas interesadas en sociedades competidoras; la conveniencia de mantener en el seno de la empresa un determinado equilibrio de poderes, que se rompería cuando las acciones de un grupo pasasen a poder de otro o a personas extrañas a la sociedad; el deseo de impedir que puedan penetrar en la sociedad nuevos socios con fines puramente especulativos y otros. Garrigues, Joaquín y Uría, Rodrigo. Comentarios de la ley.... P. 470 y 471

retracto²²⁶, o la obligación de ejecutar una forzada enajenación por parte del titular de la acción afectada con la referida estipulación.²²⁷ Así podemos encontrar:

- *La cláusula de opción, conocimiento o tanteo*, subordina la eficacia de la transferencia de la acción a la aceptación de la sociedad emitente de la misma²²⁸. En la doctrina se ha sostenido que esta forma de limitar la transferencia se puede constituir en un verdadero veto de la sociedad, transgrediendo el principal carácter de la acción, bien esencialmente transferible, y convirtiendo al socio en esclavo de su propiedad.²²⁹
- *La cláusula de retracto* son acuerdos que comportan a la sociedad, socio o terceros un derecho de preferente adquisición. Su operatividad obliga al accionista comunicar a la sociedad su deseo de transferir sus acciones, está, a través de los órganos encargados, se hará responsable de dar a conocer al beneficiario o a los demás accionistas, que podrán proceder a ejercitar la opción otorgada por la referida cláusula. En el contenido de la cláusula han de quedar delimitadas previsiones como: precio, la existencia de un beneficiario, y el plazo dentro del cual podrá efectivizarse dicho acuerdo.

Las cláusulas analizadas poseen una tarea específica, buscan proteger cierto grado de subjetividad en la estructura social (*intuitio personae*), que no lo es propio a las acciones redimibles. El titular de una rescatable podrá transferir libremente su acción, y con la transmisión se ha sustituido un socio por otro, los derechos que tuviera el antiguo los tiene el nuevo y su influencia en la vida social es similar a la que tenía el socio precedente

²²⁶ El derecho de tanteo es la facultad que por ley o costumbre jurídica tienen una persona para adquirir algo con preferencia a los compradores, por otro lado, el artículo 1592 de nuestro código civil establece que el derecho de retracto es el que la ley otorga a determinadas personas para subrogarse en el lugar del comprador y en todas las estipulaciones del contrato de compraventa. (...), Diferenciando su origen convencional de los pactos estatutarios analizados.

²²⁷ En caso se desconozcan dichas previsiones estatutarias la sociedad podrá desconocer las transferencias y declinar la solicitud de inscripción en el correspondiente libro de matrícula de acciones, lo que no se traducirá necesariamente en la nulidad de estos negocios, sin embargo, reducirá su efectividad al campo de actuación inter partes

²²⁸ Dicha preferencia constituyéndose en “una real prohibición de vender libremente tenencia accionaria apuntada a limitar la posibilidad de modificar el elenco preexistente de socios, indiscutiblemente legítima como tantas otras restricciones que se dan en el marco de la sociedad por acciones. Martorrel, Tratado de los contratos de empresas. Ed. Depalma. Buenos Aires, 1997, T III, Cap. I, n° VII.2., p. 46 Sobre este punto Elías Laroza determina que “no se vulnera la libertad de contratar del accionista, sino que se regula su libertad en los aspectos configurativo y de contenido, pues el accionista vendedor decide si quiere contratar, pero no decide con quién (libertad de configuración) o, en algunos casos, la forma de fijar el precio de venta (libertad de contenido). Elías Laroza, E., op. cit., p.

²²⁹ Estas no podrán ser aplicables para los casos que buscasen restringir las transmisiones por mortis causa.

Hay que mencionar además que, si bien todo socio posee el derecho de enajenar sus acciones, puede darse el caso que ni desee ni necesite hacerlo: Desde esta perspectiva la transferencia se presenta como una situación potencial, manteniéndose sin eficacia las cláusulas previamente analizadas, situación totalmente ajena para el caso de las recuperables, en cuanto la sociedad se encuentra obligada desde su emisión a recuperarlas conforme a las estipulaciones acordadas con su emisión.

En este sentido García-Gonzales Cruces sostiene: *“Resulta indudable que la finalidad última que se pretende realizar con el rescate [de las rescatables] es la de buscar una suerte de sustitutivo de la fácil y segura transmisibilidad de las acciones (...) En efecto, la previsión del rescate tiene dos consecuencias en orden a garantizar la fácil transmisibilidad de estos valores. En primer lugar, la previsión de redención por parte de la sociedad no altera su configuración como acción, por lo que gozará en su favor de la valoración positiva que merece la renta variable en una época como la presente donde la retribución –a través de intereses- de otros productos resulta ser inferior. Por otro lado, la caracterización del valor como rescatable tiene como consecuencia que, al cumplimiento de la condición o vencimiento del plazo previsto en la emisión, el titular de estas acciones recupere su inversión inicial, e incluso una prima de rescate si así se hubiera acordado en la emisión de estos valores”*.²³⁰

v. Ser una *cláusula de enajenación forzosa*

Este tipo de cláusulas se caracterizan por el hecho de imponer al socio la obligación de transferir sus acciones a favor de un tercero, los socios o la propia sociedad, cuando se den determinadas circunstancias. Al poseer sentido inverso a las restricciones convencionales de autorización o adquisición preferente –puesto que su efectividad es independiente a una intención de venta - *“son equiparables desde un punto de vista funcional a supuestos de exclusión estatutarios o más simplemente esas cláusulas son un expediente técnico de arbitrar auténticos supuestos de exclusión”*²³¹

Desconocidas en la legislación española de fines de los 90²³², la doctrina aclamaba su empleo mediante la amplificada aplicación del art. 188.3 del Reglamento de Registro Mercantil español que facultaba a las sociedades de responsabilidad limitada inscribir (...) *las*

²³⁰ García Gonzales Cruces, J., Las acciones..., p. 3

²³¹ Perdices Huetos, op. cit., p. 249 La redacción de este tipo de acuerdos lleva a David Antonio Beltrán Dávila clasificarla como «mecanismo de salida del inversionista» describiendo su contenido económico de la siguiente manera: Pactar mecanismos de compra o venta de la inversión plantea un medio para realizar la inversión en un determinado momento o, incluso, para poder excluir inversionistas cuyo comportamiento distorsiona la capacidad de generación de beneficios de la sociedad. Beltrán Dávila, David, op. cit., p. 47

²³² Cfr. Fernández del Pozo, op. cit., p. 48

cláusulas estatutarias que impongan al socio la obligación de transmitir sus participaciones a los demás socios, o a terceras personas cuando concurren circunstancias expresadas de forma clara y precisa en estatutos sociales.

La utilidad de las cláusulas de transferencia forzosa se aprecia en los casos de alteración de circunstancias subjetivas – Ej.: pérdida de *status* de familiar político por un miembro de una empresa familiar²³³-, en caso de concurrencia de situaciones objetivas, Ej.: cuando se establece estatutariamente un derecho de obligatoria enajenación dispuesto a favor del socio de control (titular del 90 % del capital social) para exigir a los accionistas minoritarios transferir sus acciones a un precio fijo²³⁴, el caso de *las cláusulas drag-along*, a través de las que se reconoce un derecho estatutario del socio mayoritario, para conminar al socio u socios minoritarios a vender la totalidad de sus acciones a favor de un tercero titular

²³³ La disolución del vínculo matrimonial es una realidad a la que cada día se enfrentan las empresas familiares, por cuanto es evidente que la tasa cada vez más alto de fracaso matrimonial y lo efímero del vínculo conyugal hacen que la salida de uno de los cónyuges deba lógicamente ir acompañada de su salida de la sociedad. Es este el sentido que ha tomado la doctrina peruana al tratar de las cláusulas de rescate, un rasgo de lo afirmado se encuentra dentro del Informativo mensual emitido por Caballero Bustamante cuando al tratar las limitaciones a la transmisión de acciones se refiere a las cláusulas de rescate como aquellas que prevén que en determinadas circunstancias (como es el caso de muerte del accionista, o que este sea declarado incapaz, la adquisición del accionista de un interés de la competencia o la terminación de su relación laboral con la sociedad) se impone al socio la obligación de transmitir sus acciones a favor de la sociedad, socios o algunos terceros (directores, gerentes entre otros). En este sentido, los beneficiarios tienen la opción de adquirir las acciones de los socios sometidos a tales cláusulas. La transferencia forzosa no puede ser impedida, produciéndose con el rescate, la exclusión del nuevo e indeseado socio, salvo que lo socios no ejerzan su derecho. En nuestra legislación societaria se ha establecido la cláusula de rescate, como una especie jurídica de retracto, para los casos en que fallece uno de los socios: a) en la sociedad anónima cerrada se permite que en el estatuto social se establezca la transferencia forzosa a favor de accionistas supervivientes (artículo 240° LGS) y b) en la sociedad comercial de responsabilidad limitada también se permite la previsión estatutaria de la cláusula de rescate (artículo 290° LGS). Resulta evidente que en el caso de las sociedades anónimas se puede incluir incluso en la sociedad anónima abierta. Informativo Caballero Bustamante (2008) *La Transferencia de acciones y sus restricciones*, vol. 6, (642), H1

²³⁴ La constancia de la existencia en Derecho de sociedades de mecanismos que permiten al accionista que ostenta un porcentaje marcadamente mayoritario del capital de una sociedad anónima adquirir la totalidad de las acciones en las que se divide este, unido al reconocimiento de la conveniencia de admitir la posibilidad sobre la base de distintos argumentos de política jurídica ha provocado que progresivamente se haya ido consagrado en todos los ordenamientos jurídicos de nuestro entorno la previsión legal de medidas o instrumentos directamente dirigidos a facilitar la adquisición de la totalidad de las acciones de una sociedad anónima por quien ya cuenta con un porcentaje muy elevado de su capital social. En ello ha influido también de manera determinante la presión que ha ejercido la competencia entre los Estados para atraer hacia sí el capital inversor. (...) Por su parte, en Derecho español estos derechos se han consagrado con la incorporación de la Directiva sobre OPAS al ordenamiento interno [Directiva 200/24/CE]. Con anterioridad a esta, no obstante, en nuestro país se utilizaron otros mecanismos que también permiten alcanzar la finalidad de la adquisición de la totalidad de las acciones de los socios minoritarios por parte del accionista principal (...) constituido por la reducción de capital con amortización no paritaria de acciones en aplicación del procedimiento establecido en el art. 164 apartado 3 de la LSA. Roncero Sánchez, Antonio, “*La compra y venta forzosa de acciones «sell out y squeeze out»*” en: Revista de Derecho de Sociedades, ISSN 1134-7686, N° 33, 2009, p. 45-72

de una oferta de adquisición del 100% de las acciones o participaciones que conforman el capital social de la sociedad.²³⁵

Como previamente hicimos alusión, las cláusulas de rescate o enajenación forzosa no son ajenas a nuestra práctica mercantil, se les comprende como el mecanismo a través del cual se obliga al socio a transmitir sus acciones a favor de la sociedad, otros socios o terceros en el caso que concurran los supuestos contemplados en la ley, esto es: (i) la enajenación forzosa de acciones de una sociedad anónima cerrada (art. 239), y (ii) transmisión por sucesión hereditaria (art. 240). En ambos supuestos el legislador peruano limita la transferencia de acciones en la sociedad anónima cerrada, estableciendo un derecho de subrogación a favor de la sociedad o socios.

Teniendo en cuenta que hemos comprendido el rescate de acciones como un negocio de adquisición de acciones de propia emisión, en cuya efectividad el socio devuelve las acciones adquiridas y la sociedad desembolsa su precio para retirarlas del mercado, podemos observar que para el caso de las redimibles el carácter obligatorio –forzoso– de la transferencia se deriva del acuerdo que lo impulsa, y no de la ley, como los presupuestos establecidos en la LGS.

En otras palabras, la redención que se produce en las acciones rescatables no se activa por el acaecimiento de un específico cambio en la esfera subjetiva del accionista, al contrario, se activa por la concurrencia de hechos que han quedado delimitados en el acuerdo de emisión como habilitantes para la efectividad de la recuperación. Sirva de ejemplo, que se establezca la efectividad de la redención a la simple solicitud de la sociedad emisora, o a la del titular, el acaecimiento de un suceso, transcurrido un plazo delimitado.

²³⁵ ¿Qué sucede? La estructura de los pactos de arrastre o de drag-along se componen en abstracto de tres piezas: una cláusula de drag-along propiamente dicha, un call u opción de compra y una penalidad. I. En efecto, la primera pieza de estos pactos es la cláusula de drag along propiamente dicha que consiste en comprometer a vender conjuntamente cuando uno de los socios así lo propone. La oferta de compra en la que típicamente funciona la drag es una oferta, bien por el 100 por 100 de las participaciones societarias, o bien por un porcentaje de participación tal que exija la cooperación de ambos socios para que la venta se lleve a cabo. ii. Como decíamos, estos pactos suelen añadir a la cláusula de drag-along un call u opción de compra en sentido propio. La finalidad de esta opción es permitir que tenga lugar ventas eficientes. Por esta razón, dichas cláusulas solo operan cuando uno de los socios se niega a dar cumplimiento a lo acordado en virtud de la drag. Así las cosas, si B se niega colaborar con A en la venta y retiene su parte, A tendrá un derecho a comprar a B, o si se prefiere, B estará obligada a vender forzosamente su parte a A, si este así lo exige. De este modo se frustra la conducta oportunista de B; si lo que pretendía era quedarse solo de la de la sociedad, sale de ella. La idea es bien sencilla: en un dialogo hipotético, A le dice a B “o te vienes conmigo o te saco” Sáez Lacave, M., Bermeo Gutiérrez, Nuria, Inversiones específicas, oportunismos y contrato de sociedad. A vueltas con los pactos de tag- y de drag-along *En: Indret: Revista para el análisis del Derecho*, ISSN-e 1698-739X, N°1, 2007, p. 13. La cláusula de drag-along es un pacto que se caracteriza por ser una herramienta anti-oportunismo, de autotutela y relativa autoejecutibilidad, normalmente se desarrollan fuera del estatuto como acuerdos parasociales. Para un estudio a profundidad recomendamos García Hernández, Felipe. Los derechos de “drag-along” y “tag-along” *En: Economist & Jurist*, ISSN 2444-3166, Vol. 21, N° 171, 2013, pp. 74-79

vi. *Retracto convencional*

Sí en las acciones redimibles la sociedad recupera los valores emitidos, y su efectividad se impulsa por el acuerdo adoptado en su creación, ¿podríamos hablar de un pacto de retroventa?

La historia del pacto de retroventa en el Perú se ha encontrada íntimamente vinculado al derecho de retracto. Durante la época de la revisión del código de 1984 cierto sector de la doctrina hacía llamar retracto a dos instituciones diferentes: el derecho de retracto (1582 C.C.), y al pacto de retroventa. Siendo la primera un retracto legal y la segunda un retracto convencional.

Diferenciar ambas instituciones resulta necesario en cuanto “la cláusula de rescate” que nuestra doctrina mercantil conoce, entrega un derecho de retracto a disposición de la sociedad y los socios. De esa manera el retracto convencional o retroventa *“es un pacto contractual, no implica la intervención de un tercero en la relación contractual, y tiene la finalidad de que el vendedor “recupere” la propiedad bien. En cambio, el retracto no es un pacto contractual sino un efecto legal, importa la intervención de un tercero en el contrato y no tiene la finalidad de que el vendedor “recupere” la propiedad del bien, sino que constituye un privilegio del retrayente en hacerse del bien en lugar del comprador original.*²³⁶

En facto el vendedor recuperara el bien, objeto del contrato de compraventa, debido a que introducido el pacto de retroventa esté adquiere la facultad de resolver unilateralmente el contrato (1586 C.C.). En el caso de las redimibles la sociedad también recupera el valor colocado, sin embargo, no lo hace a través de una resolución del contrato, lo hace a través de una nueva adquisición, una totalmente independiente de todas aquellas que se pudieron ejecutar durante el tiempo que la acción se encontró circulando en el mercado.

Por otra parte, ejercitar el pacto de retroventa se encuentra sujeto a un plazo. Conforme al art. 1588 es dos años para el caso de bienes inmuebles, y un año para el caso de muebles, y se fundamenta en la necesidad de evitar incertidumbre jurídica sobre la propiedad de los bienes, en cuanto puede llegar a obstruirá la libre disposición, y circulación de los bienes. En contraste con las acciones redimibles donde el plazo para llevar a cabo el rescate de acciones no se encuentra restringido por parámetros temporales fijos, y el hecho que

²³⁶ Cfr. De la Puente Lavalle, Manuel. *Derecho de retracto* en *Themis*. Segunda época: Numero 38, Lima, 1998, p. 126

durante el periodo de tiempo que pasa entre la emisión y la redención el titular no podrá transferirla libremente en el mercado, salvo disposición en contrario.²³⁷

Habría que decir también que la posibilidad de recuperar el bien objeto de compraventa en el pacto de retroventa se reduce a una posibilidad. Puede darse el caso que el vendedor no quiera hacer uso de la facultad acordada; sin embargo, en el caso de las redimibles, es un hecho cierto que la sociedad recuperara las acciones colocadas en el mercado.

Finalmente, el pacto de retroventa posee un carácter secundario dentro del contrato de compraventa, lo que no sucede con el acuerdo de rescate que configura las rescatables, sin él no existiría esta clase de valores.

En pocas palabras todas las acciones son potencialmente rescatables. Ya sea que el socio decida retirarse del negocio social transfiriendo sus acciones, ya sea que la sociedad decida excluirlo, o lo haga para salvaguardar la misma sociedad, bastara que la Junta de Accionistas resuelva hacerlo sustentando su decisión en una causa lícita y vigilando que el procedimiento elegido respete los derechos de todos sus accionistas -principio de paridad de trato- y se cumplan las previsiones que buscan resguardar el capital social, es decir que las acciones a recuperar se encuentren totalmente desembolsadas.

2.4. Funcionalidad de la colocación de acciones redimibles

Siendo el rescate un negocio sobre propias acciones le es aplicable el calificativo de operación «poliédrica», esto es, *“con aptitud suficiente para servir de instrumento a la consecución de varias finalidades conjuntamente, bien de forma simultánea (la operación adquisitiva [rescate] satisface dos o más necesidades al mismo tiempo), bien de forma consecutiva (la adquisición de acciones cumple con una finalidad y su posterior enajenación otra distinta)”*²³⁸.

²³⁷ E el art. 6 de la Res. SBS 4595-2009 reconoce a las acciones redimibles a plazo fijo y establece como parámetro temporal menor para llevar a cabo la redención el de 3 años, y, por otro lado dentro del art. 7 se reconoce la existencia de acciones redimibles con un plazo superior a 30 años. Se podrá argumentar que es una facultad de las empresas del sector financiero, sin embargo considero que siendo la principal finalidad de la emisión de estos valores explotar su temporalidad, restringirlo a parámetros podría terminar afectando la esencia misma del instrumento financiero.

²³⁸ Bañuls Gómez, F., op. cit. p. 47 Resulta necesario tomar en consideración que La negociación con las acciones propias se ha constituido en un instrumento de gran utilidad al servicio del órgano de administración tanto en relación a la financiación de la sociedad mismo como en lo concerniente al control del gobierno de las sociedades anónimas y mecanismo de protección ante situaciones ofensivas tendentes a la adquisición de ese poder societario.

Procederemos a explicar los objetivos que han motivado la emisión de acciones rescatables en la práctica internacional.

2.4.1. La Típica finalidad económica

Es política financiera de las empresas sostenerse de la “dura” deuda. Los créditos determinan su rentabilidad en base a un conjunto de factores (experiencia crediticia o ratios de endeudamiento del solicitante, mercado, ganancias de últimos periodos, rentabilidad proyectada, etc.) y su devengo mensual es independiente al riesgo de la empresa. Aun con pérdidas han de ser pagadas. Por otro lado, existe una aversión a la emisión de acciones en tanto resulta altamente costosa, tanto para su emisión y mantenimiento²³⁹ debido al pago constante que se realiza a las acciones con percepción preferente de dividendos.

Frente a este panorama las rescatables se presentan como un innovador instrumento financiero. Como verdaderas acciones, la colocación de rescatables posee una función económica que calificamos como típica o propia, inyectan de capital a la sociedad. En todas las emisiones de acciones realizadas por nuevos aportes, la sociedad se capitaliza. No obstante, en razón de la temporalidad de estos valores, esta captación de recursos puede ser intensificada en diversos aspectos económicos.

Gracias a la estructura híbrida de las redimibles la sociedad emisora podrá dirigirse a focos de capital cualificados, obtener capital a un precio razonable, mejorar sus ratios de endeudamiento, logrando una estructura financiera estable y eficiente todo ello en cuanto se presenta al mercado como un activo de mayor grado rentabilidad (acumulables), y cuya exposición al riesgo es menor en tanto que su circulación se encuentra, limitado en el tiempo desde su emisión.²⁴⁰

En el presente epígrafe nos avocaremos a presentar la manera en cómo contribuyen las acciones rescatables a la estructura financiera de la empresa emisora

i. Cobertura financiera propia con carácter temporal, el caso de las sociedades con necesidades de amortización progresiva de capital.

Un estudio histórico del derecho español demuestra que la práctica de las hoy conocidas acciones rescatables, fue previa a su reconocimiento legislativo. Encontramos las

²³⁹ Vid. *Infra*

²⁴⁰ Las acciones nacen para ampliar aún más el abanico de oferta financiera del mercado, concediendo, a las empresas emisoras, una nueva forma de financiación transitoria, y al accionista, una forma de invertir a plazo determinado. Villacorta Hernández, M.A, Las acciones rescatables..., p. 246

primeras señales en la práctica municipal, con las sociedades de economía mixta²⁴¹, concesionarias de obras o servicios públicos que buscaban: incrementar el capital dirigido al desarrollo del giro del negocio -en razón de la inversión del socio privado- y especializar su gestión. Ya que la actividad de estas empresas mixtas se encontraba limitada por un periodo de tiempo y el hecho su patrimonio ser restituido gratuitamente a la administración, existía la necesidad de devolver el aporte inicialmente entregado y respetar el derecho a la cuota de liquidación de los inversionistas privados, resolviendo dicha dificultad con amortización de capital vía estatuto social.²⁴²

Para comprender la funcionalidad de las acciones rescatables en estos supuestos, conviene señalar que la reversión patrimonial que normalmente se produce al término de la concesión, implica que tanto el activo como pasivo de la concesionaria acabe (en todo o en parte) bajo la titularidad de la administración y con ello «volatilización del capital» de la compañía, efecto especialmente gravoso y perturbador para la posición de los socios de capital privado en tanto eventualmente no habrá patrimonio suficiente con el cual continuar la actividad social (si fuera el caso), ni soporte objetivo sobre el que hacer recaer, en otro caso, el derecho de los socios a la cuota de liquidación. Para evitar y eludir el perjuicio que la descapitalización, se procuró la recuperación de estos valores antes de que se revierta la concesión. Para esta finalidad se desarrollaron dos mecanismos: la constitución anticipada de un fondo que permita recuperar el valor del activo defectible por la reversión y la configuración de una parte de las acciones de la compañía como reembolsables.²⁴³

Esta forma de proceder ha resultado interesante para las denominadas sociedades con necesidades decrecientes de capital, aquellas “*que se caracterizan por poseer una necesidad decreciente de recursos, y [que le permita] poder determinar [planificar] los plazos y las cuantías que permitan establecer un plan de amortización prefijado*”²⁴⁴

Con la actual regulación de las rescatables en España el uso de las rescatables con este fin se ve reducido al campo de las sociedades cotizadas Franqueando dicha limitación, las anónimas peruanas podrán instrumentar la emisión de acciones rescatables con el propósito de

²⁴¹ En ellas converge capital privado, cuya inversión y aplicación al objeto social es transitoria, y capital público, cuya inversión es definitiva

²⁴² En la práctica los mecanismos de rescate y amortización se vieron relacionados con preferencias en la retribución de dividendos -adoptando rasgos de valores de renta fija-, el uso de acciones de disfrute, y cuya especialización fue materializándose con el tiempo Fernández del Pozo, L., op. cit., pp. 165-176

²⁴³ Yanes Yanes, Pedro, op. cit., p. 295

²⁴⁴ Cfr. Villacorta Hernández, M.A, Las acciones rescatables..., p. 249

permitir el ingreso de socios con altos intereses especulativos que buscan atenuar el riesgo al que se encuentra expuesta su inversión de una forma temporal²⁴⁵.

Sirva de ejemplo la emisión de rescatables a favor de sociedades de capital riesgo.²⁴⁶ El objeto social de este tipo de sociedad es invertir en otras empresas –participada- mediante la inyección temporal de capital. En otras palabras, estas empresas ingresan a la estructura de la participada mediante la suscripción de acciones y en este marco de actuación la técnica más adecuada a su desinversión se realizará mediante la suscripción de acciones rescatables²⁴⁷.

ii. *Evitar la perpetuación de privilegios accionariales*

Con la apertura accionarial la anónima se dirige a focos de capital, sin embargo para hacer atractiva su colocación estructurara sus acciones en base a “privilegios económicos”²⁴⁸, cuya alteración o supresión requiere indispensablemente de la aprobación de sus titulares, de donde se infiere que la petrificación patrimonial de la sociedad, limitando cualquier futura de modificación de su estructura de capital, viéndose forzada a mantener viva una emisión de valores que lastrase indebidamente su situación financiera.

Sin embargo, la “inmortalización de privilegios” se evitará con el uso de acciones rescatables. Superado la necesidad financiera la sociedad, o cuando la sociedad capital riesgo lo considere conveniente y se estipule a su favor incentivar el rescate, se procederá al rescate de los valores otorgados.

2.4.2. *Aplicación a la Organización Corporativa*

El reconocimiento legislativo de rescatables dentro del derecho español busco ser la respuesta a necesidades políticas de impulso del mercado de capitales, en específico

²⁴⁵ La principal ventaja de la emisión de rescatables para el accionista es que, sin renunciar a la calificación de acciones, consigue limitar su horizonte temporal de inversión. Son especialmente atractivos para inversores con aversión al riesgo, ya que frecuentemente tiene garantizado al menos el valor nominal de sus inversiones. Villacorta Hernández, M.A, Las acciones rescatables..., p. 248

²⁴⁶ Las sociedades de capital riesgo son sociedades cuyo objeto social es administrar y proporcionar fondos de capital riesgo a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia para empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación

Exposición de Motivos de la Ley 1/1999 del 05 de enero, España.

²⁴⁷ La doctrina española ha considerado a las rescatables como “la vía societaria capaz de salvar las dificultades que entraña el recurso al artículo 47 [LSA] y apta para facilitar las operaciones de desinversión [de las entidades capital riesgo]. Iglesias Prada, J., «Aproximación al estudio de las sociedades capital-riesgo», p. 87

²⁴⁸ Esta particularidad les ha valido para ser denominadas en la practica financiera internacional como *acciones privilegiada* Valores caracterizados por poseer un dividendo fijo y predeterminado, muchas veces establecido como un porcentaje sobre el valor nominal de la acción, pero que como todos los de sus especies se encuentran formando parte de la cifra capital social y sujetando su rentabilidad al riesgo empresarial al que se encuentra sometida la actividad de su emisora.

potencializar las novedosas sociedades cotizadas. Sin embargo, en la práctica la emisión de rescatables ha respondido a diferentes finalidades: “*servir de cobertura para los planes de opción a favor de los empleados de las empresas emisoras o, utilizarse como contraprestación a una aportación no dineraria del paquete de acciones de la sociedad absorbida en una fusión.*”²⁴⁹

A continuación, presentamos las finalidades que a nivel corporativo motivan la emisión de acciones rescatables.

i. Defensa táctica frente a una OPA

Las ofertas públicas de adquisición (OPA`s) se definen como el procedimiento a través del cual, la persona interesada en alcanzar, o reforzar, su participación en una sociedad listada en bolsa, anuncia públicamente a todos sus accionistas su interés por adquirir acciones mediante una oferta de compra.

Tradicionalmente las OPA`s han servido como sistema de corrección de los vicios que presente el sistema de compras progresivas en bolsa, y también para hacer frente a los altos costes y abusos del socio o socios de control²⁵⁰. Sin embargo, su principal propósito es el de garantizar que los todos los accionistas puedan participar de la prima o precio que ofrece el adquirente a los accionistas para incrementar y reforzar su tenencia accionaria.

En relación al beneplácito que la administración llegue a manifestar frente a la realización de la OPA, se calificara como una OPA amistosa u hostil. Para esta clasificación se ha de tomar en consideración que de alcanzarse el control la nueva cúpula podrá destituir a la administración y colocar en ella a representantes de su confianza.²⁵¹

²⁴⁹ Cfr. Francisco Prieto Pérez, José Luis Crespo Espert, “Acciones rescatables: un producto aún por descubrir en España”, Bolsa de Madrid, ISSN 0211-5336, N° 118, 2003, págs. 66-69

²⁵⁰ Entendida como un método a disposición de los particulares para obtener reforzar el control de una sociedad, han surgido espontáneamente en el tráfico mercantil como la alternativa frente a la lentitud e inseguridad de la compra de paquetes en bolsa y también frente al costo de la negociación bilateral con el socio o accionistas dominantes que, aun interesando vender su participación, tendera en todo caso a extremar sus exigencias de precio. Bañuls Gómez, op. cit., págs. 62-66

²⁵¹ Sobre la legalidad de las medidas anti OPA´s se habla mucho dentro de la doctrina, específicamente por el hecho de encontrarse este tópico en un punto conflictivo (los intereses de los socios en contraposición constante con los intereses de los administradores), puesto que ocurre, en palabras de Gibson, si bien por un lado una oferta proporciona a los accionistas la oportunidad de vender acciones por una prima sustancial sobre el precio del mercado (...), la oferta pública de adquisición es el principal mecanismo por el cual la administración puede ser despojada del control a la fuerza, con la consecuente pérdida de sus salarios y otros beneficios, sean pecuniarios o no pecuniarios (incluyendo, posiblemente el prestigio) Baldeón Vellón, Francisco Javier, “Medidas de protección societarias contra adquisiciones hostiles”, archivo recuperado de <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/123456789/5096>, Pontificia Universidad Católica del Perú, 2014.

Para el caso de las OPA`s hostiles en la práctica internacional se han desarrollado medidas con la finalidad de hacerles frente, ya sea obstruyendo o dificultando su realización, entre cuales las *poison pills* se constituyen en mecanismos de rápida respuesta.

Las píldoras venenosas son estructuras de diversa manera²⁵², pero todas ellas se caracterizan por el hecho de ser activadas al momento en que se formule o llegase a resultar exitosa una OPA hostil. Hecha esta salvedad, hemos de puntualizar que, dada la configuración de las acciones rescatables, su funcionalidad como medida de protección societaria ante una OPA hostil se debe a dos de sus caracteres: la configuración del derecho de redención, atribuido a solicitud exclusiva de la sociedad o efectivizado a la formulación de una OPA; y la estratégica celeridad de sus efectos. Ambos aspectos permitirán a la sociedad objetivo fortalecer la posición del grupo de control, al reducir el campo de demanda y potencial adquisición.

El efecto disuasivo de la *poison pill* estructurada como acción rescatable se aprecia en el hecho que el valor de las acciones que podrán ser adquiridas por el oferente de la OPA aumentará de valor y con ello será más costoso, disuadiendo de esa forma en la formulación de la oferta.

ii. Integración Corporativa

Por otro lado, resulta interesante el uso de acciones redimibles para llevar a buen puerto complejos procesos societarios como el de integración empresarial, y es que, estructurar financieramente acciones le permite a la emisora ingresar de una forma atractiva a la empresa objetivo.

Ejemplo de ello es el caso de la empresa española Campofrío Alimentación S.A. (Campofrío) La Junta General de Campofrío, de junio de 2000, acordó la ampliación de capital de la sociedad mediante la emisión y puesta en circulación de un total de 6.253.247 acciones rescatables, cada uno poseía como valor nominal un euro de valor y su contravalor fue la aportación no dineraria de las acciones representativas del 50,42 % del capital social de «Grupo Navidul S.A.» («Navidul»).

²⁵² Las acciones preferentes *poison pill* típicamente conllevan privilegios especiales de redención y conversión. Permiten a sus titulares redimir sus acciones por efectivo si un tercero adquiere el control de la sociedad, siendo el precio de redención el precio más alto por acción pagado por las acciones del objetivo en el año en que el adquirente ganó el control. Además, los accionistas preferidos tienen el derecho de convertir sus acciones en acciones comunes de la sociedad objetivo y en acciones comunes o preferentes de cualquier sociedad que absorba al objetivo o que resulte de la fusión.

La emisión de estas rescatables tuvo como finalidad llevar a buen puerto la integración entre «Campofrío» y los accionistas de «Navidul» (las sociedades «Inmo-3 S.A.» y «HST Holding B.V.»). De acuerdo al protocolo, la integración de las empresas se llevaría a cabo mediante: (i) mediante la transmisión a Campofrío, por título de compraventa, de las acciones representativas del 49,58% del capital social de Navidul y (ii) y por aportación a Campofrío del 50,42% de las acciones representativas del capital social de Navidul.

La emisión de las nuevas acciones rescatables se realizó conforme al protocolo de integración, (...) *el derecho de rescate se vinculó a la evolución de la cotización de las acciones (ordinarias) de «Campofrío», previéndose su ejercicio en el supuesto de que la cotización de dichas acciones por preferencia al 31 de diciembre de 2001 fuera inferior a un precio base fijado en 15,05 € por acción. En resumidas cuentas, el derecho de rescate atribuye a los titulares de las acciones rescatables –nuevos socios de «Campofrío»- la posibilidad de percibir en metálico la diferencia que resulte, en su caso, entre la cotización de acciones rescatables de «Campofrío» y «el precio base», pero con la importante cautela derivada del compromiso de los nuevos accionistas, aportantes de acciones de «Navidul», de inmovilizar y no disponer de modo alguno de las nuevas acciones rescatables de «Campofrío» en tanto estas mantengan el derecho de rescate, al que se añade el de no ejercitar el referido derecho de rescate más que por uno de los dos procedimientos alternativos previstos en las condiciones de su emisión. El derecho de rescate, por su parte, solo corresponde a los tenedores de las acciones, que podrán ejercitarlo mediante notificación a la sociedad en el «plazo de rescate», siempre que el «precio de referencia» en la «fecha de referencia» sea inferior al «precio base», que se establece en la cantidad que resulte de aminorar el importe de 15,05% € por acción los dividendos percibidos hasta la «fecha de referencia». En el supuesto que el «precio de referencia» resulte ser igual o superior al «precio base», el derecho de rescate se extinguirá de pleno derecho y las acciones objeto de la emisión se transformarán en acciones ordinarias, con los mismos derechos y obligaciones que las restantes acciones en circulación, dándose nueva redacción al artículo correspondiente de los estatutos sociales.*²⁵³

²⁵³ Yanes Yanes, Pedro, “Anotaciones sobre la función económica de las acciones rescatables” Ob. cit., pág. 304-307

Capítulo 3

Las acciones redimibles en el régimen general de sociedades y los conflictos derivados alrededor de su importación

“Resulta novedosa la temática de las acciones rescatables dentro de derecho peruano. La Ley General de Sociedades y la Ley del mercado de valores no regulan la figura de las acciones rescatables, y los supuestos de amortización de acciones y amortización sin reducción de capital están pensados para operar en situaciones distintas.”²⁵⁴

Luego de un meticoloso análisis, nos disponemos a desarrollar la hipótesis final del presente trabajo de investigación, la posibilidad de utilizar las acciones redimibles en las sociedades anónimas peruanas constituidas dentro del régimen general de sociedades, considerando que la única referencia legislativa expresa a la figura, la constituye el artículo 60 de LGSF, lo que podría pero no debería traducirse en que únicamente las anónimas reguladas se encuentren facultadas para crear y colocar redimibles²⁵⁵.

La LGS recoge las previsiones y disposiciones que informan la formación, estructura, administración y funcionalidad de todas las sociedades que se constituyen en territorio nacional, y cuando se prevé una regulación especial para determinadas materias, sus disposiciones se aplicaran de forma supletoria. Esto último resulta bastante interesante en cuanto es la LGS la que faculta a las sociedades del sector financiero y seguros a diversificar la emisión de sus valores de participación al recoger positivamente el principio de autonomía

²⁵⁴ Cfr. Calderón Burneo, Ernesto; Las acciones rescatables en las sociedades cotizadas –Pedro Yanes- En: Revista de Derecho: Universidad de Piura, volumen 5-2004, ISSN: 1608-1714.

²⁵⁵ No compartimos la apreciación del autor Julio Salas Sánchez quien establece una equiparación entre las acciones redimibles y las acciones de inversión cuando nos dice: “Como se ha dicho anteriormente, la Ley General de sociedades no contiene una referencia específica a las acciones redimibles (...) En nuestro derecho positivo, los casos previstos corresponden a las acciones de inversión, así como a las que emitan las empresas del sistema financiero y de seguros. A) Respecto de las primeras, desde su origen las acciones de trabajo y actualmente, de inversión) podían ser materia de redención para su ulterior amortización por la sociedad cuando cesaba la relación laboral entre la empresa y el trabajador, a solicitud de este. Posteriormente, la redención podía ser acordada entre la empresa y sus titulares, trabajadores o no. En el año 2006, a citada ley 28739 permitió a las sociedades emisoras formular una oferta de redención a los titulares de estas acciones, con la finalidad de que ellas fueran amortizadas. Es decir, durante sus más de 40 años de vigencia, las acciones e inversión han tenido implícita las características de ser redimibles, así como durante buena parte de ese periodo el derecho a percibir un dividendo preferencial” Cfr. Salas Sánchez, Julio; op. cit., p. 117

para la creación y emisión de clases de acciones (art. 88)²⁵⁶ En otras palabras, la amplitud con la que ha sido redactado el art 88 de la LGS hace innecesario un reconocimiento expreso para la creación y colocación de cierta clase de acciones por las sociedades anónimas peruanas.

Esta primera conclusión nos permite sostener la hipótesis de ampliación de las redimibles para las sociedades anónimas constituidas fuera del régimen financiero. Sin embargo, dado que la estructura y funcionalidad de las redimibles puede presentarse como una engorrosa importación del sistema financiero, nos disponemos analizar aquellos intereses que, aparentemente, se verían afectados con la colocación de estos valores fuera de la supervisión de la SBS.

3.1. La redimibilidad como pacto lícito en el derecho societario peruano

La esencia económica de las acciones redimibles se concentra en su temporalidad, efecto propio del rescate al cual se ha comprometido la sociedad mediante su colocación. Sin embargo, para la doctrina de los sistemas de tradición continental, el carácter claudicante de esta clase de acciones resultaba contradictoria a la imagen de valor permanente que se le otorgaba tradicionalmente a la acción como valor que integra el capital social, comprometiendo “*el recto entendimiento de las funciones propias del capital social*”²⁵⁷

Por otra parte, la estructura de estos valores era cuestionada desde el enfoque de tutela de la posición de socio. Para un sector de la doctrina la efectividad del acuerdo de rescate acarrea una trasgresión al derecho que todo socio a para mantenerse dentro de la estructura social.

En definitiva, las posturas contra las acciones redimibles se enfocan en la estructura de la figura y los efectos que puede derivar sobre el funcionamiento de la sociedad; siendo necesario disgregar ambos aspectos.

²⁵⁶ Sobre este tema recomendamos la publicación de la Universidad ESAN realizada por Mendiola, Alfredo; Aguirre, Carlos; Bendezú, Giancarlo; Berrospi Ana, Córdova Desiree; Núñez del Prado, Paul; Emisión de acciones de empresas peruanas en el mercado financiero internacional: factores de éxito, beneficios y riesgos, Lima: Universidad ESAN, 2014. En citado encuentra un sintético análisis económico y legal de la estructura financiera de las empresas peruanas pasándose a analizar 04 emisiones de acciones por empresas peruanas dentro de mercados internacionales como lo son las bolsas de valores de New York (NYSE), la de Londres (LSE) y Oslo (OSE) identificando los factores de éxito que han presentado,

²⁵⁷ Cfr. Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 193

3.1.1. La estructura de las redimibles es compatible con la regulación de la anónima peruana

El régimen jurídico de toda institución forma parte de un sistema integrado, razón por la cual no es posible sostener que las acciones redimibles reconocidas en el sector financiero, podrían llegar a desvirtuar los preceptos establecidos en el régimen societario peruano recogido dentro de la LGS. Sin embargo, nos dirigimos a desvirtuar toda duda que pueda levantarse sobre nuestra hipótesis de amplificación del uso de las redimibles

Como hemos expuesto, la innovadora estructura de las acciones redimibles se concentra en la conjunción de caracteres económicos del capital y la deuda, cubierta por una envoltura jurídica a la cual tradicionalmente no se asocian los rasgos de temporalidad y exigibilidad; y cuya funcionalidad, para un sector de la doctrina, resulta contradictorio al sistema dispuesto a tutelar el derecho del socio a mantenerse en la estructura social.

Con respecto al carácter temporal que se critica de las redimibles es predicable a todas las acciones que son colocadas en el mercado. Así, es factible que la sociedad recupere las acciones sí considera oportuno custodiarlas temporalmente cuando en determinadas situaciones el socio, habilitado por ley, decida ejercer su derecho a separarse del corporativo, o cuando en ejercicio de su potestad de exclusión decida rescindir el contrato que lo vincule con determinado socio²⁵⁸.

Aun cuando el derecho de separación, la potestad de exclusión, y el derecho de rescate que configura las redimibles²⁵⁹ poseen naturaleza jurídica distinta; la temporalidad es un factor objetivo y predicable a todas las acciones sobre las que recaen los efectos del ejercicio de esas facultades. Confirmando así que ser perpetuo no es el modo de ser de las acciones, y por lo tanto la estructuración de acciones con carácter *ab initio* temporal, no resulta ser contraproducente a la estructuración de estos valores de participación.

Siguiendo con nuestro análisis, existe una postura que se opone a la estructuración de acciones como valores redimibles en cuanto resultan contradictorias al conjunto de previsiones dirigidas a tutelar la condición de socio dentro de la anónima, considerando que su funcionalidad implica una de expropiación al socio. Este mismo argumento ha sido utilizado para rebatir la legalidad de otros mecanismos, que permiten que uno o varios

²⁵⁸ De sobra es sabido que el derecho de separación y el de exclusión son mecanismos de defensa de la continuidad de la sociedad en caso de conflictos actuales o latentes de intereses y como instrumento societarios de cancelación de dos principios aparentemente antitéticos: el de la sumisión de la voluntad de socio a la mayoría y el de protección la protección de la posición del minoritario. Esa finalidad institucional –está en el núcleo del concepto de separación y de exclusión- está ausente del concepto de rescatables

²⁵⁹ Fernández Pozo, L. op. cit., p. 263

accionistas abandonen la sociedad, incluso contra su voluntad, como la cláusula de *drag-along*, el *squeeze out right* y otros.²⁶⁰

Sin embargo, para desvirtuar esta posición es necesario esclarecer si realmente se vulnera algún derecho del socio, y específicamente el alegado derecho del socio a mantener su posición dentro de la estructura social. Para esta tarea, nos apoyaremos del análisis desarrollado por el Tribunal Constitucional Peruano en el estudio de la legalidad de la operación acordeón, como procedimiento de reestructuración patrimonial.²⁶¹

Siendo breves, la sentencia N° 0028-2009-AA se dedica a analizar el contenido constitucionalmente amparado de los derechos de propiedad, asociación y libertad de inversión que, aparentemente, se vulneraron con la decisión tomada en junta de acreedores de la Empresa Agraria Chiquitoy S.A. De acuerdo al demandante, es contrario a derecho reducir el capital de la empresa a cero (0), y simultáneamente llevar a cabo un aumento de capital social por capitalización de créditos, invitando a suscribir las nuevas acciones únicamente a ciertos acreedores sociales, dado que no se le ha permitido a los socios defender su posición mediante el oportuno ejercicio de la suscripción preferente de acciones.

Ante tales argumentos, el tribunal constitucional parte por declarar: *“Si bien inicialmente la propiedad de las acciones y el valor que las mismas tienen o su representación como derechos políticos al interior de la sociedad, están sujetos a los vaivenes de la vida empresarial, donde el capital y el interés lucrativo de la sociedad son los que determinan los frutos de la propiedad accionaria, también es cierto que **la sociedad comercial no puede pasar, de cualquier modo, por encima de los derechos individuales de los socios que la componen.** (...) Entonces la dificultad del caso radica en determinar la relación existente entre el derecho a la propiedad de las acciones y la libre iniciativa privada y asociación en el marco de un régimen societario o concursal y el derecho a la suscripción preferente como derecho de garantía del mismo, en la hipótesis de reducción a 0 (cero) del*

²⁶⁰ Un ejemplo de lo expuesto es el caso del revuelo producido en razón del reconocimiento positivo del derecho de transmisión forzosa de acciones (*squeeze-out right*), como facultad del socio que ostenta un porcentaje relevante del capital social, para adquirir la totalidad de las acciones de la sociedad. Desde un punto de vista técnico, la admisión de este mecanismo permitirá a la sociedad suprimir comportamientos oportunistas de la minoría, que poco contribuye a la conformación del capital, y la consecución del fin social. Sin embargo, constitucionalmente se cuestiona su admisibilidad al ser considerado como un supuesto de expropiación forzosa de la minoría.

²⁶¹ Expediente N° 00228-2009-PA-TC

capital social. Esto es, la inclusión de dicho derecho de suscripción preferente en el ámbito ius-fundamental de los derechos invocados”²⁶².

Luego de examinar el modelo económico estatal, y el contenido de los derechos que el demandante alega verse vulnerados, sostiene: *“las funciones que cumplen las acciones, nos indican que la vinculación del titular a la propiedad sobre la participación accionaria, no solamente redundará en los derechos políticos sobre la gestión de la empresa, es decir en la condición del accionista como componente de la sociedad comercial, sino que incidirá directamente sobre la titularidad de determinados valores económicos que forman parte del patrimonio de la persona; por lo que la intervención en la esfera de la propiedad del titular de una acción societaria significará la vulneración del atributo constitucional de la propiedad, tal y como está recogido en el artículo 70 de la Carta Fundamental.*

Prosiguiendo en el análisis, se desarrolla la distinción entre la propiedad que el accionista ejerce sobre un número determinado de acciones, y como el porcentaje que esas acciones representan del capital social inciden en la determinación de la posición política y económica de su titular en la estructura social. Dicho lo anterior, el tribunal afirma que el mecanismo de suscripción preferente no resguarda el contenido esencial de la propiedad que el socio ejerce sobre un paquete de acciones, explicando que esta situación de poderío podrá mantenerse invariable, dependiendo únicamente de la voluntad del titular. En sentido opuesto, lo que realmente se busca proteger a través de la suscripción preferente es el porcentaje de participación del socio en la sociedad, cifra variable que depende del desenvolvimiento económico de la sociedad, y así *“este derecho podría quedar encuadrado en el marco constitucional del derecho a la libre iniciativa privada*”²⁶³

Si trasladamos este razonamiento al caso de las acciones redimibles podemos comprender que, en una primera exposición a la operación de redención o rescate de acciones, se conciba como un mecanismo de expropiación, que contradice las previsiones de tutela que se dirigen a suprimir cualquier acto de abuso por parte de la administración social que implique trasgredir el contenido constitucionalmente tutelado al derecho de asociación que posee cada socio.

Como ha desarrollado nuestra tribunal constitucional *“el contenido esencial del derecho fundamental de asociación comprende: a) el derecho de asociarse, entendiendo por*

²⁶² Sentencia 0028-2009-AA, argumento 11. En los Estados Unidos de América el tribunal reconoció, en el caso Stokes v. Continental Trust Co., que, si no existiera el derecho de suscripción, la mayoría podría privar a la minoría de su proporcional poder en la elección de los administradores y de su proporcional derecho a los beneficios. Vid. Padilla, Cesar. *“Derechos corporativas... Ob.cit., p. 172*

²⁶³ Sentencia 0028-2009-AA, argumento 15

tal la libertad de la persona para constituir asociaciones; así como la posibilidad de pertenecer libremente a aquellas ya constituidas, desarrollando las actividades necesarias en orden al logro de los fines propios de las mismas, b) el derecho de no asociarse, esto es, el derecho de que nadie sea obligado a formar parte de una asociación o a dejar de pertenecer a ellas, c) la facultad de auto organización, es decir la posibilidad de que la asociación se dote de su propia organización; y d) el derecho a no ser excluido arbitrariamente de una asociación; en otros términos, el derecho a no ser objeto de medidas que de modo irrazonable o desproporcionado aparten a una persona de la asociación a la que pertenece.”

264

En este amplio campo existe una confrontación entre los intereses particulares del socio y la autonomía que la sociedad posee en materia de autorregulación. Clara muestra de ello es el ejercicio efectivo del derecho de suscripción preferente pues evita que la participación del socio sufra una pérdida de su valor por la nueva emisión de acciones, y de esa manera se previene un abuso por parte de la administración social. No obstante, si el socio decide no suscribir las nuevas acciones, la sociedad no será la causante de la merma patrimonial que sufrirá el accionista.

Otro supuesto de conflicto se produce en los casos de reducción de capital por amortización de acciones. Cuando la sociedad considera que a favor del interés social es necesario suprimir una determinada clase de sus acciones, y cuenta con su consentimiento previo, procederá conforme a ley, sin embargo, se someterá a una amortización forzosa de sus acciones aquel socio que voto en contra de tal decisión en la junta especial.

No obstante, el conflicto que se produce entre el interés del socio por mantenerse en la estructura corporativa, y el de la sociedad por obtener resultados positivos en su gestión, no puede ser trasladado al caso de las acciones redimibles.

En primer lugar, con la ejecución del rescate el titular de las redimibles no se encuentra en una posición de sujeción frente a la sociedad, como sucede en una real expropiación, donde por específicos motivos, la ley habilita al Estado a privar al administrado de su propiedad. Por el contrario, la causa del rescate es el acuerdo de voluntades entre la decisión de la sociedad de estructurar ciertas acciones como valores temporales y la decisión, del inversionista, expresada mediante la suscripción de esos valores. Este consentimiento desvirtúa toda teoría de transgresión al derecho del socio de mantenerse en la estructura social.

²⁶⁴ Fundamento 2 de la sentencia emitida en el Expediente 06863-2006-PA/TC

Luego, el carácter temporal de las redimibles no se contradice con el interés del socio de no sufrir una merma sobre su patrimonio. Como hemos expuesto, las redimibles son verdaderas acciones, y como tales reconocen como un derecho de su titular la facultad de suscribir a prorrata de su participación las acciones que se creen con miras a aumentar el capital social.

De esa manera, queda demostrado que la temporalidad de las redimibles es compatible con el carácter impersonal de las acciones y por otro lado se desvirtúa la hipótesis de las redimibles como mecanismo de transferencia forzosa de la propiedad privada del socio.

En conclusión, la causa del rescate se circunscribe en una disposición del socio, la que se produce en el momento en que el nuevo socio suscribe estas acciones. En otras palabras, al momento de adquirir las acciones, y con ello el *status socii*, se dispone del bien al aceptar que, en conformidad con ciertas previsiones, con posterioridad la sociedad va a recuperar esos mismos valores. En vista que no existe una regla que prohíba la inicial disposición del estatus de socio, y sustentado en el aforismo jurídico “*quien puede lo más puede lo menos*”, sostenemos la viabilidad de estructurar una acción como un valor mobiliario redimible fuera del caso de las empresas del sistema financiero y de seguros.

3.1.2. El rescate no trasgrede la intangibilidad del capital social

Recapitulando, el capital social es la invención jurídica caracterizada por un carácter bipolar. Por un lado es la cifra fija en estatutos que da a conocer, al mercado, a cuánto asciende la obligación de la sociedad por mantener un fondo cualificado de bienes en su patrimonio, que compensa la limitada responsabilidad de los socios por las deudas sociales; y al mismo tiempo, es el activo patrimonial conformado por los aportes de los socios que sirve de contravalor a la cifra estatutaria, por lo cual se ha de mantener constantemente su cuantía dentro del patrimonio social.

Esta concepción del capital social la llevo a constituirse en la piedra sobre la cual se desarrolló la regulación de la anónima, motivo por el cual dentro de los sistemas continentales, como el peruano, posee un conjunto de disposiciones dirigidas a cautelar su estabilidad e intangibilidad. Sin embargo, para una parte de la doctrina española, las acciones redimibles ingresan una contradicción al sistema legal desarrollado sobre el capital social.

Como señalamos, la estructura de las redimibles concentra bajo una cobertura jurídica de capital, caracteres que tradicionalmente no le son asociados, la temporalidad y exigibilidad de la deuda. Para hacer efectiva la prestación asumida con estas acciones la sociedad cuenta con todo su patrimonio, no obstante, se advierte una potencial amenaza al activo de la

empresa, cuando se dispone del capital social para financiar la operación de rescate. De allí, se advierte lo incoherente de admitir las redimibles en países del sistema continental, como España y Perú, donde el capital social es una cifra intangible que sirve de garantía a los acreedores y terceros en general.

Hasta la fecha, para la doctrina española otro punto altisonante ha sido el hecho de no contar con medidas como las que el *common law* estructuro alrededor del rescate de acciones, y cuyo propósito fue asegurar la continuidad de la compañía, como unidad productora, y con ello proteger los intereses de sus acreedores.

Como explicamos, en el sistema inglés se desarrolló una predilección sobre las fuentes de financiación del rescate. La sociedad debía optar entre disponer de los beneficios distribuibles o recabar nuevos recursos mediante una nueva emisión de acciones. En caso resultar inviable optar por algunas de esas fuentes, Inglaterra estableció que de encontrarse en pérdidas la compañía debería abstenerse de rescatar acciones, y el incumplimiento de la prestación no legitimaba al acreedor recurrir a los jueces a solicitar su efectividad si implicaba que se produzca una reducción decretada por resolución judicial y en caso liquidarse la sociedad el derecho de los titulares de estos valores pasa después de los acreedores sociales. Por otro lado, en Portugal se llegó a establecer el incumplimiento del rescate como causal de liquidación de la sociedad.

Toda esta situación motivo que España redujera a las rescatables como valores exclusivos de las sociedades cotizadas, esperando que el sistema de fiscalización al que se encuentran sometidas reduzca el riesgo de descapitalización al que se exponen las compañías con el uso de las redimibles.

Una lectura superficial de la resolución SBS N° 4595-2009, nos puede llevar a concluir que no es posible la ampliación de las redimibles en tanto para efectivizar el rescate se establecen un conjunto de previsiones de carácter contable y jurídico que no son asimilables para las sociedades anónimas estructuradas fuera del sistema financiero. Esta duda se puede ver reforzada por el requisito de obtener la autorización previa del órgano de supervisión (SBS), sí el rescate se iniciativa a sola voluntad del emisor²⁶⁵ Este punto específico será desarrollado con amplitud luego, de inmediato nos encargaremos de demostrar que el rescate como operación societaria no contradice las previsiones y los principios sobre los que se ha desarrollado nuestra LGS.

²⁶⁵ “Las acciones preferentes no redimibles a plazo fijo podrán contemplar la opción de recompra o redención ejecutable exclusivamente a iniciativa del emisor, sujeta a la previa aprobación de la Superintendencia, luego de un plazo mínimo de cinco (5) años contados desde su emisión.” Tercer párrafo del art. 8 de Res. SBS 4595-2009

Como analizamos, el rescate de acciones como operación societaria implica un *negocio sobre acciones de propia emisión*, a través de la cual la sociedad rembolsa a su titular el valor de sus acciones buscando retirar estas últimas de circulación, gracias a un acuerdo previo con su titular.²⁶⁶ La forma de llevar a cabo el rescate de acciones vía reducción de capital previamente acordada por la sociedad o por la compra que la sociedad realice de sus propias acciones. Por lo tanto, si queremos trasladar la efectividad de las redimibles a las previsiones de la LGS, podemos concluir que el rescate de redimibles se debe someter a las previsiones establecidas para la adquisición de acciones, contenidas dentro del art. 104 de LGS, y la autocartera.

El asunto de adquisición de acciones propias ha evolucionado progresivamente en la doctrina y en el derecho internacional. Partiendo de una tajante prohibición por considerarse una operación potencialmente peligrosa desde diferentes perspectivas.

“En la perspectiva económica, la adquisición y tenencia de las acciones propias ha de ponerse en continua relación con algunas pautas jurídica fundamentales. En primer lugar, con los principios protectores del capital social (en especial, los que hacen mención a la protección de los intereses de los acreedores sociales), dada la posible violación de los mismos que puede acarrear. En segundo lugar, con el genérico derecho a los beneficios sociales de los accionistas, ya que la incardinación de tal operación en la política de gestión financiera de la empresa puede incidir positiva o negativamente, en los resultados finales del ejercicio. (...) En la perspectiva corporativa-interna, la adquisición de una parte alícuota del capital, como medida de participación en la ordenación de voluntad, puede influir en gran medida sobre las reglas de formación de las mayorías en el órgano soberano de la sociedad anónima, bien manipulando abusivamente estas reglas en beneficio de los administradores sociales o de los grupos mayoritarios, bien haciéndolas efectivas en interés social con objeto de impedir la toma de control por parte de agentes externos indeseables. En cuanto al crédito social frente a terceros, la citada operación, merced de su influencia sobre el precio de mercado de las acciones, contribuye al mantenimiento o la desaparición de la imagen de solvencia de la entidad ante el público

²⁶⁶ Respecto de las características de las acciones rescatables en Estados Unidos, al contrario que en la mayoría de las legislaciones, pueden amortizarse en cualquier momento. (p. 180) Las acciones rescatables que se introdujeron en el Derecho español tienen un gran parecido con las acciones emitidas en el ámbito de la Unión Europea, Por el contrario, las acciones rescatables reguladas en Estados Unidos tienen un tratamiento y unas características sustancialmente diferentes por lo que no son un término válido de comparación con las acciones rescatables españolas. Villacorta Hernández, M., op. cit. p. 181

en general e incluso, para las sociedades cotizadas, constituye un medio para la formación de fuertes corrientes de oferta o demanda de sus valores en la Bolsa”²⁶⁷

Sin embargo, en consideración a la mayor presencia de los negocios sobre acciones propias, y su particular utilidad a un sinnúmero de finalidades lícitas, se terminó por superar la desconfianza en estas operaciones, abriéndose paso una política de liberalización, que a través de un conjunto de cautelas busca de suprimir el potencial abuso de su uso y con ello garantizar los intereses de los socios, acreedores y mercado en general.

Dada la amplitud del tópico “negocios sobre propias acciones”, al que se subsume la operación de rescate de acciones, optamos por delimitar como afectara al capital social el rescate en razón de los bienes dispuestos para hacerlo efectivo.

i. El rescate de acciones financiado por el capital social

Fernández del Pozo sostiene que “*la amortización es esencial a su condición de rescatables*”; mientras que García-Cruces afirmaba que en las rescatables “*la previsión de rescate determinaba la necesaria exigibilidad de su amortización*”. Nuestra postura es que, si la redención de acciones rescatables es financiada con cargo al capital social, estas acciones **necesariamente** han de ser amortizadas.

A diferencia de lo que sucede en el derecho comparado, no existe una predilección sobre la fuente de financiación para que la sociedad proceda a redimir sus acciones, sin embargo, no hemos de comprender esta deficiencia como un obstáculo para el desarrollo de dicha operación.

Tal como expusimos, la regulación dispensada al capital social no separa su aspecto patrimonial del abstracto, y clara muestra es que el art. 104 de la LGS lo reconoce como recurso de financiación para la operación de adquisición de acciones propias. Dicha previsión no contradice el sistema legal desarrollado sobre el capital social como cifra de garantía de la solvencia patrimonial de la sociedad.

Conforme a la LGS el carácter intangible que se predica del capital social sostiene la proscripción de cualquier alteración de la cifra, salvo se realice bajo las previsiones establecidas para la modificación de estatutos sociales, ya sea para su aumento o reducción. Por lo que se refiere a la adquisición de acciones con cargo al capital social resulta imperativo contar con el acuerdo de reducción de capital antes de la adquisición.

²⁶⁷ Cfr. Vázquez Cueto,

En otras palabras, es posible la distribución de capital, pero después de seguir el procedimiento de reducción, esto es, con las publicaciones respectivas y con conocimiento y derecho de oposición de los acreedores sociales. De esa manera se evita que “la oposición de los acreedores a la reducción se convierta en inútil por haberse ya efectuado el gasto de adquisición de las acciones propias”²⁶⁸

Es así que sí la sociedad decidiera reducir capital social mediante la adquisición voluntaria de ciertas acciones, someterá dicho procedimiento a las previsiones establecidas dentro del art. 217 LGS. Si dentro del periodo establecido luego de las publicaciones ninguno de los acreedores ha presentado oposición alguna, será viable la reducción de capital social.

Del sometimiento a este conjunto de previsiones resulta que sí la sociedad no puede garantizar el pago de sus créditos sociales, no podrá financiar con cargo a capital el rescatar ninguna de las acciones redimibles que haya llegado a emitir. Esta medida es reflejada en el sistema financiero de la siguiente manera: “*No procederá (...), ni la redención de las acciones, cuando el patrimonio efectivo de la empresa sea inferior al mínimo establecido en el primer párrafo del artículo 199° y la Vigésima Cuarta Disposición Transitoria de la Ley General.*”²⁶⁹ Ambas disposiciones hacen referencia a la determinación del patrimonio efectivo o capital social de las empresas del sector financiero.

Luego, el art 104 LGS obliga a la sociedad amortizar los valores que habría adquirido con cargo al capital social. Económicamente hablando, al socio se le entrega el valor que poseían estos valores. No obstante, el precio del rescate no tiene que coincidir, necesariamente, con el valor nominal de los valores recuperados. En la mayoría de los casos es el valor del mercado el referente acordado para el rescate. En esa línea nos preguntamos: ¿se puede financiar un rescate de acciones con cargo a capital social cuando su precio fuese superior al valor nominal, o incluso se llegase a establecer una prima de rescate? Sí.

De acuerdo a nuestra LGS la reducción del capital social puede ser llevada a cabo mediante la *entrega a sus titulares del importe correspondiente a su participación en el patrimonio neto de la sociedad*, lo que una primera interpretación nos puede llevar a concluir que se utilicen beneficios o reservas libres. Sin embargo, en los casos en que la sociedad necesita liberarse de un grupo de activos que exceden a sus necesidades de financiación, en tanto lastran la situación económica y sostenibilidad de la empresa, la solución más adecuada

²⁶⁸ Cfr. Laroza, Enrique, *Derecho societario...* Ob. Cit, Vol. I, pág. 759

²⁶⁹ Inciso b, numeral 2 del artículo 6 de la Res. SBS N° 4595-2009.

implicara la reducción del capital y asumir el monto de exceso con relación al valor nominal con cargo a los beneficios y reservas libres (Segundo párrafo del Art. 104 LGS).²⁷⁰

Una adecuada capitalización de la anónima permitirá sortear las pretensiones obstruccionistas de algunos acreedores sociales. No obstante, de no presentarse esta situación existirá, un conflicto entre la necesidad de asegurar el pago de los créditos sociales y el interés del titular de las rescatables, de ver satisfecha la obligación que con la emisión de estos valores asumió la sociedad. La prevención de esta situación determino que en la práctica inglesa se desarrollara una clara preferencia por financiar el rescate con reservas libres o el producto obtenido de una nueva colocación de acciones. Aun cuando la literalidad de nuestra ley no recoge el último supuesto, consideró que más que un recurso, la emisión de nuevas acciones es un mecanismo para proteger la viabilidad del rescate con cargo al capital social.

Cuando la sociedad coloca nuevas acciones en el mercado, atrae capital a su patrimonio, y, conforme a ley, se producirá un aumento de la cifra de retención patrimonial, fortaleciendo la situación patrimonial de la empresa. De esa manera, sí se acompaña al acuerdo de reducción de capital por rescate de acciones, un acuerdo de aumento de capital por el valor de las acciones que serán amortizadas, resultará inviable oponerse a la efectividad del rescate en tanto la situación patrimonial de la sociedad se mantendrá intacta gracias a una especie de “operación acordeón”

Entiendo que las previsiones establecidas alrededor de realizar primero la ampliación se encuentran dirigidas a obtener la financiación suficiente para llevar a cabo la operación de redención, sin embargo, nuevamente podemos echar mano a la estructura financiera de las acciones para hacer más atractiva la inversión en este tipo de valores. Apoyando nuestras conclusiones encontramos a García de Enterría quien afirmaba que «la operación de aumento que acompañaba al rescate de una emisión anterior permite a la sociedad mantener invariada su cifra capital, pero al propio tiempo mejorara su estructura financiera»²⁷¹

ii. *Beneficios o Reservas Libres*

Cuando analizamos la legislación española analizamos la duda que poseía sobre el financiamiento del rescate con reservas libre y beneficios acumulados. Resulta que, al encontrarse fuera de la obligación de retención patrimonial, la disposición de estos recursos no implicaba una reducción del capital social, contradictorio a la consideración de la

²⁷⁰ Laroza, Enrique, *Derecho societario...* Ob. Cit, Vol. I, pág. 759

²⁷¹ García de Enterría, op. cit., p. 6

amortización a la que se sometida a las rescatables, puesto que, al ser el mecanismo ideal para llevar a cabo una reducción efectiva del capital, se preguntaban si era posible que exista un caso de amortización de acciones que vulnerase las previsiones legales desarrolladas sobre el capital social.

Sin embargo, esta elucubración no tiene por qué ser importada, en tanto en el ordenamiento societario peruano la recuperación de acciones no implica su amortización, y la cancelación de acciones, amortización, no conlleva una reducción del capital social.

De acuerdo el art.104 LGS, sí la sociedad decide financiar la adquisición de cualquier clase de acción con beneficios acumulados o reservas libres deberá decidir si amortiza los valores adquiridos o los mantiene bajo un régimen de custodia temporal, la autocartera.

a. Amortización sin reducción del capital social

Sí la sociedad decide amortizar las acciones recuperadas puede: a) amortizarlas y reducir el capital, o b) amortizarlas sin reducir la cifra. Esto que parece tan sencillo, tuvo un rimbombante análisis en el ordenamiento español, se consideraba que en tanto “*el capital está representado por acciones nominativas y se integra por aportes de los accionistas*”, sería contradictorio a la configuración de la anónima aceptar una amortización sin reducción de capital, pues no podría existir un porcentaje sin representación accionarial.

No obstante, nuestra ley resuelve la referida “contradicción” al disponer que una vez adquiridas las acciones la sociedad puede amortizarlas sin variar el monto al que asciende, si concurre con ello el acuerdo de incrementar proporcionalmente el valor de las acciones que quedan. El carácter neutral de la operación favorece a los acreedores sociales, pues no verá reducida la cifra de retención patrimonial.

b. Amortización sin reducción de capital al estilo francés

De acuerdo al inciso 2 del art. 104 LGS la sociedad podrá financiar el rescate de sus acciones con cargo a beneficios y reservas libres “*para amortizarlas sin reducir el capital conforme se indica en el inciso anterior, pero entregando a cambio títulos de participación que otorgan el derecho de recibir por tiempo determinado un porcentaje de las utilidades distribuibles de la sociedad*”.

Esto no es otra cosa que el procedimiento de amortización de capital al modo francés, i «*amortissement du capital*», cuya funcionalidad, al igual que en el primer caso, se sostiene en la realización de un ajuste de contabilidad. La sociedad carga al capital social el valor nominal de las acciones que adquiere y amortiza, y pasa abonar a una cuenta del capital el

mismo valor reducido, sin embargo, dicha cifra se encontrara integrada de títulos de participación, valores que otorgan a los titulares de las acciones amortizadas, el derecho a recibir utilidades distribuibles durante un periodo de tiempo.

Fernández del Pozo explicaba como en las históricas “redimibles” españolas era una práctica habitual utilizar beneficios o reservas libres para pagar a los accionistas titulares de las acciones amortizadas el precio del rescate en metálico además de la entrega de acciones de disfrute cuya adjudicación perseguía dos finalidades económicas: el pago en especie de una prima de reembolso del valor nominal y, además interesar al accionista en los beneficios futuros de la compañía (los obtenidos después de la amortización).²⁷²

Nuevamente se confirma que la amortización de acciones, con independencia de su clase, no conlleva necesariamente a la reducción del capital social, lo que permite sostener que la operación como tal no resulta ser contraria a los principios de intangibilidad y estabilidad del capital social como medida de protección de los acreedores sociales y socios.

c. Sin necesidad de amortizarlas

Los últimos incisos del cuarto párrafo del art. 104 LGS se encargan de regular la institución de la autocartera, sin embargo, demostrare como uno solo uno de estos supuestos es aplicable para la efectividad a la operación de rescate.

(i) Para evitar un daño grave

La LGS reconoce como supuesto que habilita la adquisición de acciones que se realice con miras a salvaguardar a la sociedad de un “daño grave”. Aun cuando está condición resulta amplia y cargada de una alta subjetividad, considero que la referencia a un daño grave resultaría inviable para impulsar el rescate de las redimibles. La nota de probabilidad que singulariza estas situaciones no es compartida por los valores redimibles. Sin embargo, lo dicho hasta aquí no restringe la posibilidad de su aplicación sobre dichos valores.

Frente a una situación imprevista la sociedad puede presentar una oferta de adquisición a todos sus accionistas, a está pueden acceder los titulares de acciones redimibles y de esa manera desprenderse de estos valores antes del plazo, de acaecida la condición, o que

²⁷² Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 171. Elías Laroza sostiene el carácter accesorio de la entrega de títulos de la siguiente manera: “Decimos que la entrega de títulos es adicional al pago del valor nominal, aunque el texto de la ley es poco claro, por una razón obvia: si no fuese de así, este caso sería idéntico al mencionado en el punto 5 de este comentario –adquisición de acciones con títulos de participación-. Por otra parte, la premisa de los cuatro casos que estamos comentando es la adquisición de las acciones con cargo a beneficios y reservas libres. Elías Laroza, E., op. cit., tomo I, p. 382

la sociedad o los titulares de esta clase decidieran impulsar la redención. Ya adquiridas las redimibles pasaran bajo custodia temporal de la sociedad, ya sea para su amortización o podrá ponerlas nuevamente en circulación mediante su compra a terceros.

Fernández del Pozo explica con dos supuestos claro la viabilidad de este supuesto: “En las rescatables a plazo a la cuestión es más clara. Supongamos que se emiten acciones que tienen un plazo de diez años de duración y que se rescatan cuando finalice el término. Pues bien, nada hay que obligue a entender que, por el hecho de ser rescatables, las acciones deban amortizarse antes del término final si son adquiridas por la sociedad: la sociedad luego de su adquisición, tenerlas en autocartera, amortizarlas o enajenarlas a un tercero que las adquiriera con las mismas condiciones de duración. Si por ejemplo las acciones son rescatables a voluntad de la sociedad, el administrador puede estar interesado en adquirirlas en bolsa cuando el precio de cotización es inferior al rescate”²⁷³

iii. Previo acuerdo de la junta general para mantenerlas en cartera

Si la sociedad decide adquirir acciones propias con reservas libres y beneficios acumulados para mantenerlos en cartera, ha de observar dos límites: i) un *límite cuantitativo*, la compra no podrá excederse al 10% del capital suscrito y, ii) un *límite temporal*, las acciones adquiridas solo pueden mantenerse en custodia durante dos años, pasado este periodo la sociedad tendrá que amortizar estos valores, y proceder a la reducción de capital social por amortización de autocartera.

En defensa de la integridad del capital social, los derechos de las acciones adquiridas serán suspendidos mientras se mantengan bajo la potestad de la sociedad, tampoco son computables para el quorum y mayoría en las juntas, y con la finalidad de presentar al mercado la real composición patrimonial de la sociedad se reflejarán en una cuenta especial del balance, pero no dentro del capital social.

Finalmente, con relación a este medio de financiación es interesante la práctica que se ha venido desarrollando en el derecho internacional, con la constitución de una reserva “*ad hoc*” dirigida a financiar el rescate de las acciones redimibles. De esa manera se protege los intereses de los titulares de las redimibles, acreedores sociales y socios en tanto se capitaliza la sociedad y su disposición no deje desprotegida a los acreedores sociales.

²⁷³ La previsión de la autocartera para el caso de las redimibles españolas juega un papel importante para la funcionalidad de la figura en cuanto tanto la Ley como la Directiva presuponen la inmediata amortización de las acciones rescatables. Fernández del Pozo, L., op. cit., pp. 307-310

iv. Utilizando títulos de participación

En la regulación internacional de las redimibles los recursos que sostiene la financiación se reducen al capital y las reservas libres o beneficios acumulados. Para estos ordenamientos el uso de valores de participación, ya sea como pago del precio de rescate o compensación del valor de adquisición, no es posible. Otro punto que caracteriza el funcionamiento de las acciones redimibles en el Perú y que las acerca más a la práctica desarrollada en el derecho estadounidense.²⁷⁴

Tal como se establece en el tercer párrafo del art. 104, la sociedad adquiere sus acciones con fines de amortización sin desembolsar monto alguno por su transmisión, pero entregando a cambio a títulos de participación que le permitirán hasta los entones accionistas participar de beneficios distribuibles durante el plazo que estime conveniente.

Conforme lo establecido en esta regla el capital social de la empresa no se ve reducido, lo que se fundamenta a través del abono del valor los valores mobiliarios entregados Este proceder es similar al de amortización de capital al estilo francés, contenido en el inciso 2 de nuestro art. 104, pues los valores entregados solo reconocen derechos potestativos, percibir “beneficios” distribuibles de la sociedad emisora.

3.1.3. Conflictos de interés derivados de la emisión de rescatables

La decisión de emitir acciones rescatables ha de poseer como presupuesto su consideración como la medida idónea y proporcional para satisfacer los intereses de la emisora. Sin embargo, tal como reconoce Villacorta Hernández para que se concrete satisfactoriamente una emisión de acciones rescatables es necesario que esta sea considerada ventajosa *a priori*, para todos los sujetos intervinientes, la sociedad emisora y sus potenciales inversores.

Resuelto el tema de la compatibilidad del rescate de acciones y la regulación del capital social en la LGS, a continuación, nos avocaremos a analizar los conflictos de intereses que se pueden llegar a presentar con una emisión de acciones rescatables.

²⁷⁴ El rescate podrá ser dinerario o no dinerario (incluyendo valores emitidos por la misma o por otra corporación), en el tiempo o tiempos, precio o precios, tas o tasad de interés establecidos en la escritura de constitución o en el acuerdo de emisión. Esta configuración es predominante en la práctica de las rescatables en Estados Unidos e inspiradora de las soluciones que incorpora la *Revised Model Bussiness Corporation Act*. Villacorta Hernández, M., op. cit., p. 178

i. La efectividad del rescate y la estabilidad del capital social

Alrededor de la temporalidad de las acciones redimibles se llegó al punto de cuestionar su esencia como verdaderos valores de participación, sobre todo el hecho que la efectividad del rescate resulte contraproducente a la estabilidad patrimonial de la sociedad.

Si bien en toda emisión de acciones con “privilegios” existen riesgos tanto para la emisora como para el suscriptor, para el caso de las rescatables se resaltaba el hecho que con la efectividad del rescate llegase a colisionar el interés del titular de a recibir el precio acordado por la redención de sus acciones, y el interés de los acreedores de ver satisfechos sus créditos.

Como hemos analizado, existen recursos cuya disposición permite a la sociedad mantener un equilibrio entre ambos focos de tensión; el obstáculo se presenta cuando la sociedad decide echar mano de los recursos que integran el acervo patrimonial que representa su compromiso de estabilidad e intangibilidad contenido en estatutos bajo la denominación de “*capital social*”.

Al no existir una regulación específica de la redención en el derecho peruano, la sociedad que emita estos valores ha de someter su actuación al art. 104 de la LGS, y con ello a las previsiones para proteger la estabilidad e integridad del capital social. Razón por la cual nos remitimos al análisis previamente realizado sobre la ejecución del rescate.

ii. La emisión de redimibles y el derecho de suscripción preferente de los socios de la emisora

La evolución del derecho de suscripción preferente parte de su consideración como privilegio reconocido a ciertos socios, al reconocimiento como uno de los derechos mínimos con el que cuenta el socio de la anónima. Sucede que, en los inicios de la anónima, la emisión de nuevas acciones no fue utilizada como mecanismo de fortalecimiento patrimonial, por el contrario, la administración lo utilizó para restar el valor económico de las acciones de los socios que no poseían esta facultad, restando trascendencia a su participación administrativa, y durante la distribución de los beneficios económicos obtenidos. Ahora, el ejercicio efectivo del derecho de suscripción preferente evita que la participación del socio sufra una pérdida de su valor por la nueva emisión de acciones, previendo un abuso por parte de la administración social.

Por otra parte, la apertura social mediante la colocación de nuevas acciones ha sido percibida de forma negativa en vista del efecto dilución que posee. El poder que se posee sobre la sociedad se dispersa y comparte con los nuevos accionistas. Sumado a ello, está el

hecho que se emitan acciones con opción de ser redimidas a sola voluntad del titular, ya que en presencia de pérdidas sus titulares pueden desahucarse del corporativo para evitar dichas pérdidas y recuperar el valor de la inversión que inicialmente entregaron a la empresa.

Aun cuando lo expuesto son efectos potenciales del uso de acciones redimibles, considero que no poseen la trascendencia para desvirtuar la legitimidad de la figura. Por otro lado, es propio en la emisión de cualquier clase de acciones que los antiguos socios vean perjudicada su posición social, no se debe olvidar que tomada la decisión de emitir acciones redimibles, la administración procederá conforme a estatutos y ley, obligada a respetar, de forma irrestricta, el derecho que poseen los antiguos socios a no ser privados de los beneficios y reservas constituidas con anticipación a dicha decisión, lo se ve salvaguardada haciendo efectivo su derecho de suscripción preferente, suscribiendo a prorrata de su participación las nuevas acciones que se emitirán al mercado.

El ejercicio del derecho de suscripción preferente permitirá que los antiguos socios hagan frente al descenso del valor de sus antiguas acciones y con ello su participación dentro del corporativo.²⁷⁵

Esta forma de proceder permitirá dejar sin fundamentos aquellas pretensiones que sostiene que a través del rescate se busca beneficiar a ciertos socios en clara contraposición al principio de paridad de trato, en tanto, lo explicado sobre este punto, implica igualdad de oportunidades y un comportamiento neutral de la sociedad; sí en dicha oportunidad no se accedió por invertir en estos valores, no puede alegarse trato preferencial hacia los titulares de las acciones que serán recuperadas por la sociedad.

En conclusión, una vez que decidida la emisión de acciones redimibles o rescatables, dependerá de cada socio decidir si hace efectivo, o no, su derecho de suscripción preferente en rueda y así evitar los “efectos negativos” que la emisión de rescatables puede llegar a desembocar sobre su esfera jurídica.²⁷⁶

²⁷⁵ Ramos Padilla cita a Messineo quien analiza como desde “el punto de vista económico y jurídico, considerando que la sociedad ha alcanzado un grado de prosperidad con acumulación de reservas, por obra de los actuales accionistas, ellos deben ser los primeros en gozar de una nueva emisión de acciones a un precio que, de ordinario, es inferior al valor efectivo de las acciones que están ya en circulación, y representa objetivamente una ventaja, en todo caso contra el pago del precio fijado para la emisión.” Vid. Ramos Padilla, E., op. cit., p. 172

²⁷⁶ Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 225

3.2. Ampliando la figura: la emisión de acciones rescatables por sociedades anónimas peruanas

España es uno de los sistemas jurídicos que reconoce a las acciones rescatables como valores exclusivos de las anónimas cotizadas. La referida limitación cualitativa se fundamenta en el hecho que, siendo un complejo instrumento financiero, el control desplegado por las supervisoras de bolsa disminuirá los efectos contraproducentes se pueden derivar del uso de este instrumento²⁷⁷, y por otro lado, se alegaba que la exclusividad del instrumento permitirá un mejor desarrollo del subtipo social.²⁷⁸ Sin hacer referencia alguna a aspectos tipológicos del instrumento.

Tal como la caracteriza el sistema español sus rescatables son una clase de acción en la que se tiene prevista su recuperación e inmediata amortización. Analizando puntualmente los aspectos descritos, podemos sostener que ni la adquisición de acciones propias o amortización distinguen el que se trate de acciones ordinarias o cotizadas. Sumado a ello, se encuentra el hecho que en el reconocimiento de las rescatables no se introdujo un procedimiento de amortización particular para estas acciones.²⁷⁹

Este límite introdujo una contradicción al ordenamiento español, tal como reconoce Fernández del Pozo “la preferencia tipológica manifestada por el legislador de la reforma de 1989 en materia de rescatables es la notoria falta de consistencia del criterio seguido aquí en relación con el empleado a propósito de las acciones de clases especiales”²⁸⁰ (...) de acuerdo al cual las sociedades cotizadas y no cotizadas pueden emitir acciones privilegiadas.²⁸¹

Por otro lado, en el derecho comparado no es una regla limitar las redimibles para el caso de las anónimas cotizadas. En Inglaterra, The Companies Act (2006) reconoce la posibilidad de emitir redimibles tanto a las public and private Companies, siendo su único requisito que sean *limited companies by shares*, lo que en nuestro ordenamiento jurídico se

²⁷⁷ Vid. García Cruces, La Ley, 1999, op. cit., p. 1988; Alonso Ledesma, C., RdS, op. cit., pp. 30 y ss.; Campuzano Laguillo, Clases de..., op. cit., p. 241

²⁷⁸ La referencia del requisito de cotización encuentra argumento en el hecho de que la Reforma de 1998 introdujo una Disposición Adicional (la decimoquinta) de una Ley de Reforma del Mercado de Valores. La reforma supuso el reconocimiento legal de una nueva categoría de sociedades anónimas: las anónimas cotizadas. Ente las características de estas sociedades anónimas cotizadas está la posibilidad de emitir acciones rescatables. Vid. Villacorta Hernández, M., op. cit., p. 208

²⁷⁹ Fernández del Pozo realiza una equiparación ente los procedimientos de amortización previstos en la ley española, Reino Unido y la II Directiva concluyendo en la existencia de una equivalencia entre todos ellos. Vid. Fernández del Pozo, L. op. cit., pp. 201-202

²⁸⁰ Fernández del Pozo, L. op. cit., p. 241

²⁸¹ En este sentido se expresa Villacorta Hernández al manifestar que “La sociedad abierta debería tener una regulación distinta de la sociedad cerrada con normas mercantiles distintas para su financiación con clases de acciones. Sin embargo, no tiene sentido que mientras exista el sistema dualista, las sociedades no cotizadas no puedan emitir acciones recuperables. Villacorta Hernández, M., op. cit. p. 207

traduce como sociedades de responsabilidad limitada. Así mismo, la Segunda Directiva de la Comunidad Europea, que contiene el marco normativo de estos valores, no establece como requisito mínimo para la emisión y uso de recuperables que la emisora sea una sociedad cotizada.

Estos argumentos nos permiten afirmar que el criterio reduccionista que limita la emisión de acciones rescatables a sociedades anónimas cotizadas, no posee la trascendencia suficiente para desvirtuar nuestra hipótesis de ampliar la figura a las sociedades establecidas fuera del sistema financiero. Sumando a ello, se encuentra el hecho que nuestras sociedades no necesitan de un reconocimiento positivo para la emisión de las más diversas clases de acciones. (Art. 88 LGS)

De esa manera, todas las anónimas, ya sean ordinarias o de estructura cerrada o abierta, se encuentran facultadas para la emisión de diversas clases acciones, incluso acciones redimibles. El procedimiento que debe seguir la sociedad dependerá del momento y circunstancias en que la decisión de crear estos valores sea tomada. Así, conforme al artículo 83 LGS son dos momentos claves: *i). En la fundación de la sociedad, ii) Posteriormente, por acuerdo de la junta general.*

3.2.1. En la fundación de la sociedad

De conformidad a la LGS si durante la elaboración de los estatutos sociales los fundadores de la futura compañía consideraran oportuno que un grupo de las acciones sean redimibles, lo podrán hacer.²⁸²

Contrariamente a lo que se sucede en el derecho comparado, nuestras anónimas no se encuentran condicionadas a constituirse y establecer en sus estatutos una cláusula de autorización para la emisión de acciones redimibles. Si bien es un requisito que se repite tanto en la regulación inglesa, como dentro de la II Directiva del CEE; la necesidad de contar con una previsión estatutaria que habilite la emisión de acciones redimibles se sostuvo en las características y necesidades propias de la tradición jurídica inglesa, donde se estructuraron inicialmente estos valores.

El sistema *dual capital* del derecho ingles buscaba flexibilizar la gestión social, y dado que no se confiaban en una publicidad registral como en nuestro caso, los estos sociales deberían contener el marco sobre la cual la administración social desarrollaría s actividad. Si

²⁸² Artículo 54: El pacto social contiene obligatoriamente: (...) 3. El monto del capital y de las acciones en que se divide. (...)

la sociedad concebía posible contar en un futuro con redimibles, debía contar con una “cláusula de rescate” en tanto que su emisión no implicaría una modificación de sus estatutos. Por otro lado, contar con dicha previsión obligaría a los suscriptores de las redimibles, o a sus posteriores adquirientes, a pasar por su oportuna amortización.

Sin embargo, los caracteres de nuestro sistema societario nos exigen que por transparencia se ha d publicar la inicial estructura de la sociedad y cualquier modificación posterior.

3.2.2. *Posteriormente, por acuerdo de junta general de socios.*

Constituida la sociedad para crear cualquier clase de acciones se necesitará del acuerdo tomado por la junta general de accionistas.²⁸³

Al ser uno de los derechos “fundamentales” del socio intervenir en los asuntos de la sociedad (art. 95 LGS) resulta congruente que alrededor de esta materia puntos como como *convocatoria, asistencia, quorum* se encuentren claramente delimitadas.

Así, el directorio (art. 113 LGS), o su caso el gerente, convoca a junta de accionistas²⁸⁴ en las oportunidades establecidas en los estatutos, sí considera una medida necesaria en pro del interés general²⁸⁵, cuando lo demandase notarialmente el 20% de las acciones suscritas con derecho a voto (art. 117 LGS) en las sociedades anónimas normales y cerradas, y el 5% en las anónimas abiertas.²⁸⁶

La publicación de la convocatoria ha de cumplir con un conjunto de requisitos los cuales se encuentran detallados en el art. 116 y el art. 258 LGS que ingresa una regla de especialidad al establecer como plazo de anticipación a la convocatoria de 25 días.²⁸⁷ El contenido de la convocatoria se reduce a la especificación de los siguientes aspectos lugar, día, hora de celebración de la junta.

²⁸³ Numeral 3, artículo:115 LGS

²⁸⁴ Para el caso de las anónimas constituidas bajo la modalidad de sociedad cerrada este es facultativo, de allí que en su ausencia por disposición de ley serán encargadas sus funciones al gerente general, incluida la convocatoria. Cfr. Artículo 247 LGS

²⁸⁵ Como órgano colegiado la actividad desarrollada por el directorio se guía de conformidad a lo establecido dentro en el estatuto y dentro de la ley.

²⁸⁶ El derecho a solicitar la convocatoria se clasifica como un derecho de minoría.

²⁸⁷ Art. 116.- El aviso de convocatoria de la junta general obligatoria anual y de las demás juntas previstas en el estatuto debe ser publicado con una anticipación no menor de diez días al de la fecha fijada para su celebración. En los demás casos, salvo aquellos en que la ley o el estatuto fije en plazos mayores, la anticipación de la publicación será no menor de tres días. El aviso de convocatoria especifica el lugar, día y hora de celebración de la junta general, así como los asuntos a tratar. Puede constar asimismo en el aviso el lugar, día y hora en que, si así procediera, se reunirá la junta general en segunda convocatoria. Dicha segunda reunión debe celebrarse no menos de tres ni más de diez días después de la primera. La junta general no puede tratar asuntos distintos a los señalados en el aviso de convocatoria, salvo en los casos permitidos por la Ley.

Un aspecto trascendental de la convocatoria se concentra en la agenda a tratarse, siendo el caso analizado la modificación de estatutos por aumento de capital mediante oferta de suscripción de acciones rescatables o por conversión de acciones u obligaciones en valores redimibles. Temas ajenos a la agenda no podrán ser abordados, salvaguardando el derecho del socio de emitir un voto informado.²⁸⁸

Una vez convocada, asistirán y ejercerán sus derechos políticos los titulares de acciones con derecho de voto inscritas en la matrícula de acciones con dos días de anticipación a la celebración de la respectiva junta (art. 121 LGS), o diez días para las sociedades anónimas abiertas (art. 256).

Si bien la Ley General de Sociedades ha contemplado la creación y emisión de acciones sin derecho a voto, que cuentan con una serie de derechos especiales como el derecho de ser preferido en el reparto de utilidades, en la entrega del haber social y su derecho a recibir obligatoriamente el dividendo preferencial otorgado, no es menos cierto que por tratarse de acciones sin derecho a voto dichas acciones no dan quórum (art. 94 LGS), por tanto es imposible establecer un quórum en junta para accionistas sin derecho a voto.

Para que la constitución de la junta sea válida y tratándose de una materia calificada - modificación de estatuto por aumento de capital- se establece como requisito la concurrencia de un particularmente elevado número de acciones, lo que en doctrina se ha denominado **quórum calificado**. Lo dicho hasta aquí se traduce de la siguiente manera: es necesario que en primera convocatoria concurren cuando menos dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto para que la junta sea instaurada, caso contrario se tendrá que esperar a determinar lo que suceda en segunda convocatoria, la cual podrá ser declarada constituida con la concurrencia de al menos tres quintas partes de las acciones suscritas con derecho a voto. Esta regla se rompe para el caso de las sociedades abiertas ya que al ser un carácter propio el poseer un accionariado atomizado para completar el quorum en primera convocatoria basta con la asistencia de por lo menos el 50% de las acciones suscritas con derecho a voto, en segunda con el 25% y en tercera con el porcentaje que concurra.

Luego, con relación al requisito de “las acciones suscritas con derecho a voto” el art. 204 de la LGS determina que en caso de ser elegida la realización de nuevos aportes o el capitalizar créditos como mecanismos para llevar a cabo el aumento de capital social, resulta

²⁸⁸ Art. 52-A Las sociedades anónimas deberán proporcionar en cualquier momento, a solicitud escrita de accionistas que representen por lo menos el cinco por ciento (5%) del capital pagado de la sociedad, información respecto de la sociedad y sus operaciones, siempre que no se trate de hechos reservados o de asuntos cuya divulgación pueda causar daños a la sociedad. (...)

obligatorio para la sociedad que todas las acciones emitidas se encuentren totalmente desembolsadas, esto quiere decir que para el quorum establecido en dichos casos únicamente podrán concurrir los socios que han satisfecho su prestación de aportar.

Una vez constituidos en junta los socios se encargaran de decidir si aumentar o no el capital social y de qué manera hacerlo, en otras palabras decidir la forma en cómo se llevara a cabo la oferta de suscripción, plazos para la correspondiente suscripción y cuál será el contravalor patrimonial de dicha emisión, esto es i) realizar una aportación dineraria o no dineraria, ii) mediante una compensación de créditos, o a través de iii) la capitalización de utilidades, reservas, primas de capital o excedentes de revaluación.

i. Realización de nuevos aportes

De conformidad con lo establecido en la Res. SBS N° 4595-2009 para que los instrumentos redimibles sean contabilizados en el patrimonio efectivo de las empresas financieras estos deben ser *pagados en su totalidad, de manera incondicional e irrevocable*, estableciéndose una excepción a la regla de desembolso mínimo contenido dentro de la LGS.

En la doctrina se ha tratado de justificar dicha previsión en razón a la función económica-financiera que se sobresalta con la emisión de acciones rescatables. Sin embargo, la función de atraer capital a la sociedad le es predícale a cualquier acción que pueda llegar a crear la sociedad anónima. Luego, el hecho que se encuentra recogida esta medida dentro de la regulación básica de la II Directiva, se ha de considerar que se trata de una importación del sistema inglés.

Como se precisó en Inglaterra las redimibles fueron la primera excepción al rígido régimen de adquisición de acciones de propia emisión, y en busca de evitar un perjuicio a la solvencia de la empresa se estableció como requisito que estas deberían encontrarse desembolsadas en su totalidad antes de producirse su recuperación por la sociedad, esto es el rescate, si se realizara de otra manera la *companie* avalaría no solo un incumplimiento contractual, sino también el uso indebido de recursos patrimoniales.

En consecuencia, considero que importar este requisito al régimen mercantil general peruano se constituiría en una cortapisa a la explotación de la figura como mecanismo complementario de financiación especialmente para pequeñas empresas. En general, puede decirse que en la emisión de acciones rescatables a través del correspondiente aumento de

capital no es observable ninguna especialidad digna de mención respecto al régimen general de ampliación de capital con emisión de acciones de determinada clase.²⁸⁹

ii. *Conversión de acciones*

El último párrafo del art. 88 de nuestra LGS establece claramente que: “El estatuto puede establecer supuestos para la conversión de acciones de una clase en acciones de otra, sin que se requiera de acuerdo de la junta general, ni de juntas especiales ni de la modificación del estatuto. Sólo será necesaria la modificación del estatuto si como consecuencia de ello desaparece una clase de acciones.”

iii. *Capitalización de créditos contra la sociedad*

En el Perú otra de las modalidades prevista para el aumento del capital social es la capitalización de créditos contra la sociedad -inciso 2 del art. 202-, procedimiento a través del cual la sociedad busca amortizar los créditos que mantiene con terceros procediendo a la entrega de valores de participación, acciones, cuya titularidad lo llevare a instituirse en socio de la que en su oportunidad fue su deudora.

Elías Laroza nos explica cómo esta operación cumple las previsiones que informan el aporte dentro de la LGS de la siguiente manera:

“En resumen, es una operación que tiene exactamente los mismos efectos económicos que si la sociedad pagase el crédito y, acto seguido, los acreedores aportasen el dinero cobrado, en favor de la sociedad, en calidad de un nuevo aporte dinerario, a cambio de acciones. Jurídicamente, es el aporte de un crédito, que queda cancelado en forma inmediata por decisión del propio accionista, a cambio de acciones de la sociedad, y que en tanto es el aporte de un crédito, se encuentra previsto expresamente en el art. 216 de la LGS.”²⁹⁰

Procedimiento que conforme a las provisiones establecidas dentro de nuestra regulación civil no es otra cosa que una *dación en pago*²⁹¹ una de las modalidades de extinción de obligaciones al consentir el acreedor como pago de su crédito la entrega de acciones, y en nuestro caso específico ha de consentir que estas sean acciones redimibles.

²⁸⁹ Fernández del Pozo, L., La amortización de acciones..., op. cit. p. 225

²⁹⁰ Elías Laroza, op. cit., vol. I, p. 704

²⁹¹ Art. 1265 Código civil peruano: El pago queda efectuado cuando el acreedor recibe como cancelación total o parcial una prestación diferente a la que debería cumplirse.

La norma es clara y condiciona la efectividad de la capitalización a cumplimiento de dos requisitos: i) la emisión de un informe del directorio en el cual se sostenga lo conveniente que supondría proceder de esta manera, lo que de no ser cierto acarrearía la responsabilidad de los mismos, y ii) se debe respetar el derecho de suscripción preferente a todos los accionistas permitiéndoles realizar aportes, ya sean dinerarios o no, con la finalidad de no ver perjudicado su porción dentro del capital social.

De acuerdo a nuestra actual el procedimiento que analizamos incluye la posibilidad de integrar el capital social con rescatables haciendo efectiva la cláusula de conversión que resguarda la emisión de los denominados *bonos convertibles*.

iv. *Los bonos convertibles*

La Ley general de sociedades regula el procedimiento a considerar para la emisión, reembolso, rescate y adquisición de obligaciones por parte de las sociedades – Libro IV-. La emisión de obligaciones –art. 304 LGS- no es sino un mecanismo de endeudamiento o captación de ahorro-inversión en el Mercado de Valores, sin intermediación financiera de los agentes del sistema bancario. En este procedimiento el inversionista acepta constituirse en acreedor del emisor y no en copropietario o participe del negocio o empresa a la que destinara sus recursos, como ocurre cuando adquiere otra clase de valores.²⁹²

Así como las acciones, las obligaciones que emita la sociedad podrán poseer facultades específicas que nos permite hablar de clases de obligaciones, siendo el caso de los *bonos convertibles en acciones* –art. 315- un ejemplo ilustrativo de los estudiados híbridos financieros, y es que como instrumentos de deuda incorporan una opción explícita –derecho- que permite (a los inversores o emisor) intercambiarlos por acciones representativas del capital de la sociedad emisora, facultando al tenedor de estos instrumentos constituirse en accionista en la medida que ejerce la opción de conversión que le otorga el título. Por esta razón, el precio de mercado de los bonos convertibles en acciones es determinado tanto por la tasa de interés prometida por el emisor, como el precio de las acciones representativas de capital. Siendo característica propia de los instrumentos híbridos el hecho de ser estructurados

²⁹² Francisco Messineo sostiene lo atractivo de la emisión de obligaciones frente la asunción de créditos de la siguiente manera: “En efecto, en lugar de aumentar el capital, o de recurrir momentáneamente al crédito, el cual sirve para las necesidades corrientes, la sociedad por acciones que tenga necesidad de dinero para operaciones o inversiones de *larga duración*, o por otras razones, puede recurrir a la emisión de un empréstito, a colocarse entre el público de los ahorradores. De este modo, el ahorro concurre en una nueva forma, diversa (o sea, temporal) de la suscripción de acciones, a la financiación de la sociedad por acciones. El obligacionista es, por consiguiente, un acreedor a largo vencimiento y, por tanto, interesado durante un cierto tiempo, en que a sociedad sea solvente. Citado por Elías Laroza en: Derecho Societario Peruano, vol. II, p. 269

a medida de los intereses de su emisor, no existe alguna especificación legal que establezca como limite a nuestras anónimas, ya sean cotizadas o no, establecer en la emisión de deuda la posibilidad de establecer la conversión como un plus -atractivo- a los potenciales suscriptores de estos títulos de deuda.

De acuerdo a las previsiones que regulan los bonos convertibles en acciones, el aumento de capital consecuencia de la conversión se formalizara solo con la resolución que dio lugar a la emisión de estos valores, sin necesidad de un acuerdo de junta, tal como lo determina el art. 214 de la LGS.

Así, la capitalización de bonos en general, se presenta como una eventualidad, que en caso de producirse tendrá que ser resulta por junta, donde se han de determinar las condiciones y la clase de valores que serán entregados y deberá de ser respetado el derecho de suscripción preferente de los anteriores accionistas. Esto último no sucede en la capitalización de bonos convertibles, puesto que los accionistas tuvieron la oportunidad de ejercitar su derecho de suscripción preferente, al momento de hacer pública la sociedad su oferta de suscripción de dichos valores.

3.2.3. Previsiones alrededor de su especialidad

En el Perú las acciones redimibles han sido reglamentadas en el sector financiero, específicamente dentro de la Resolución SBS N° 4595-2009, donde se especifican aspectos como: computado, forma en cómo se debe proceder para su salida progresiva en el balance de la empresa y, de manera sobresaliente, las medidas de protección para proteger la intangibilidad del capital social al restringir el rescate de acciones. Sin embargo, considero que existen vacíos que no han sido elaborados.

A continuación, presento algunas de las consideraciones necesarias alrededor de las acciones redimibles, para ser tomadas en consideración por el legislador nacional en una futura revisión de la LGS.

i. ¿Resulta necesario límite cuantitativo?

En la regulación española se establecen un conjunto de previsiones alrededor de las redimibles, todas ellas dirigidas a paliar los efectos adversos de su uso.

Algunas medidas son duramente cuestionadas (*limitación cualitativa*), otras reclamadas, y elogiadas, por la doctrina prejuiciosa de la validez de la figura.

En este caso en particular hablamos del establecimiento de un límite de carácter cuantitativo, mismo que ha quedado establecido de la siguiente forma: “*las sociedades*

*anónimas cotizadas podrán emitir acciones que sean rescatables (...) por un importe no superior la cuarta parte del capital social.”*²⁹³

Nos preguntamos entonces, ¿es necesario un límite cuantitativo dentro la legislación peruana?

Como establecimos, la emisión de acciones es una facultad de la autonomía de las sociedades que ha quedado regulada de una forma bastante amplia. Los límites establecidos alrededor de esta facultad se basan en el procedimiento y el contenido de los derechos que se otorgaran con las nuevas acciones. Sin embargo, ni para las acciones sin voto²⁹⁴, primer híbrido financiero aceptado, se establece en legislación un límite de este tipo. Aun así, este tópico ha sido objeto de análisis y regulación en otros ordenamientos.

En España las valoraciones del límite cuantitativo son favorables Tal como reconoce Fernández del Pozo, *“la imposición de un límite cuantitativo a la financiación de las acciones rescatables es una solución de compromiso entre los críticos de la institución, que llegan a poner en duda la conformidad de la institución con los principios configuradores, y los partidarios de una mayor flexibilidad”*²⁹⁵

Para Villacorta Hernández, *“Este límite, unido al de las acciones sin voto, es un intento de mantener el principio de integridad del capital para proteger a los acreedores”*²⁹⁶ en vista que de esa forma se evitara que la sociedad utilice inadecuadamente sus recursos y exponga la estabilidad y continuidad de la empresa. Villacorta Hernández relacionan este límite con la medida del derecho inglés, que establece la imposibilidad de rescatar si como efecto solo quedasen acciones rescatables o no quede ninguna acción.

Aun cuando la cifra es arbitraria, la doctrina española alega que de esta manera se protege el interés de los acreedores de ver satisfechos sus créditos, pues solo el 20% de la cifra capital social podría verse afectada para el desarrollo de un futuro rescate. Tal como explicamos, fuera de la disposición de recursos libres o reservas libres, la sociedad puede disponer del capital social para hacer frente a la obligación de rescate que posee, y siendo uno

²⁹³ Ni el anteproyecto de enero de 1987, ni el texto elaborado por la Comisión de Expertos para la LRLMV recogían un límite cuantitativo para la emisión de acciones rescatables, lo cual era uno de los principales argumentos en los que se fundamentaba el rechazo doctrinal a la inclusión de estas acciones. Villacorta Hernández, M., *“Evaluación de los requisitos para la emisión de acciones rescatables”* en: Revista de Derecho Bancario y Bursátil, España, 2012, pp. 114-122

²⁹⁴ Al no señalarse límites a la emisión de acciones sin derecho a voto, podría llegarse a casos absurdos como tener la mayoría de acción sin voto y con privilegios inexistentes porque se habrían diluido en tales cantidades de acciones. Ramos Padilla, E., op. cit., p. 161

²⁹⁵ Cfr. Fernández del Pozo, L. *“La amortización de acciones...”* Op. Cit. p. 249

²⁹⁶ Cfr. Villacorta Hernández, M., *“Evaluación de los requisitos...”* Op. Cit. p. 115

de los riesgos del negocio de adquisición de acciones propias la ruptura de la relación de cobertura entre el capital y el patrimonio.

El mantenimiento de la cifra capital social es un indicativo de la solvencia de la empresa, si la sociedad adquiere acciones propias para reducir capital social, existirá una incidencia patrimonial, que se agrava en cuanto mayor sea el volumen de las acciones adquiridas. Al no existir una norma que restrinja la sociedad a rescatar en caso de pérdidas se aprueba la limitación *“porque así se protege a los acreedores frente a una posible descapitalización llegado el momento del rescate.*

Sobre la cifra establecida, Villacorta establece:

*“Acertado también es el 25% del capital social ya que parece ser razonable y suficiente. Bien es cierto que es imposible que una medida discrecional preventiva satisfaga a todos, ya sea porque puede parecer excesiva o insuficiente. De todas formas, por analogía con la figura acciones sin voto, parece posible que las empresas emisoras restrinjan estatutariamente el porcentaje admisible de las acciones rescatables, ya que si el porcentaje es menor a 25% se podrán cumplir mejor las finalidades que se pretenden alcanzar con la fijación de un límite porcentual”.*²⁹⁷

Por otro lado, podemos encontrar limitaciones de este tipo dentro de la regulación bancaria internacional. La importancia de los híbridos partió por el reconocimiento de su uso (1998) y el establecimiento de un conjunto de requisitos que han de cumplir para su cómputo dentro del capital de las empresas del sistema financiero.²⁹⁸

La disgregación del patrimonio en Tiers ha sido tomada por la legislación nacional con el modificado art. 184 LGSF, donde se establece que el patrimonio efectivo se calcula sumando *el patrimonio básico y el patrimonio suplementario*; cada uno se encuentra conformado por diversos elementos, cuya categorización es desarrollada por las características económicas que poseen y que los acerque más a la deuda o al capital.

Así, cuando la SBS reglamento las redimibles determino que su consideración como elemento integrante del capital pagado o la deuda subordinable que dependería de la estructura concedida. De esa manera un valor redimible sería computado como capital pagado si el plazo para la redención resultaba ser mayor a 15 o igual a 30 años, y deuda subordinable

²⁹⁷ *Ibíd*em

²⁹⁸ Cuando el Comité de Basilea reconoció el uso de valores híbridos para capitalizar las empresas financieras, también determino que estos valores respondían de una manera distinta ante los riesgos de la actividad de intermediación, razón por la cual separo el patrimonio de estas empresas en Tier

si el tiempo para su redención se establecía en una fecha determinada y menor a 30 años, como por otras causas. Estos últimos valores se encuentran sometidos a los límites de cómputo del art. 185 de la LGSF: “(2) *La deuda subordinada redimible del patrimonio de nivel 2 no podrá ser superior al cincuenta por ciento (50%) del monto correspondiente a los componentes del patrimonio básico considerados en los numerales 1, 2, 3, 4 y 5 del literal A del artículo 184*”²⁹⁹

Sin embargo, considerar dicho porcentaje como límite a la creación de redimibles resulta desproporcionada en cuanto la deuda subordinable redimible no solo está conformada por estos valores, además estos son límites para el cómputo de estos activos como patrimonio de solvencia de los Bancos.

Previamente concluimos como las medias establecidas en el art. 104 LGS para la adquisición de acciones propias salvaguardan la intangibilidad del capital social. Muchos podrían calificar que la carga impuesta por la ley de ejercitar oportunamente el derecho de oposición por parte de los acreedores, implicaría trasladarle el riesgo de mantener la estabilidad de la empresa, permitiendo que en un descuido la administración aproveche a realizar una devolución encubierta del valor de las aportaciones. Por lo cual considero que una oportuna modificatoria de la LGS se puede llegar a establecer una regulación básica de las acciones redimibles que detalle un porcentaje límite para la emisión de estos valores.

¿Cuál es la cifra adecuada? España ha establecido como cifra el 25% del total de acciones emitidas, en razón a la analogía existente con la limitación establecida para el caso de las acciones sin voto. Sin embargo, es uno de las medidas más drásticas de la legislación internacional, Australia, Irlanda e Italia han elegido como limite la cifra de 10% de la cifra de capital como límites. Entonces ¿cuál es el límite adecuado para nuestro ordenamiento?

En nuestra legislación no existe límite cuantitativo para la emisión de clases de acciones. Sin embargo, si encontramos un límite alrededor de la autocartera. Nos preguntamos entonces, ¿podemos tomar el límite de la autocartera del 10% del capital social integrado para la emisión de acciones redimibles? Desde mi punto de vista aun cuando la constitución de autocartera podrá ser un efecto alternativo de la efectividad de la redención, posee la misma finalidad de limitar la emisión de acciones rescatables, salvaguardar la estabilidad e intangibilidad el capital social. Razón por lo que considero oportuno tomar la medida de 10% del capital integrado.

²⁹⁹ Art. 185 de Ley General del Sistema Financiero

ii. *Periodo legal de carencia*

Otro punto de análisis es el periodo legal de carencia de tres (3) años que establece la legislación española para el rescate de las acciones a voluntad de la sociedad emisora.

El periodo de carencia, es una previsión única dentro de la legislación comparada de las redimibles, y su finalidad es netamente preventiva. Busca que los titulares de estas redimibles no se vean aportados de la sociedad por solo capricho de la sociedad emisora. El argumento vendría ser el siguiente: si el rescate se configura a voluntad de la sociedad, el accionista sufre el potencial riesgo de que en cualquier momento que pueda resultar el coste de capital rescatable excesivo, la sociedad decida amortizar -recuperar- su participación de manera que al accionista le resulta imposible un cálculo financiero anticipado de la rentabilidad.³⁰⁰

Dentro de nuestra regulación encontramos que la SBS estableció que: *“Las acciones preferentes no redimibles a plazo fijo podrán contemplar la opción de recompra o redención ejecutable exclusivamente a iniciativa del emisor, sujeta a la previa aprobación de la Superintendencia luego de un plazo de cinco (5) años contados desde su emisión.”*³⁰¹ Esta misma limitación temporal ha sido considerada dentro de la regulación financiera del sistema español, y en el área de la comunidad europea y ello se ha sustentado en el trabajo de reforma y adaptación de las previsiones sobre supervisión patrimonial desarrolladas por Basilea alrededor del uso de instrumentos híbridos como componentes del patrimonio social de entidades financieras.³⁰²

Como podemos ver los argumentos que sostienen cada plazo distan de ser equiparables y dentro de la doctrina española la medida adoptada es juzgada por su falta de idoneidad al punto de encontrar posiciones que sostienen la necesidad de ser dejada de lado. Así pues, se señala que *“Si la racionalidad financiera exigiese la fijación de un plazo de carencia en una concreta emisión, deberían ser las partes las que libremente lo establecieran. Si el inversor está dispuesto a aceptar un plazo inferior de carencia e, incluso, su ausencia, a cambio de una mayor rentabilidad en términos de dividendo, no se entiende por qué debe prohibirlo el legislador. Si verdaderamente existiese una lógica financiera para imponer un plazo de carencia, debería ser el mercado financiero el que lo estableciera. No se*

³⁰⁰ Fernández del Pozo, ob. cit., p.256

³⁰¹ Artículo 8 de la Res. SBS 4525-2009

³⁰² Cfr. Art. 22 del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, Norma 8º del Circular del Banco de España 5/1993, de 26 de marzo, y art. 4.3 Directiva del Consejo de 17 de abril de 1989 relativa a los fondos propios de las entidades de crédito

entiende el motivo de excluir posibilidades reales de contratación, en atención a prejuicios injustificados de tutela.”³⁰³

Por otro lado, hemos de recordar que la búsqueda de estabilidad del aporte ingresado por el titular de las redimibles no se acaba con el hecho de limitar temporalmente a la sociedad emisora para efectivizarlo, también resultara necesario establecer este mismo límite para aquellos casos en que la facultad de rescate se reconoce a favor del titular de estos valores. En esta dirección Fernández del Pozo reconoce la posibilidad de establecer dentro del contrato de emisión una especificación temporal que limite por un periodo que el titular haga efectiva dicha potestad.³⁰⁴

En conclusión, podemos sostener que trasladar las apreciaciones contables establecidas alrededor de estos valores al régimen general terminaría perjudicando el uso y la explotación del instrumento financiero.

3.3. La estructuración de los valores redimibles

Estructurar valores de participación con carácter redimible, implica que la junta de accionista especificará el contenido jurídico que singularizará a dichos elementos ya sea alrededor del acto de redención o sobre el hecho de acompañar con otros derechos u obligaciones a estos valores. Por ejemplo, podemos llegar a encontrar acciones redimibles sin derecho de voto a cambio de una participación preferente en el reparto de utilidades (art. 96 de la LGS),

En cuanto a la estructuración del rescate, uno de los aspectos que se ha discutido alrededor de la referida cláusula se concentró en la naturaleza y validez del acuerdo que contiene, el contenido que la cláusula ha de satisfacer para una adecuada emisión de estos valores, es suficiente realizar una simple referencia a la calidad de redimibles o resulta necesario puntualizar cada uno de los aspectos de la operación de recuperación.

Las dudas parten de la práctica inglesa que denomina “cláusula de rescate” tanto a la *cláusula de autorización* que las compañías estaban obligadas a mantener en estatutos para poder emitir esta clase de valores, y se trataban de cláusulas de estilo a través de las se llegaba advertir la posibilidad que en un futuro la compañía emitiera esta clase de acciones. Y luego, estaba la cláusula de rescate *en estricto*, Conforme a la doctrina esta era la previsión estatutaria que detallaba el precio de rescate, o en su caso la prima a desembolsar, quien posee

³⁰³ Villacorta Hernández, M., “Evaluación de los requisitos para la emisión de acciones rescatables...”, op. cit., p. 125

³⁰⁴ Fernández del Pozo, op. cit., pág. 262

la facultad de inducir el rescate, la sociedad o los titulares, o el caso de encontrarse sujeto al acaecimiento de un suceso determinado, o llegado a un plazo fijo.

Ya resolvimos lo incensario de contar con una habitación estatutaria para emitir acciones redimibles dentro del derecho peruano, por lo tanto, nuestro análisis se abocará a determinar si resulta preciso que al momento de suscripción todos los aspectos que envuelven a la operación de redención se encuentren puntualmente detallados o cabe la delegación a favor de la administración como órgano de gestión, para ultimar aquellos aspectos que se omitieron en su oportunidad.

3.3.1. El contenido «mínimo» de la cláusula de rescate

De acuerdo a lo establecido en el art. 88 de la LGS en la anónima *“pueden existir diversas clases de acciones. La diferencia puede consistir en los derechos que corresponden a sus titulares, en las obligaciones a su cargo, o en ambas cosas a la vez.”*. El acuerdo de creación es inscribible conforme a lo establecido en el art. 49 del Reglamento de Registro de Sociedades, dicho *“acuerdo especifica la forma en que se integran la nueva clase de acciones, su número, los derechos y obligaciones que corresponden a sus titulares y los demás pactos y condiciones lícitos que se hayan decidido”*,

Conforme a la literalidad de la norma contenida en el art. 49 RRS, podemos concluir lo imperativo que resulta precisar las modalidades o procedimientos a los que se someterá la sociedad, para que, en un momento cierto, aunque posterior, proceda a recuperar estos valores emitidos.

Luego, si tomamos en consideración a la naturaleza jurídica de la operación del rescate de acciones, podemos concluir que para la sociedad es imprescindible disponer de recursos patrimoniales para su efectividad, sin embargo prácticamente es imposible conocer de antemano cual será la situación patrimonial de la sociedad en el momento de proceder a la rendición, por lo que elegir de antemano el mecanismo de financiación de la operación es un tanto dificultoso, sobresaltando a ello el hecho que se restringirá a la sociedad a una decisión inicial, sin que tuviera en cuenta situación actual de la sociedad:

De esa manera, el contenido “mínimo” que ha de quedar especificado en la emisión de acciones redimibles se concentrara en informar al inversionista que en un futuro la sociedad recuperara los valores que suscribe, separándolo del negocio y riesgo social que a través asumen con su inversión, obteniendo a cambio el precio que se convenga por la referida transferencia. Así, la emisora podrá encargarse de precisar aspectos como a qué se sujeta la redención (voluntad de los socios, emisora, ambos, acaecimiento de un hecho, plazo), el precio

a pagar, o por otro lado simplemente dar a conocer el carácter redimible que poseen los valores a suscribir dependiendo del receptor de la oferta, como en todo contrato, aceptar o declinar de la misma.

Sin embargo, en un entorno económico como el nacional donde el inversionista busca arriesgarse poco y alejarse de lo imprevisto, es viable que se instaure como práctica que las sociedades detallen minuciosamente los principales aspectos de la figura, los que para un ordenado comerciante serían: el presupuesto para llevar a cabo el rescate (si la iniciativa es del titular, del emisor o de ambos, o si está sometido a plazo o condición), a cuánto asciende el precio del rescate, así como el establecimiento de una prima.

i. Presupuesto del rescate

De la literalidad del art. 60 de la LGSF se reconoce que las acciones preferentes redimibles que emitan las sociedades de seguro serán estructuradas a «plazo fijo», sin embargo, en la práctica internacional usualmente la efectividad del rescate se encarga a la determinación de la voluntad de la sociedad emisora, de sus titulares, o ambos intervinientes, así como por el acaecimiento de un suceso, e incluso se he llegado a establecer reservar la efectividad del rescate a voluntad de un tercero. Nos preguntamos: ¿Resulta posible trasladar esta práctica o debemos restringir a estructurar las redimibles a plazo?

Sostengo la teoría que las acciones redimibles no deben reducirse a una estructuración en razón a un específico plazo. Si echamos un vistazo a la Res SBS 4595-2009, podemos caer en cuenta que la iniciativa del rescate puede ser del titular del valor o de la sociedad emisora. Así, el art. 8 de la citada resolución, las denomina acciones con “compromisos de recompra o redención” y “acciones que incorporan la opción de exigir a la empresa que las recompre o redima”.

Luego, aun cuando la resolución de la SBS no hace referencia a la posibilidad de subordinar la efectividad del rescate al acaecimiento de un determinado suceso, consideramos su viabilidad. Tal como especificamos en su momento, dentro de nuestra práctica mercantil las cláusulas de rescate son clausulas accesorias que buscan resguardar el ingreso de terceros extraños a la estructura corporativa, pero en cuya ejecución la sociedad instrumentaliza una operación de adquisición, sin embargo, tal como Fernández del Pozo establece, dicha construcción puede pasar a formularse como un acuerdo de constitución y formular acciones rescatables.

A continuación, analizaremos cada uno de los supuestos sobre los que se puede estructurar el rescate de las redimibles.

(i) *El rescate como facultad de la emisora o del titular*

De acuerdo a Villacorta Hernández las *“Redeemable shares, son aquellas acciones en las cuales la sociedad emisora tiene un derecho de rescate y Mandatory redeemable shares, aquellas en las cuales la sociedad emisora tiene la obligación de rescatarlas”*³⁰⁵ La diferencia radicaba en la persona a quien se le reconocía la facultad de incentivar la redención, ya que, con independencia de ello, todas las redimibles se caracterizan por el hecho que la sociedad las recuperara en algún momento.

En España, en consideración al destino pre ordenado de las redimibles se discutía el uso del término “derecho” cuando la ley establecía lo imperativo que resultaba que en el acuerdo de emisión se fijaran las condiciones para el ejercicio del derecho rescate. Por ejemplo, Fernández del Pozo: sostuvo *“no creo que el concepto «derecho», utilizado por la Ley para referirse a la facultad conferida a la sociedad y/o socio para resolver unilateralmente el vínculo societario, prejuzgue la verdadera naturaleza jurídica de este «poder» o situación jurídica activa.”*³⁰⁶

Sin embargo, en el caso de nuestras redimibles esta discusión no posee cabida, en primer lugar, tal como las hemos definido nuestras redimibles son valores de participación que confieren a su titular el poder de recuperar el valor de su inversión separándose del corporativo a través de la recuperación que de estos valores se compromete la sociedad con su emisión. Entonces, no es el derecho de rescate lo que se confiere al titular de la acción o la sociedad, sino el incentivar la efectividad de la operación que con la emisión de rescatables se instrumentaliza -la *redemption*- a la determinación de la voluntad de la sociedad emisora o los titulares de estos valores.

De esa manera la facultad de solicitar la recuperación de las redimibles no puede equipararse al derecho que con ellos le es otorgado al suscriptor de los mismos. Esta posición es la que llega a defender Fernández del Pozo quien luego de un análisis de la figura llega a sostener:

*“si el «derecho» corresponde a la sociedad no creo que podamos hablar en puridad de «derecho» de la sociedad contra el socio, -sino que- estaremos ante el efecto reflejo de la subordinación de la voluntad del socio al interés social, a lo que resulte de los acuerdos válidamente adoptados por los órganos societarios competentes en el ejercicio de las facultades que por ley y estatutos le corresponden”.*³⁰⁷

³⁰⁵ Villacorta Hernández, M.A.: “Las acciones rescatables y...”, op. cit. p. 170

³⁰⁶ Fernández del Pozo, L., op. cit., p. 262

³⁰⁷ Ibidem

Lo que resulta realmente interesante de la subordinación del rescate a la voluntad de una de las partes implicadas se manifiesta en el hecho que una vez que el titular de dicha facultad considere su viabilidad no se encuentra obligado a especificar la existencia de una causa o hecho que lo motive, situación que si se presente en el ejercicio del derecho de separación, lo que refleja la posibilidad de configurar una suerte de «separación» *ad nutum* con la emisión de rescatables.³⁰⁸

Finalmente, dentro de la práctica internacional encontramos que la efectividad de la operación de rescate se subordina a la confluencia de la voluntades de ambas partes, la sociedad emisora y los titulares de esta clase de valores, presentándose como una especie de carta de compromiso de ambas partes de no perjudicar al otro, una opción eclíptica que disipara las dudas de los riesgos que se podrían desembarcar apostar por valores cuya redención se encuentre a cargo de la emisora o sus titulares.

(ii) *El rescate subordinado a un determinado hecho*

Otra de las opciones por las que optamos se basa en la posibilidad de subordinar la efectividad de la operación de rescate al acaecimiento de un suceso determinado, en otras palabras, se hace depender la eficacia del rescate, contrato de adquisición, a la producción de un determinado hecho, lo que en derecho civil conocemos como condición.

Así mismo sostuvimos la viabilidad de esta forma de estructurar la cláusula de rescate en cuanto dentro de nuestra practica societaria existen diversas clausulas con efecto de recuperación por la sociedad que han sido utilizadas en la búsqueda de resguardar la estructura familiar que define a la empresa, por ejemplo cuando el titular de estas acciones dejaba de ostentar el estatus político efecto común de los divorcios o separaciones o también cuando el gerente perdía la confianza de la mayoría. Aun cuando en dichos casos las “cláusulas de rescate” son clausulas accesorias, no encuentro fundamento suficientemente trascendente que nos impida el condicionar la efectividad de la operación de obligatoria transferencia que singulariza a nuestras acciones rescatables.

Esta forma de estructurar los valores redimibles nos abre un abanico amplio de posibilidades que fomenta su uso y en esta última tarea el hecho que los presupuestos elegidos funcionaran como «causas estatutarias» de un derecho *sui generis* de «separación».

³⁰⁸ Ibidem

(iii) *A plazo*

Las acciones redimibles a plazo son las únicas que han sido previstas dentro de nuestra regulación nacional, específicamente la Res. 4525-2009 de la SBS se ha encargado de trabajar aspectos como el de su correcta calificación contable y las previsiones que se ha de tomar en consideración antes del vencimiento acordado para estos valores, todo ello con la finalidad de presentar una imagen correcta de la situación patrimonial de la empresa.

Un aspecto interesante de la resolución previamente citada son los rangos de temporalidad a los que se someten los valores analizados, y es que encontramos. i) Redimibles a plazo fijo, ii) redimibles cuyo plazo de redención es mayor o igual a dos (2) años, iii) redimibles cuyo plazo de redención es mayor o igual a cinco (5) años y iv) redimibles cuyo plazo de redención es mayor o igual a treinta (30 años), entonces la pregunta que se realizaran muchos es: ¿son estos parámetros de tiempo los que se han de respetar para emitir esta clase de valores fuera del ámbito financiero? Muchos podrían sostener una postura afirmativa, en cuanto no existen otras previsiones sobre la estructuración de valores redimibles fuera de las ya citadas, sin embargo, considero desproporcionado e innecesario adoptar esta medida en cuanto la razón que sustenta el establecimiento de plazos fijos o periodos se sustenta en la necesidad de adoptar la clasificación contable que mayor se ajuste a los rasgos económicos que se le han otorgado a estos valores, de modo que al establecerse una acción redimible en un periodo de redención igual o superior a 30 años la ley juzga que cumple con el requisito de permanencia³⁰⁹ que poseen los instrumentos del capital pagado y en cambio mientras más alejada se encuentre el plazo para redimir del rango 15 a 0 años, más cerca se encontrara de calificar a este instrumento como un valor que contiene una “deuda subordinada”.

Estas son las razones por la cuales considero que limitar la libertad de estructurar acciones redimibles con medidas contables preventivas supondría trasladar criterios de normativa internacional y comunitaria con fines de supervisión y control a los que *per se* no se encuentra sometidas las anónimas constituidas fuera del sector financiero.

³⁰⁹ El comité de Basilea publicó en 1998 una serie de requisitos que deben cumplir estos instrumentos para ser considerados como parte del Tier 1. Estos requisitos incluyen la condición de estar totalmente pagados, ser permanentes no ser acumulativos, tener capacidad de absorber pérdidas mientras la empresa se encuentra operativa, ser subordinados, no tener garantías, si existe posibilidad de redención anticipada esta solo puede ocurrir a partir del quinto año, siempre que sea reemplaza con instrumento de igual o mejor calidad o se tenga la no objeción del supervisor, Así mismo, se establecen límite para los step-up que pudieran existir, para evitar que incrementos muy altos en la tasa que se paga se conviertan en un elemento que en la práctica obliguen a la entidad financiera a redimir anticipadamente y por ende reducir el capital

Conclusiones

Primera. La descapitalización societaria es uno de uno de los fenómenos económicos de mayor complejidad a nivel internacional.

Segunda. Reaccionando a la descapitalización la ingeniería financiera ha desarrollado y fomento, desde el siglo XX, la configuración y emisión de híbridos financieros.

Tercera. Los híbridos son instrumentos financieros en cuya esencia se funden caracteres económicos de la deuda y capital. Su flexible estructura permite a su emisor explotar los beneficios económicos de la categoría a la cual más se acercaba este instrumento.

Cuarta. La funcionalidad de los híbridos con relación a la descapitalización sobresale en el sector financiero al permitir a estas empresas cumplir los rigurosos estándares de capitalización a los que se encuentran sometidas en tanto que de reunir ciertas características podrán ser coimputados dentro del *Tier1*.

Quinta. Uno de los instrumentos de mayor bipolaridad en la doctrina y practica internacional ha sido las acciones redimibles, valores que bajo una estructura jurídica envuelven caracteres económicos de temporalidad y exigibilidad propios la deuda.

Sexta. El Perú, las acciones redimibles se encuentran reconocidas dentro del art. 60 de Ley General del Sistema Financiero, y reglamentadas por la SBS mediante la Resolución SBS N° 4595-2009. No obstante, consideramos que toda anónima peruana puede emitir y explotar esta clase de acciones.

Séptima. Aun cuando el derecho internacional configura la exclusividad de estos valores a favor de sociedades cotizadas, dicha medida se sostiene en medidas preventivas diseñadas alrededor de su uso más que en rasgos tipológicos del instrumento.

Octava. La tesis de amplificación de las redimibles se sostiene en las previsiones de nuestro ordenamiento jurídico. El art. 88 LGS demuestra que no es necesario contar con una habilitación legal para la creación de una determinada clase de acción.

Novena. La singularidad de las redimibles se concentra en la obligación de la sociedad por recuperar estas acciones, instrumentando para ello una operación de adquisición. De esa manera, se desvirtúan las teorías que nivelaban a las rescatables con mecanismos de expropiación en directa contradicción a su derecho de mantenerse en la estructura social.

Décima. La temporalidad que manifiestan las redimibles es un predicable de las acciones amortizadas en razón del ejercicio del derecho de separación de un socio, o por la exclusión de un socio moroso.

Décima primera. La redención de acciones es una operación societaria del tipo *negocios sobre acciones propias*, a través de la cual la sociedad rembolsa a su titular el valor de sus acciones, retirándolas de circulación.

Décima segunda. Que la necesaria amortización de los valores recuperados no es un carácter propio de las redimibles, se trata de una cautela dispuesto al rescate como única excepción a la adquisición de acciones propias.

Décima tercera. En nuestro ordenamiento la operatividad de la redención se sujeta a las previsiones establecidas del art. 104 de la LGS, desvirtuando toda contradicción de las rescatables con el sistema legal estructurado sobre la intangibilidad del capital social.

Décima cuarta. La operación de redención podrá ser financiada con el capital social, las ganancias acumuladas o reservas libres. La decisión dependerá de la junta general, quien podrá mantenerlas en cartera o amortizarlas, y el cumplimiento de las previsiones legales del art. 104 LGS.

Décima quinta. Aun cuando la LGSF establece puntualmente que las redimibles serán configuradas a plazo –plazo de vencimiento- considero que esta no es la única opción posible

Décima sexta. Como toda clase de acciones, los términos sobre los que se estructure el rescate dependerán de los intereses de la sociedad y lo aceptado por el socio suscriptor. Así, se puede hacer depender la efectividad del rescate: i) del acaecimiento de un suceso (condición), ii) a solicitud de la sociedad emisora, iii) a solicitud de los titulares de la referida clase, iv) o de ambas partes.

Décima séptima. El rescate de estas acciones implica un pago del valor adquirido, el denominado precio del rescate, cuya determinación dependerá del contenido de la oferta de suscripción que el emisor decida plantear y lo aceptado por el suscriptor de estos valores. De esa manera el rescate no implica una devolución de lo aportado.

Referencias bibliográficas

- ALONSO LEDESMA, CARMEN. “*Algunas consideraciones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores*” en Estudios de Derecho de sociedades y derecho concursal: libro homenaje al profesor Rafael García Villaverde, vol. 1, 2007.
- BELTRÁN DÁVILA, DAVID, Apuntes sobre la obligatoriedad de los acuerdos de accionistas en: *Foro de Derecho Mercantil: Revista Internacional*, Bogotá: Legis Editores, 2010
- BELTRÁN SÁNCHEZ, EMILIO. *Las clases de acciones como instrumento financiero de las sociedades anónimas*. En Estudios de derecho bancario y bursátil, Homenaje a Evelio Verdura y Tuells, T. I, Madrid, 1994
- BROSETA PONT, MANUEL. “*Manual de Derecho Mercantil*”. España. Editorial Tecnos-Madrid. 1977. 3a. Edición.
- BRUNETTI, ANTONIO “*Tratado de Derecho de Sociedades*”, Vol. II, trad. Felipe de Solá C. Buenos Aires, UTEHA Argentina, 1960
- CABANELLAS, GUILLERMO. Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual, Tomo I, Argentina. Editorial Heliasta S.R.L., 1979, 14ªEd.
- CALDERÓN BURNEO, ERNESTO; Las acciones rescatables en las sociedades cotizadas – Pedro Yanes- En: Revista de Derecho: Universidad de Piura, volumen 5-2004, ISSN: 1608-1714.
- CAMPUZANO LAGUILLO, ANA BELÉN. “*Las clases de acciones en la sociedad anónima*”. Madrid: Civitas, 2000.
- CAMPUZANO, ANA BELÉN. “*La tutela de las clases de acciones en la sociedad anónima*”. En: Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz. Getafe: Universidad Carlos III de Madrid, 2015

PAZ ARES, CANDIDO: “Negocios sobre propias acciones” en AA.VV.: *La Reforma del Derecho español de Sociedades de Capital*, Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España y Notarial de Madrid en colaboración con la Universidad Complutense de Madrid, 1987,

DE LA PUENTE Y LAVALLE, M. “*Derecho de preferencia de los accionistas*” *Derecho PUCP: Revista de la Facultad de Derecho*, 1995, n° 49

DIVISIÓN DE ESTUDIOS LEGALES & HUNDSKOPF, O., “*Guía rápido preguntas y respuestas de la Ley de Títulos Valores 300 preguntas claves y respuestas*”, *Gaceta Jurídica*, Lima, 2005

ECHAIZ MORENO, DANIEL, *Radiografía para evitar una autopsia. Análisis crítico de la Ley General de Sociedades a once años de su vigencia (1998-2009)*, Tesis de Maestría. Recuperada de Repositorio Digital de Tesis PUCP <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/123456789/1134>, 2009.

ELÍAS LAROZA, ENRIQUE. *Derecho Societario Peruano, La Ley General de Sociedades del Peru*, Trujillo: Normas Legales S.A.C., 1999

GALGANO, FRANCESCO, *Derecho Comercial. Volumen II “Las Sociedades”*, *Sociedades* Editorial Temis, Bogotá 1999.

GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: “*Notas en torno al concepto y régimen de las acciones rescatables*” en *Derecho de Sociedades: Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero*, vol. I, Madrid, McGraw-Hill, 2002.

GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A.: “Las acciones rescatables”, *La Ley*, 3, pp. 1947-1962

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. “*Las acciones rescatables*” En: *La Ley: revista jurídica española de la doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, Año XX N° 4849 de 26 de Julio, 1999.

GARRIGUES, JOAQUIN, “*Curso de Derecho Mercantil*”. Editorial Porrúa. México. 1993.

GARRIGUES, JOAQUIN Y URÍA, RODRIGO, “*Comentarios de la Ley de Sociedades Anónimas*” Tomo I, 1953

HALPERIN, ISAAC. “*Curso de Derecho Comercial*”, Volumen II. Argentina. Ediciones Depalma. 1978

IZU, JIMMY, “Modificaciones a Raíz del Decreto Legislativo N° 1028 en la Regulación sobre deuda subordinada e Instrumentos híbridos de capital aplicable a las Instituciones Financieras” en *Derecho y Sociedad*, Revista PUCP, núm. 32, 2009

JIMÉNEZ PANTA, ALMA. “*Los derechos de los titulares de acciones de inversión y su impacto en las operaciones de fusión*”, 2016, Tesis inédita Recuperada: <https://pirhua.udep.edu.pe/handle/123456789/2446>

LEDESMA, CARMEN. *Algunas reflexiones sobre la función (la utilidad) del capital social como técnica de protección de los acreedores*. En *Estudios de Derechos de Sociedades y Derecho Concursal: libro homenaje al Profesor Rafael García Villaverde*. Marcial Pons

MARDONES OSORIO, MARCELO.: “La emisión de acciones rescatables por sociedades anónimas” en: *Foro de Derecho Mercantil: Revista Internacional*, Bogotá: Legis Editores, 2010

MARTORREL, Tratado de los contratos de empresas. Ed. Depalma. Buenos Aires, 1997, T III, Cap. I, n° VII.2

MUÑOZ, L. “*Derecho Mercantil*”. México. Librería Herrera. 1952.

PERDICES HUETOS, ANTONIO, Restricciones a la transmisión de acciones y participaciones: interpretación y efectos en la práctica reciente en *Estudios jurídicos sobre la acción*, Civitas, Madrid, 1997

PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., *“La reducción del capital social en las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Publicaciones del Real Colegio de España en BoloniaMadrid, 1973R

RAMOS PADILLA, CESAR EUSEBIO, *“ Derechos individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la sociedad anónima”*, Tesis (Ms.) Mención: Derecho Civil y Comercial. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Facultad de Derecho y Ciencia Política. Escuela de Post- Grado, 2004 Lima, 2004.

RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, J., *Curso de Derecho Mercantil”*. Tomo I. México. Editorial Porrúa, S.A. 1,978. 13ª Edición, pág. 82.

RONCERO SÁNCHEZ, ANTONIO. “La compra y venta forzosa de acciones (seel out y squeeze out)” en *Revista de Derecho de Sociedades*, ISSN 1134-7686, N°33, 2009, pp. 45-67

RUBIO, JESÚS. “Curso de Derecho de las Sociedades Anónimas”. Editorial de Derecho Financiero. Madrid – España. 1964. Pág. 53

SÁEZ LACAVE, MARÍA LUISA; BERMEO GUTIEREREREZ, NURIA, Inversiones específicas, oportunismos y contrato de sociedad. A vueltas con los pactos de tag- y de drag-along *En: Indret: Revista para el análisis del Derecho*, ISSN-e 1698-739X, N°1, 2007

SALA SÁNCHEZ, JULIO, *“Apuntes sobre el capital social de las sociedades anónimas en la nueva ley general de sociedades”* en *Revista Ius et Veritas*, Núm., 17, 1998

SALA SÁNCHEZ, JULIO, *“Las acciones redimibles en el Ordenamiento Peruano”* en THEMIS: *Revista de Derecho*, ISSN 18 10-9934, N°59, 2011 (Ejemplar dedicado a: Derecho Societario), p. 107-120

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *“Notas sobre la función económica del aumento del capital con medios propios”*; En: *“Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues”*; Vol. II, Tecnos, Madrid. 1971

SÁNCHEZ CALERO, F., *Instituciones del Derecho Mercantil*, 2.ed., Valladolid, 1970, 15 ed., Madrid, 1992 y 18 ed., t. I, Madrid, 1995

URÍA, RODRIGO, MENÉNDEZ, AURELIO Y GARCÍA DE ENTIERRA, JAVIER. *“Curso de Derecho Mercantil”* vol. I. Civitas Ediciones, 1999

VAN THIENEN, PABLO AUGUSTO, Pacto de retroventa, opción de compra sobre acciones, sobre todo acciones nominativas. En: CEDEF: Law & Finance, Working Paper N° 34, 2009, Recuperado: <http://www.cedeflaw.org/pdfs/201127201756-45.pdf>.

VAN THIENEN, PABLO AUGUSTO, Rescate de acciones por justa causa de exclusión en la sociedad anónimas; dos precedentes muy interesantes (Análisis de los casos “Microómnibus Ciudad de Buenos Aires SA” y “Nargam SA” En: CEDEF: Law & Finance, Working Paper N° 81, 2012, Recuperado: <http://www.cedeflaw.org/pdfs/201282618737-1.pdf>

VELASCO SAN PEDRO, LUIS ANGEL, “La adquisición por la sociedad emisora de sus propias acciones”, Valladolid, 1985.

VICENT CHULIÁ, FRANCISCO, *“Introducción al Derecho Mercantil”*. España. Editorial Tirant lo Blanch. 2007. 20ª. Edición.

VILLACORTA HERNANDEZ, MIGUEL ÁNGEL.: *“Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)”*, Tesis Doctoral Universidad Carlos III de Madrid, junio, 2011.

VILLACORTA HERNÁNDEZ, MIGUEL ÁNGEL, “Evaluación de los requisitos para la emisión de las acciones rescatables”, en: Revista de Derecho Bancario y Bursátil, España, ISSN 0211-6238, Año n° 31, N° 126, 2012.

VILLACORTA HERNÁNDEZ, MIGUEL ÁNGEL, *“Figuras a mejorar en el nuevo Código Mercantil: amortización de acciones”* en Revista de Derecho Bancario y bursátil, ISSN 0211-6138, año N°33, N° 133, 2014 pp. 361-386

VILLACORTA HERNANDEZ, MIGUEL ÁNGEL “*La financiación por medio de Acciones Privilegiadas, Una reflexión sobre su aplicación en algunas empresas ferroviarias españolas durante el siglo XX*” En: Pecunia: revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de León, Año 2009, Numero 9

VILLACORTA HERNANDEZ, MIGUEL ÁNGEL “*Las acciones rescatables en el Derecho Español*” en Revista CES Felipe II, ISSN-e 1695-8543, n° 13, 2011

VILLOTA CERNA M. A., *La función de capital social y las acciones sin valor nominal*, Tesis de Maestría, 2004, Lima, Recuperada de: <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/123456789/102>

VIVANTE, C., “*Trattato di Diritto Comerciale*”, V. II, Casa Editrice Dottor Francesco Vallardi Milano, 1912

YANES YANES, PEDRO, “Anotaciones sobre la función económica y otras utilidades de las acciones rescatables” en Anales de la Facultad de Derecho, ISSN 0075-773X, N° 19, 2002, págs. 287 – 310

YANES YANES, PEDRO, “Notas sobre las alternativas financieras del reembolso de las acciones rescatables” en Anales de la Facultad de Derecho, ISSN 0075-773X, N° 18, 2001, págs. 83-106

Anexos

Anexo 1.
Estructura del Capital Bancario

| <i>Componentes Principales</i> | <i>Características</i> |
|--|--|
| Tier 1 | |
| <i>Acciones ordinarias</i> | <i>Sin costos fijos: sin obligación contractual de pagar intereses o dividendos. El diferimiento esa opción del emisor (ó del regulador, si está comprometida la base del capital)</i> |
| <i>Resultados retenidos</i> | <i>El diferimiento esa opción del emisor (ó del regulador, si está comprometida la base del capital)</i> |
| <i>Instrumentos híbridos de deuda (que pueden incluir acciones preferidas perpetuas no-acumulativas)</i> | <i>Cupones no acumulativos: los cupones o dividendos diferidos no se pagan en el futuro.</i> |
| <i>Reservas originadas en apropiación de ganancias retenidas</i> | <i>Absorción de pérdidas: antes de los demás acreedores. Es subordinada a todo tipo de deuda, salvo acciones ordinarias.</i> |
| <i>Intereses moratorios</i> | <i>Perpetuas: deben ser perpetuas, suele admitirse un step-up de la tasa asociado a un derecho de rescate “(call feature)”</i> |
| Tier 2 Superior | |
| <i>Instrumentos híbridos de deuda (p. eje. Deuda subordinada perpetua diferible)</i> | <i>Perpetuas: aunque en ciertos casos puede admitirse la emisión con fecha de vencimiento.</i> |
| <i>Reservas de revaluación de activos fijos (é inversiones en activos fijos)</i> | <i>Cupones diferibles: en este caso los cupones diferidos deberán pagarse en el futuro.</i> |
| <i>Previsiones generales., hasta un máximo de 1.25% de los activos ponderados por riesgo</i> | <i>Absorción de perdidas: interés y principal pueden ser dados de baja si permiten al emisor mantenerse solvente. Es subordinada a todo tipo de deuda, salvo acciones ordinarias y capital Tier 1.</i> |

Tier 2 Inferior

Deuda subordinada con vencimiento mayor a 5 años

La capacidad de absorción de pérdidas en caso de insolvencia, pues no se admite diferimiento de cupones ni dar de baja el principal o intereses.

Cualquier deuda perpetua sin capacidad de absorción de perdidas, o previsión de diferimiento de intereses

Para evitar una disminución súbita en el nivel de capital estos instrumentos se suelen amortizar en formar lineal.

Deuda subordinada con vencimiento mayor a 2 años

Tier 3

Deuda subordinada con vencimiento mayor a 2 años

*No se amortiza y está subordinado a deuda "Tier 2 inferior"
No hay diferimientos, solo subordinada a deuda (que no es capital bancario)*

Anexo 2.
Criterios de estructuración de los híbridos financieros

Tabla 1. Híbrido Financieros

| <i>Criterios</i> | <i>Capital</i> | <i>Deuda</i> |
|---|--|---|
| <i>Posición legal</i> | <i>Accionista</i> | <i>Acreedor</i> |
| | <i>(derechos económicos y políticos)</i> | <i>(derechos económicos)</i> |
| <i>Tipo de Derecho Económico</i> | <i>Retorno condicional a resultados</i> | <i>Retorno fijo</i> |
| <i>Tipo de exposición</i> | <i>Participación en ganancias y pérdidas</i> | <i>No participa en ganancias y pérdidas</i> |
| <i>Resultados</i> | | <i>No responsabilidad</i> |
| <i>Responsabilidad</i> | <i>Hasta el monto del aporte</i> | <i>Preferencial</i> |
| <i>Prelación</i> | <i>Subordinado</i> | |
| <i>Compensación</i> | <i>Derecho residual o compensación</i> | <i>Derecho nominal o compensación</i> |
| <i>Derecho</i> | | <i>Interés</i> |
| <i>Tipo</i> | <i>Dividendo</i> | <i>Deducible</i> |
| <i>Impacto Tributario</i> | <i>No deducible</i> | |
| <i>Influencia en la Operación de los Negocios</i> | <i>Acceso a la información + toma de decisiones + control de los administradores (normalmente)</i> | <i>No acceso a la información + no toma de decisiones + no control de los administradores (normalmente)</i> |

— Fuente: <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechosociedad/article/viewFile/17450/17729>