

LAS ACCIONES DE LAS SOCIEDAD ANONIMA COMO VEHICULOS ADECUADOS DE FINANCIACION DE EMPRESAS. FINALIDAD "ACTUAL" DE LAS ACCIONES RESCATABLES

Fernando J. Luciani

Sumario

Debe revalorizarse la faz financiera de las sociedades anónimas. Para ello, debemos dar paso a la autonomía de la voluntad y; con ello, repensar los actuales instrumentos de nuestra ley societaria en pos de la financiación de las empresas argentinas.

El objeto de las siguientes páginas es demostrar que, las estructuras accionarias son formas altamente competitivas a la hora de elegir la mejor forma de financiación de la empresa. Las sociedades anónimas se asientan sobre el principio de la libre transferibilidad de las acciones. Ello impone considerarlas como valores negociables para que puedan cumplir la función esencial de promover la liquidez de las inversiones de los accionistas, haciendo más fácil el proceso de formación de capital de las sociedades y la obtención de financiamiento para las empresas.

Señaló Ascarelli ⁽¹⁾ que la responsabilidad limitada y la libre transferibilidad responden a la exigencia que satisface la sociedad anónima de constituir un instrumento jurídico para movilizar los ahorros de grandes núcleos de población. Esta idea, esbozada hace mucho tiempo ya, tiene puntos en común con la tesis que

(1) Ascarelli, Tullio, *Sociedades y asociaciones comerciales*, trad. de S. Sentís Melendo, Ediar, Bs. As. 1947, p. 28.

sostendremos de aquí en más. La principal función de la sociedad anónima contemporánea ha de ser la de insuflar de recursos financieros a la empresa comercial. Actualmente, la sociedad anónima es vista como un ropaje jurídico que otorga a los socios la “bendición” de la responsabilidad limitada. Nuestro cometido es tratar de revalorizar a la sociedad anónima, dejando de subestimar sus virtudes recordando (y desarrollando) sus instrumentos de financiación.

Por las similitudes culturales con nuestro país, resulta especialmente interesante conocer liminarmente algo del llamado *Esbozo Mirone* de Italia⁽²⁾. Dicho proyecto trae la firme tendencia de acentuar lo que se denomina *autonomía estatutaria*⁽³⁾.

Entendemos que si bien será menester una reforma de la legislación societaria, como principio, basta la predisposición de todos los operadores jurídicos a fin de utilizar las actuales normas con el propósito de brindar financiamiento a la empresa. Los instrumentos actualmente existentes permiten algunos matices financieros similares a los italianos, como han de ser las acciones rescatables.

Toda esta problemática lleva a Pisani Massamormile a señalar que se trata de una categoría general de instrumentos financieros caracterizada por una fuerte atipicidad y flexibilidad, en buena parte vinculada con la fantasía de los operadores⁽⁴⁾. Existe hoy la necesidad, más que la conveniencia, de tener siempre presente el equilibrio entre el ordenamiento jurídico y el proceso económico. Es así que entiende alguna doctrina, respecto de la regulación actual de la sociedad anónima, que nuestro sistema parece discontinuado con ese equilibrio en momentos de cambios fundamentales en el terreno socio-económico^{(5) (6)}.

(2) El cual es el basamento fundamental de la actual ley 366 del 3 de octubre de 2001 y, obviamente, del decreto Legislativo N° 6 del 17 de enero de 2003 de tal país.

(3) Fargosi, Horacio, “Algunas noticias sobre un ‘nuevo régimen societario’”, L.L. 2004-C, 1294.

(4) *Ibidem*.

(5) Fargosi, Horacio, “La incidencia de la empresa en la sociedad anónima”, L.L. 2005-D, 1385.

(6) Sobre el origen de la S.A., puede verse: Brunetti, Antonio, *Tratado del derecho de las sociedades*, trad. esp., Bs. As., 1960, t. II, capítulos I y II.

La moderna concepción del derecho societario debe ser dinámica y capaz de recoger las necesidades empresariales al tiempo que nacen. Por ello, ya no se concibe una ley de sociedades de rígidos moldes y de aquilatados conceptos. Ha dicho Garrigues que se debe “... *reconocer que en el derecho de sociedades mercantiles, el subsuelo económico está más cerca de la superficie que en ningún otro sector jurídico*”⁽⁷⁾.

Sentando ciertamente la importancia de revalorizar la faz financiera de la sociedad anónima y la utilidad de la misma al momento de satisfacer las necesidades de crédito, nos parece oportuno citar a Fargosi quien tiene dicho que “*En oportunidades anteriores he dejado sentada la necesidad o conveniencia de una reforma que partiera de una visión estratégica y no meramente táctica de la sociedad anónima, procurando potenciar un aspecto de la relación entre este tipo del quehacer económico que, sin implicar un sometimiento del mismo a la economía, permitiera aflorar ciertos aspectos que han permanecido sumergidos cual es la función financiera que el sujeto sociedad anónima debe cumplir respecto de la empresa*”: Spada insiste que la reforma no lo es de la sociedad, sino de la empresa, en la medida por la cual la reforma articula (por primera vez) un estatuto de la inversión y del financiamiento de la empresa⁽⁸⁾. La reforma italiana al régimen societario es muy útil al abordar los problemas del empresario argentino. Simplemente, se ha pretendido otorgar mayor autonomía estatutaria y por ende, mayor libertad de actuación para la sociedad y sus miembros. En tal sentido se crea una sección denominada “*dei patrimoni destinati ad uno specifico a fare*” (arts. 247 bis a 247 decies) posibilitándose que la sociedad pueda constituir uno o más patrimonios que estarían destinados, cada uno de ellos, a un negocio específico y separado. Una cuestión que también ameritaría detenida consideración es la que prevé el segundo párrafo del art. 2350 que permite la emisión de acciones vinculadas con los resultados

(7) Fargosi, Horacio, “La incidencia de la empresa en la sociedad anónima”, L.L. 2005-D, 1385.

(8) Spada, P., «*Relazione de Sintesi*» que puede verse «*Profili Patrimoniali e Finanziari della Riforma*», *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milán, 2004, p. 265 y ss.; en p. 270; la referencia a Ferro Luzzi lo es a la obra y lugar citados en nota 20 y p. 269; cit. en *ibidem*.

de la actividad social en un determinado sector⁽⁹⁾. La libertad de creación de las acciones ha sido tácitamente aceptada en nuestro derecho, si bien con sustento en la ley 23.697 y en ejercicio de las facultades de la Comisión Nacional de Valores derivadas de las leyes 17.811 y 22.169 al autorizar la creación de las llamadas acciones de participación previstas en el punto 1.2.3. de las Normas del órgano de contralor de la oferta pública en nuestro país.

Distintos tipos de acciones que pueden emitirse

Las acciones como representaciones del capital social pueden adquirir diversas formas jurídicas que implicarán diversos derechos para los accionistas titulares de ellas. Habitualmente, la doctrina suele clasificarlas conforme la forma de su circulación, los derechos que confieren o por la importancia de los derechos concedidos. No obstante ello, atento a la mixtura que los distintos títulos presentan y a efectos de no extender innecesariamente este trabajo, referiremos a ellas sin encasillar cada concepto dentro de una clasificación superior. Pueden existir algunos tipos omitidos que, por su falta de uso no hayan sido consideradas en las presentes líneas⁽¹⁰⁾. Algunos de los esquemas de accionarios que pueden prever las sociedades por acciones han de ser: a. *Acciones nominativas*⁽¹¹⁾. b. *Ordinarias y privilegiadas*⁽¹²⁾. El privilegio patrimonial puede consistir en diversas ventajas. Las más corrientes son: b.1. *Cóbro preferente de las utilidades*, hasta

(9) Atento a la importancia de la reforma italiana y a lo escueto del presente trabajo remitimos al lector al siguiente trabajo a mayor abundancia, a saber: Bianca, Mirzia, "La reforma italiana al régimen de sociedades comerciales", L.L. 2005-D, 1174.

(10) A fin de conocer los tipos accionarios más utilizados tiempo atrás, puede verse Garo, Francisco J., *Sociedades anónimas*, Ediar, Bs. As., 1954, p. 155 y ss.

(11) Puede verse en detalle en Otaegui, Julio C. - Halperin, Isaac, *Sociedades anónimas*, 2ª ed., LexisNexis-Depalma, Bs. As..

(12) Gagliardo, Mariano, "Amortización y rescate de acciones"; L.L. 1988-B, 425 comentario a fallo de Cámara Nacional de Apelaciones en lo Contencioso administrativo Federal, Sala IV, 1986/12/02, *in re* "Inverfin Cía. Financiera, S.A. y otros".

determinado porcentaje. b.2. *Pago de un dividendo fijo* siempre que existiesen utilidades desde luego. b.3. *Pago de dividendos fijos (si existen utilidades), pero acumulables*. b.4. *Pago de dividendos pari passu con las comunes, pero en mayor proporción*. b.5. *Preferencia en la cuota de liquidación*. Cabe referir que estas preferencias no son las únicas pero sí las más comunes. Queda al libre juego de la autonomía de la voluntad crear el título valor preferido que satisfaga con mayor certeza las aspiraciones tanto del accionista que financia a la compañía como a los socios tradicionales que lo incorporan. c. *Acciones participantes y no participantes*. En este último tipo de acciones puede presentar una participación **simple, inmediata o especial**. d. *Acciones acumulativas y no acumulativas*. e. *Acciones convertibles*⁽¹³⁾. f. *Acciones preferentes protegidas*. g. *Acciones de fundador, promotor y administrador*. h. *Acciones garantizadas*. i. *Acciones liberadas y no liberadas*. j. *Acciones amortizables o no*. k. *Acciones rescatables y no rescatables*. l. *Acciones de suscripción y de capitalización*⁽¹⁴⁾. ll. *acciones de disfrute o de goce*. o. *Acciones para trabajadores*. p. *Acciones transformables*. q. *Acciones diferidas*. r. *Acciones de participación sin derecho de voto*⁽¹⁵⁾. s. *Acciones relacionadas*.

Acciones rescatables. Revalorización de su faz financiera. Derecho comparado

Según Fernández del Pozo⁽¹⁶⁾, se entiende por acciones rescatables aquellas que nacen con la cualidad de amortizables⁽¹⁷⁾. La previsión

(13) Reyes Villamizar, Francisco, *Derecho societario en Estados Unidos*, 3ª ed., Legis, 2006, p. 242.

(14) Villegas, Carlos Gilberto, *Títulos valores y valores negociables*, 1ª ed., La Ley, Bs. As., 2004, p. 420.

(15) Avilés Herrera, David, "Los nuevos tipos de acciones", publicado en "Derecho.com" de octubre, 2000, <http://www.derecho.com/boletin/articulos/articulo0009.htm>.

(16) Fernández del Pozo, Luis, *El fortalecimiento de recursos propios*, Monografías Jurídicas, Marcial Pons, p. 230.

(17) Particular cuidado debemos tener en la doctrina y el derecho argentino a fin de no confundir el instituto del "rescate" con el de "amortización" de acciones.

de su rescate, esencial a su condición de redimibles, es anterior o simultánea a su emisión, ya esté contenida en los estatutos primitivos o en alguna modificación posterior.

Cuando el rescate depende del paso de un período de tiempo, se denominan *acciones ad tempus*. Cuando, en cambio, el rescate depende de la voluntad del emisor se denominan acciones *callable and puttable equity*. Finalmente, si es el accionista quien tiene la decisión de habilitar el rescate se las conoce como acciones *put warrant*. Este tipo de estructuras accionarias aplicadas a la financiación de empresas permite canalizar fondos de inversores hacia el desarrollo de proyectos productivos de todo tipo de empresas.

Comúnmente, la doctrina ha visto con cierto disfavor a todos aquellos instrumentos que implican modificaciones ciertamente intempestivas del capital social. Según Otaegui⁽¹⁸⁾, en referencia a la excepcionalidad del rescate de acciones, se trata de una verdadera incapacidad de la sociedad, creada por la ley en protección de la misma sociedad y de los terceros acreedores. Su violación produce la nulidad absoluta del acto.

El mundo ha ido tomando paulatinamente conciencia de las ventajas que conlleva un flexible régimen en materia de acciones pese a los rígidos criterios tradicionales. La *ley de sociedades de Brasil* en su artículo 44 define diciendo que *el rescate consiste en el pago del valor de las acciones para retirarlas definitivamente de circulación*. Por su parte, las disposiciones contenidas bajo la *Nueva Ley Tipo de Sociedades de Capital de los Estados Unidos* regulan el rescate (*repurchase*) en la Sección 1.40 (6) y, según Manning⁽¹⁹⁾ el pago efectuado por una compañía para la readquisición de acciones se considera como una distribución de utilidades. Es de notar que en la *Companies Act de 1989 de Gran Bretaña*, el rescate de acciones se financia con cargo a ganancias líquidas y realizadas o bien contra reservas libres. En dicho país, el rescate implica reducción del capital emitido (*issued capital*). A efectos de realizar el rescate se debe

(18) Otaegui, Julio C., *Invalidez de actos societarios*, Abaco de Rodolfo Depalma, Bs. As., 1978, p. 359 y ss..

(19) Manning, Bayless, *Legal capital*, 3rd edition, New Cork, Fundación Press, 1990, p. 190.

constituir una reserva para tal fin (*capital redemption reserve*). Esta reserva es indisponible como nuestra reserva legal y, finalmente, el rescate es *by-laws*, es decir, predispuesto en los estatutos sociales. Criterio este muy riguroso en tanto pueden en nuestro derecho fijarse tales caracteres en las condiciones de emisión.

En el caso de la *ley de sociedades argentina*, el artículo 220, inciso 1, dispone que debe hacerse con cargo a capital social. El *decreto 677/01*, extensa el criterio diciendo que la adquisición debe realizarse con ganancias realizadas y líquidas o con reservas libres o facultativas. Además de ello, se impone a la sociedad acreditar ante la CNV que cuenta con la liquidez necesaria y que dicha adquisición no afecta la solvencia de la sociedad.

En esta línea se inspira no sólo la reforma italiana sino la española. En este último país, después del nuevo marco jurídico introducido por la ley 37/1998, de reforma de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores en su Disposición Adicional 15 y por la ley 50/1998 de Medidas Fiscales Administrativas y del Orden Social, en su disposición Adicional 34, se introdujo una nueva regulación para las acciones sin voto, las acciones rescatables y las acciones preferentes (o privilegiadas), lo que denomina Avilés Herrera, “los nuevos tipos de acciones” de las sociedades anónimas.

En concreto, a través de las leyes mencionadas anteriormente se cambia el régimen jurídico establecido hasta el momento para las acciones sin voto y las preferentes en la ley de sociedades anónimas, y con la Disposición Adicional 34 de la Ley 50/1998 se crea la figura de las acciones rescatables. La finalidad pretendida por la reforma española fue la de buscar nuevas fórmulas de financiación empresarial⁽²⁰⁾. Debe tenerse en cuenta que la emisión de este tipo de acciones únicamente es apta para las sociedades cotizadas españolas lo cual no es así en nuestro derecho. Conforme lo expuesto, nuestro país no es el único que despierta tarde ante el fenómeno de las acciones como forma de financiamiento, salvo los pueblos anglosajones, el resto ha tenido un prolongado letargo al respecto.

(20) Avilés Herrera, David, “Los nuevos tipos de acciones”, publicado en “Derecho.com” de octubre, 2000, <http://www.derecho.com/boletin/articulos/articulo0009.htm>.

Finalidad “actual” de las acciones rescatables

La doctrina tradicional ha expuesto que la razón de ser de este tipo de acciones se liga a aquellas empresas en las cuales por su objeto social se transforman en sociedades con necesidades decrecientes de capital y en las cuales parece necesaria la devolución paulatina de la inversión. Como señala Pérez de la Cruz ⁽²¹⁾ la previsión de estos extremos al momento de redactarse los estatutos puede traducirse en la inclusión en ellos de cláusulas en las que se contenga un plan de amortización progresiva de acciones, similar al que se pone en práctica en caso de obligaciones.

Para nosotros, la utilidad de las acciones rescatables es otra, como ha podido advertir la moderna doctrina: *se trata de poner en circulación un nuevo título de inversión, un título de participación híbrido atractivo para el inversor*. Según el autor citado, las acciones rescatables son una posibilidad más del *marketing financiero*. Además de dichas funciones, puede anotarse que las acciones rescatables cumplen la función de un activo de renta variable con mayor grado de liquidez. Finalmente, los valores rescatables incorporan a favor de los accionistas las posibilidades de utilizar el régimen fiscal vigente muchas veces exentivo.

Como síntesis, entendemos que son instrumentos que tanto las sociedades cerradas como las cotizadas deben desarrollar a partir de la actual ley de sociedades argentina e ir encomiándoles las funciones que requiera el giro comercial de la empresa moderna.

Acciones rescatables ⁽²²⁾ y Ley de sociedades comerciales argentinas

Volviendo al punto, el *rescate* es el procedimiento por el cual la persona jurídica readquiere sus acciones y las mantiene en cartera

(21) Pérez de la Cruz, *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, publicaciones del Real Colegio de los españoles en Bolonia, 1973, p. 91.

(22) Vid. Paolantonio, Martín Esteban, “La res. gen. 262 de la C.N.V. y la compra de sus propias acciones por las sociedades anónimas”, E.D., t. 162, p.

propia por un plazo determinado o determinable. Luego de ese plazo se produce una reducción del capital societario. El accionista al cual se le rescata o adquiere su parte accionaria, queda excluido de la sociedad no gozando de ningún derecho político o económico posterior.

Ahora bien; el régimen de sociedades argentino, si bien reviste ciertos matices de orden público presenta muchas mutabilidades y opciones que permiten construir productos financieros adecuados a las realidades de las distintas empresas (constituidas siempre bajo el tipo sociedad anónima) de nuestro país. La flexibilidad de la ley de sociedades en lo que al régimen de acciones refiere, se manifiesta desde el mismo **artículo 207**, segundo párrafo.

Las Normas emitidas por la **Comisión Nacional de Valores**, son muy importantes en tanto amplían el elenco de posibles estructuras accionarias y regulan tipos de acciones aún no enumerados en la ley de sociedades, no obstante estar éstas libremente permitidas en lo referente a su creación por los particulares según lo dispuesto por el decreto 677/01.

Las acciones rescatables, se regulan en nuestro derecho en el (a) **artículo 220 de la ley de Sociedades Comerciales**, en (b) el **artículo 68** bajo el nombre "*Adquisición de sus acciones por la sociedad*" de la **ley 17.811 con la reforma introducida por el decreto 677/01** y en (c) el Libro Emisoras, Capítulo I (Acciones), **artículo 6** y concordantes de las **Normas de la CNV**. Consecuentemente, realizar una emisión de acciones con la especial característica de ser ellas rescatables por la sociedad deviene en una excelente posibilidad que el empresario tiene a su alcance, siendo esta posibilidad no sólo legalmente válida sino, además, económicamente conveniente. Estos supuestos se encuentran regulados expresamente.

La ley de sociedades comerciales establece en el **artículo 220**, tres supuestos permitidos de rescate de acciones. Según el tipo de sociedad de que se trató, deberemos fincar nuestro análisis sobre la

990; Angel D. Vergara del Carril, "Adquisición de acciones propias por la sociedad anónima", E.D., t. 162, p. 1090; Arturo C. Giovenco, "La compra de acciones por la sociedad emisora y las resoluciones 262 y 270 de la Comisión Nacional de Valores", L.L. t. 1996-C, p. 923.

ley de oferta pública y el decreto de transparencia (17.811 y decr. 677/01) para las sociedades abiertas o bien, en la ley de sociedades para las cerradas. Somos de la opinión que estos instrumentos no se limitan a la oferta pública sino que por el contrario, tienen su mejor razón de ser en las sociedades cerradas o de familia donde la multiplicidad de socios no es un factor codiciado.

Contrato de “suscripción de acciones” y de “condiciones de emisión”. Autonomía de la voluntad

Digamos simplemente que el decreto 677/01 admite la posibilidad de que las sociedades abiertas adquieran sus propias acciones, quedando entonces limitado el régimen de autocartera previsto en los artículos 220 y 221 de la L.S.C. sólo a las sociedades que no cotizan ⁽²³⁾. El mencionado decreto no requiere para su utilización del discutido “daño grave”, siendo suficiente una resolución fundada del directorio que así lo decida para los casos en los cuales el rescate no forme parte de las condiciones de emisión. En nuestro trabajo hemos hecho referencia al rescate pactado entre partes por ser el que permite el fenómeno de la financiación de empresas.

Todas las menciones que realicemos refiriéndonos al término *rescate de acciones*, lo haremos pensando en aquel contrato de suscripción de acciones que una de las partes llamada suscriptor celebra con la otra, denominada emisor con el objeto de recibir una determinada cantidad de valores negociables, representativos del capital social del emisor a cambio de una determinada cantidad de dinero o bienes. En este contrato, rige ampliamente la autonomía de la voluntad lo cual se plasma en las denominadas condiciones de emisión. Son éstas el conjunto de normas que informan el contrato de suscripción de acciones y fijan la extensión de los derechos y obligaciones del suscriptor así como también los del emisor. *A los efectos*

(23) Farhi de Montalbán, Diana, “El régimen de transparencia de la oferta pública y la adquisición de acciones propias por la S.A.”, ponencia. VIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IV Congreso Iberoamericano de derecho Societario y de la Empresa, t. III, p. 253.

de la financiación de empresas es muy importante entonces el primer inciso del artículo 220 que sirve de andamiaje jurídico para respaldar la validez y eficacia del contrato referido: En rigor de verdad, para autorizar el rescate de acciones no hubiese sido necesario la existencia de una autorización normativa expresa (como existe en nuestro derecho) puesto que como todo acto jurídico lícito no prohibido, está permitido e idóneo para su uso.

En el inciso primero del artículo 220 se dispone que la sociedad puede adquirir las acciones que emitió... para cancelarlas y previo acuerdo de reducción del capital.

Con este recurso se materializa la facultad de toda sociedad anónima la cual supone que así como la sociedad anónima da vida a las acciones (títulos) imprimiéndole a su tenedor el carácter de socio con la consiguiente participación en los resultados patrimoniales de la explotación y en la conducción de la empresa, igualmente tiene la sociedad la facultad de anular las acciones emitidas haciendo perder al accionista su condición de socio cuando así se decida. Todo ello conforme surge del contrato mentado.

Por medio del *rescate*, la sociedad procede a retirar de circulación sus acciones mediante el reintegro al accionista del valor presente de los títulos (o el que se estipule en el Acta de Condiciones de Emisión) pero nunca inferior al precio de suscripción.

Las acciones rescatables como alternativas a las aperturas indefinidas de capital social

Una latente realidad de nuestro medio es que las empresas necesitan fondos, pero, al mismo tiempo, no desean incorporar nuevos socios, con poder político y por tiempo indefinido. Las acciones rescatables permiten un listamiento temporáneo de nuevos socios en la empresa, teniendo participación en los resultados y en el patrimonio empresarial (asegurando su inversión y generando retornos por lo invertido).

Desde la óptica de los inversores-accionistas, verán éstos devueltas sus colocaciones y habrán participado de las ganancias que la empresa hubiera generado durante el plazo en el que fueron accionistas de la misma. Es técnicamente posible que las nuevas acciones tengan o no derecho a voto. Verbigracia, podrían fijarse dividendos preferidos mínimos para esta clase especial de acciones, y, en el caso de no poder

distribuirlos, los nuevos accionistas tendrán derecho a voto. De esta manera, los accionistas originarios no perderían su poder de control sobre la empresa. En este tipo de emisiones de acciones limitadas en el tiempo, el derecho y el efectivo pago de los dividendos son un tema trascendente.

Motivos para emitir acciones rescatables: 1) *affectio societatis* o 2) réditos financieros

Cuando una empresa emite acciones del tipo de las rescatables a un determinado tiempo vista, está solicitando que un grupo de particulares brinden al ente social parte de su dinero a cambio de un título representativo del capital social de la emisora: "acción rescatable" en este caso.

Esa persona (o grupo de personas) que suscriben la mencionada emisión de acciones rescatables, pueden hacerlo por dos motivos:

1. Tienen *affectio societatis*. Es decir, se sienten parte del proyecto y hay comunidad de intereses con los restantes socios en un proyecto común.

2. Tienen puramente intereses económicos (persiguen réditos financieros) sin importarles la relación con los demás socios y la gestión de la continuidad de la empresa.

En el primer caso, parece que el esquema de las acciones rescatables no sería propicio puesto que ellas implican mitigar el *affectio societatis*. De todos modos, las acciones rescatables pueden ser utilizadas ante estos casos por dos razones. Primero porque la autonomía de la voluntad así lo ordena y porque los socios pueden disponer las condiciones de emisión que crean más adecuadas a su realidad en tanto no violen derechos de terceros. Segundo, porque en determinadas circunstancias puede ser ello necesario para la sociedad. Tal es el caso de las empresas que deciden incorporar un socio nuevo pero desean darse un tiempo de prueba. La forma más sencilla de hacerlo es emitiendo a favor de este nuevo socio acciones rescatables a opción de la sociedad. Es ello muy similar a que el nuevo socio otorgue una opción de compra a favor de la sociedad para que ésta pueda ejercerla hasta dentro del plazo de prueba estipulado.

El segundo caso advertido es, el campo más fructífero para el desarrollo de las acciones rescatables. Es aquí donde pueden ostentar

todas sus aristas financieras. En este caso el accionista que suscribe acciones rescatables no tiene en miras el *affectio* sino el dividendo. El accionista es (además de socio con o sin derechos de voto) inversor y financista. Para este tipo de interés, la estructura de acciones rescatables es altamente recomendable no sólo en las sociedades abiertas, sino principalmente en las cerradas.

Contraprestación por la asistencia financiera (dividendos)

En los casos de emisiones accionarias, para evitar conflictos en la **distribución de dividendos**, en el prospecto de emisión deberá estipularse claramente esa política. Nos parece que a los ojos del accionista financista, la mejor opción es establecer que las acciones rescatables a emitirse **pagarán un dividendo mínimo y acumulable**. Es decir, el accionista tendrá un piso asegurado en tanto haya ganancias líquidas y exigibles. Desde luego, son necesarias dos cosas más para que esto funcione como estructura financiera: a) que la sociedad y los socios se comprometan a repartir dividendos en efectivo en caso de que existan ganancias. Esto conlleva a que la sociedad debe obligarse a no constituir reservas facultativas en exceso o a aumentar las cuentas patrimoniales discrecionalmente puesto que esto supone una merma en el acervo repartible. b) El plazo de rescate debe estar siempre condicionado al pago de los dividendos en cada cierre de ejercicio anual. Puede darse el caso que las acciones rescatables prevean un rescate a los cinco años. Quizás, la sociedad durante los cuatro primeros años no alcance a repartir el mínimo de dividendos prometidos o, simplemente no existan ganancias a repartir. En este caso, los dividendos a favor del financista titular de acciones rescatables se habrán acumulado a su favor y pasado a ser derechos adquiridos del accionista inversor, integrando su patrimonio. Ahora bien, serán verdaderamente exigibles en el único supuesto que existan ganancias repartibles a modo de dividendo.

Siguiendo con el ejemplo dado, supongamos que recién al cuarto año la sociedad puede repartir dividendos en las proporciones estipuladas en el título. El financista cobra lo que corresponde a ese año pero continúa sin haber cobrado los anteriores. Resulta que ya han expirado los cinco años de plazo. La sociedad está en condiciones de rescatar ese título y excluir como socio al financista según lo que

hemos pactado en las condiciones de emisión de nuestro ejemplo. Nos parece esta una solución injusta por ello entendemos debe supeditarse el plazo de rescate al efectivo pago de los dividendos correspondientes a los cinco años pactados como mínimo. De lo contrario, no podrá ejercerse la cláusula de rescate quedando ella en letargo hasta que se logre pagar el mínimo dividendo pactado para los cinco años. Para mayor seguridad del accionista financista, podrían pactarse que los dividendos serán además de todo *preferentes en el cobro*. Con ello, el financista cobrará primero que los restantes socios el dividendo correspondiente al año y los acumulados si existieren.

Huelga decir que el rescate debe tener un precio. El mismo puede ser fijado en las condiciones de emisión o permitirse que cualquiera de las partes lo fije de acuerdo a determinados parámetros expuestos o que sea un tercero imparcial (mercados, árbitros, bancos) quienes lo determinen en un momento dado. Si no se pagasen nunca dividendos, el valor de la acción rescatable debe prever indudablemente este incremento patrimonial que la sociedad ha experimentado y los socios no han retirado por vía de dividendos. Consecuentemente, en este caso el valor de rescate será mucho mayor.

Las posibilidades son muchas y no se limitan a las expuestas. Ello significa que todo financista y financiado podrán libremente ponerse de acuerdo en las condiciones que entiendan mas adecuadas a efectos de lograr beneficios mutuos.