



UNIVERSIDAD
DE PIURA

REPOSITORIO INSTITUCIONAL
PIRHUA

LOS DERECHOS DE LOS TITULARES DE ACCIONES DE INVERSIÓN Y SU IMPACTO EN LAS OPERACIONES DE FUSIÓN

Alma Jiménez-Panta

Lima, junio de 2016

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho

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.



Esta obra está bajo [una licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivadas 2.5 Perú](#)

Repositorio institucional PIRHUA – Universidad de Piura

UNIVERSIDAD DE PIURA
FACULTAD DE DERECHO



**“Los derechos de los titulares de acciones de inversión
y su impacto en las operaciones de fusión”**

**Tesis que presenta el bachiller:
ALMA VELIA JIMÉNEZ PANTA**

**Para optar el Título de:
ABOGADO**

Lima - Perú

Junio, 2016

APROBACIÓN

La tesis titulada “Los Derechos de los Titulares de Acciones de Inversión y su Impacto en las Operaciones de Fusión”, presentada por Alma Velia Jiménez Panta en cumplimiento con los requisitos para optar el Título de Abogado fue aprobada por el Director Ernesto Calderón Burneo.

Director de Tesis

A mis padres y hermanos.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I	
ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LAS ACCIONES DE INVERSIÓN	3
1.1. La creación de las Comunidades Industriales en 1970.	3
1.2. La creación de las acciones laborales en 1977.	5
1.3. Modificaciones posteriores a 1979.	8
1.4. Régimen legal a partir de 1993	11
CAPÍTULO II	
ASPECTOS GENERALES DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA, SU CAPITAL SOCIAL Y ACCIONES COMUNES.	15
2.1. La sociedad anónima.	15
2.2. El capital social.	18
2.2.1. Concepto de capital social.	18
2.2.2. Diferencia entre el capital social y patrimonio	19
2.2.3. Aportación del capital social.	20
2.2.4. Funciones del capital social.	21
2.2.5. Principios ordenadores del capital social.	22
2.3. La acción.	25
2.3.1. Significado de la acción.	25
2.3.2. Naturaleza jurídica de la acción.	27

CAPÍTULO III
RÉGIMEN LEGAL DE LAS ACCIONES DE INVERSIÓN --- 29

3.1.	Naturaleza jurídica de las acciones de inversión. -----	29
3.2.	Situación actual de las empresas con acciones de inversión.--	30
3.3.	Los derechos de los titulares de acciones de inversión bajo el régimen legal actual. -----	33
3.3.1.	----- Pa rticipar en la distribución de dividendos.-----	33
3.3.2.	Mantener la proporción entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la cuenta de capital social. -----	34
3.3.3.	Incrementar la Cuenta Acciones de Inversión por capitalización de cuentas patrimoniales. -----	35
3.3.4.	Redimir las acciones de inversión. -----	37
3.3.5.	Participar en la distribución del saldo del patrimonio en caso de liquidación de la sociedad. -----	39
3.4.	Diferencias entre las acciones de inversión y las acciones comunes con o sin derecho a voto.-----	40
3.4.1.	Desde el punto de vista de su origen. -----	40
3.4.2.	Desde el punto vista jurídico – contable (cuenta patrimonial). 41	
3.4.3.	Desde el punto vista de los derechos que otorgan.-----	46
3.5.	Cuadro comparativo de las acciones de inversión y las acciones con y sin derecho a voto. -----	57

CAPÍTULO IV
**ANÁLISIS DE FUSIÓN DE SOCIEDADES CON ACCIONES
DE INVERSIÓN----- 59**

4.1.	Definición de fusión de sociedades.-----	59
4.1.1.	La relación de canje en fusión de sociedades. -----	62
4.1.2.	Procedimiento de la operación de fusión. -----	65
4.2.	Fusión de sociedades con acciones de inversión y la Tercera Disposición Complementaria.-----	68
4.2.1.	Análisis de la Tercera Disposición Complementaria de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión. -----	69
4.2.2.	Aplicación práctica de la Tercera Disposición Complementaria.-----	73
4.2.3.	Supuesto no contemplado en la Tercera Disposición Complementaria.-----	74

4.3. Fusión de sociedades con acciones de inversión y patrimonio neto negativo.-----	79
4.3.1.Caso: fusión por absorción de Bayer y Aventis. -----	80
4.3.2.Análisis del caso. -----	84
4.4. Otros supuestos no regulados. -----	88
CONCLUSIONES -----	91
BIBLIOGRAFÍA -----	95

INTRODUCCIÓN

La legislación actual sobre acciones de inversión establece limitadamente los derechos patrimoniales otorgados a sus titulares, situación que trae como consecuencia en determinados supuestos que los accionistas, dueños de la sociedad, puedan decidir sobre el desarrollo y gestión de la empresa perjudicando los derechos de los titulares de estos valores *sui generis*. A pesar de esta realidad la doctrina peruana no ha tratado a profundidad este tema, razón por la cual motivó la realización de la presente investigación.

En ese sentido, con la finalidad de comprender los alcances y limitaciones de los derechos de los titulares de acciones de inversión, en el presente trabajo se explica el origen y evolución de las acciones de inversión, antiguamente denominadas acciones laborales y acciones de trabajo. Adicionalmente, se realiza un análisis detallado de los derechos de los titulares de acciones de inversión y sus diferencias con las acciones comunes, con o sin derecho a voto, identificando vacíos normativos que resultan problemáticos en la toma de decisiones de acuerdos societarios sobre reorganización de sociedades.

Frente a este escenario desarrollamos de forma teórica y práctica nuestra propuesta que busca complementar el supuesto de hecho de la disposición legal que regula la fusión de sociedades cuando solo una de ellas cuenta con acciones de inversión en su patrimonio (Tercera Disposición Complementaria de la Ley que Promueve el Canje o Redención de las Acciones de Inversión, Ley N° 28739).

Asimismo, se expone una solución para aquellos supuestos no contemplados en la referida disposición legal; propuesta que hacemos extensiva a las operaciones de escisión y otras formas de reorganización de sociedades reguladas en la Ley General de Sociedades, Ley N° 26887.

CAPÍTULO I

ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LAS ACCIONES DE INVERSIÓN

El origen y evolución de la participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa será explicada en el presente trabajo a través de cuatro etapas¹: (i) la creación de las Comunidades Industriales en 1970, (ii) la creación de las acciones laborales en 1977, (iii) las modificaciones posteriores a 1979, para finalmente referirnos al (iv) régimen legal a partir de 1993.

1.1. La creación de las Comunidades Industriales en 1970.

Durante la primera fase del Gobierno Revolucionario de las Fuerzas Armadas, el presidente Juan Francisco Velasco Alvarado promulgó el 27 de julio de 1970 la Ley General de Industrias, aprobada por Decreto Ley N° 18350.

La derogada Ley General de Industrias creó la *Comunidad Industrial*, una persona jurídica que nacía en una *empresa*

¹ Las tres primeras etapas han sido tratadas por Catalina Rabinovich W. *Las acciones laborales. Fuente de financiamiento, alternativa de inversión y efectos de distribución*, 1ª ed. (Perú: Fundación Friedrich Ebert, 1985), 15-28.

*industrial*² como representación del conjunto de los trabajadores que a tiempo completo laboraban en ella y cuyo objetivo era la administración de los bienes que adquiriría en beneficio de dicho conjunto.

Asimismo, la Ley General de Industrias estableció el derecho de los trabajadores a participar en las *utilidades, propiedad y gestión* de las empresas industriales, de acuerdo a lo siguiente:

- i. *Utilidades*: se asignó a los trabajadores que laboraban a tiempo completo en la empresa industrial el 10% de la renta neta antes de impuestos. El 50% de dicho monto debía ser distribuido a prorrata entre todos los trabajadores y el 50% restante distribuido proporcionalmente a sus remuneraciones.
- ii. *Propiedad*: se asignó a la Comunidad Industrial acciones representativas del capital social (en adelante, acciones comunes) de la empresa industrial mediante dos alternativas:
 - Reinvirtiendo (capitalizando) el 15% de la renta neta libre del impuesto a la renta; o,
 - Invirtiendo dicho porcentaje en la adquisición de acciones o participaciones pertenecientes a otros accionistas o socios, respectivamente.

Luego que la Comunidad Industrial alcanzaba el 50% del capital social, los trabajadores se convertían, a título individual, en propietarios de dicho porcentaje.

- iii. *Gestión*: el Directorio de la empresa industrial estaba conformado por al menos un representante miembro de la Comunidad Industrial.

² De acuerdo al literal f) de las Definiciones Operativas de la Ley General de Industrias, las *empresas industriales* eran entidades que se dedicaban a la transformación de insumos materiales y/o producción de bienes económicos.

Es importante resaltar que la Comunidad Industrial no podía transferir a ningún título sus acciones o participaciones ni renunciar a la participación de las *utilidades*.

Posteriormente, el 1 de setiembre de 1970 se promulgó la Ley de Comunidad Industrial, aprobada por Decreto Ley N° 18384, precisando el derecho de los trabajadores a recibir la propiedad individual de las acciones que la Comunidad Industrial debía emitir luego de alcanzar el 50% del capital social de la empresa industrial.

Las acciones individuales que la Comunidad Industrial emitía eran intransferibles, siendo únicamente redimibles por ella misma. Así, cuando el trabajador dejaba de prestar servicios a la empresa industrial este debía vender dichas acciones individuales a la Comunidad Industrial, la misma que estaba obligada a adquirirlas.

1.2. La creación de las acciones laborales en 1977.

En la segunda fase del Gobierno Revolucionario de las Fuerzas Armadas, el gobierno de Francisco Morales Bermúdez Cerruti promulgó el 2 de febrero de 1977 una nueva Ley de Comunidad Industrial, aprobado por Decreto Ley N° 21789³.

La nueva Ley de Comunidad Industrial incorpora por primera vez el término “**acciones laborales**”, como uno de los derechos de los trabajadores miembros de la Comunidad Industrial.

Respecto al régimen de participación de los trabajadores en las *utilidades, propiedad y gestión* la nueva Ley de Comunidad Industrial estableció el siguiente:

- i. *Utilidades*: se asignó a los trabajadores el 10% de la renta neta antes de impuestos. Dicho porcentaje era distribuido

³ La nueva Ley de Comunidad Industrial deroga entre otros: (i) el Decreto Ley N° 18384, Ley de Comunidad Industrial; y, (ii) los títulos VII y VIII del Decreto Ley N° 18350, Ley General de Industrias, referidos a la participación de los trabajadores en la empresa y a la Comunidad Industrial, respectivamente.

en efectivo entre todos los trabajadores de la empresa, sean o no miembros de la Comunidad Industrial⁴, en proporción a los días trabajados por cada uno de ellos.

ii. *Propiedad*: se asignó el 15% de la renta neta antes de impuestos, distribuido de la siguiente forma:

- El 13.5% de la renta neta destinado a la formación e incremento del patrimonio de los trabajadores, a través de la constitución de una cuenta denominada “**Cuenta Participación Patrimonial del Trabajo**” (en adelante, CPPT).

La CPPT podía ser invertida en valores representativos de derechos patrimoniales sobre la empresa: acciones laborales, bonos de trabajo⁵ y títulos de interés social⁶ emitidos por la empresa, así como en bonos de reinversión de trabajo emitidos por el Banco Industrial del Perú⁷. No obstante, al menos 1/3 (un tercio) del monto resultante del 13.5% de la renta neta debía ser destinado a la inversión de acciones laborales.

⁴ La nueva Ley de Comunidad Industrial incorpora como miembros de la Comunidad Industrial a todos los trabajadores que laboraban en la empresa en forma estable y a tiempo parcial, cualquiera sea el cargo o función desempeñada.

⁵ Los bonos de trabajo consistieron en obligaciones de la empresa redimibles a los cinco años, que abonaban durante su vigencia al trabajador un interés similar a los depósitos de ahorro a plazo fijo.

⁶ Los títulos de interés social fueron obligaciones con interés anual igual al de los depósitos de ahorros, emitidas por la empresa y destinadas al desarrollo de programas de interés social (vivienda).

⁷ El Banco Industrial del Perú fue una empresa de derecho público dependiente del sector economía y finanzas dedicada a brindar servicios de apoyo crediticio con el fin de promover y fomentar las actividades de artesanía, pequeña empresa, industrias, pesca, entre otras. Mediante Decreto Legislativo N° 059-2010-EF se resuelve la extinción de su personalidad jurídica. Por su parte, los bonos de reinversión del trabajo fueron obligaciones a cargo del Banco Industrial, redimibles a los cinco años, que abonaban durante su vigencia un interés del 16%. Para la emisión de este tipo de obligaciones, la empresa debía entregar al Banco Industrial los recursos correspondientes para que este proceda a efectuar la emisión. Mario Ferrari Quiñe, *La nueva Comunidad industrial en el Perú*. Derechode la Integración 11, n° 27, 121-

126. http://www.iadb.org/intal/intalcdi/Derecho_Integracion//documentos/027-Notas_e_Informes_02.pdf (consultado el 24-04-2016).

- El 1.5% de la renta neta destinado a formar y fortalecer el patrimonio de la Comunidad Industrial, dicho porcentaje era entregado en efectivo.

Cuando la CPPT alcanzaba el 50% del monto del capital social de la empresa industrial, se aplicaba únicamente esta última forma de participación.

Adicionalmente, eliminó el acceso de los trabajadores al capital social de la sociedad, anulando las acciones comunes de titularidad de las comunidades industriales que fueron adquiridas hasta 1977 y entregando en su lugar acciones laborales.

- iii. *Gestión*: representación de los trabajadores en el Directorio de la empresa industrial. El número de trabajadores en el Directorio debía estar en relación directa con la proporción que las acciones laborales representaban en el capital social de la empresa, en cualquier caso, no podía ser menor a uno.

Cabe resaltar que las acciones laborales creadas por la nueva Ley de Comunidad Industrial consistían en valores distintos e independientes a las acciones comunes y no otorgaban a sus titulares derecho de voz ni derecho de voto en las juntas generales de accionistas.

CAPITAL SOCIAL	CPPT
Acciones	Acciones Laborales

El valor nominal de las acciones laborales ascendía a S/o. 100.00 (Cien y 00/100 Soles Oro) y conferían el derecho a participar de manera preferente en los dividendos a ser distribuidos por la empresa industrial, así como el derecho a participar en el saldo de su patrimonio de liquidación.

Asimismo, la nueva Ley de Comunidad Industrial permitió la libre transferencia de las acciones laborales, luego de transcurridos seis años desde su emisión.

Posteriormente, con fecha 13 de julio de 1978 se promulgó el Decreto Ley N° 22229, que modifica varios artículos de la Ley de Comunidad Industrial con la finalidad de aumentar el ahorro interno y canalizarlo a la inversión productiva, entre otros:

- Incorpora la posibilidad de invertir los fondos de la CPPT en acciones de otras empresas o en acciones de empresas mixtas con participación estatal⁸.
- Incrementa el porcentaje fijo destinado a la inversión de acciones laborales de 1/3 (un tercio) a 1/2 (la mitad) de la suma que le correspondía percibir a cada trabajador luego de dividir el porcentaje de 13.5% de la renta neta.
- Elimina el requisito temporal para transferir las acciones laborales (seis años después de su emisión) y posibilita su transferencia a terceros personas naturales siempre que estos no posean acciones comunes de la empresa industrial y hasta un monto máximo de 0.5% del capital social.
- Obliga a inscribir en la Bolsa de Valores de Lima (en adelante, BVL) las acciones laborales emitidas por empresas con acciones comunes listadas.

La inscripción de las acciones laborales en la BVL significó su flexibilización, ya que determinó que una gran cantidad de dichos títulos dejen de estar en la esfera patrimonial de los trabajadores de la empresa⁹.

1.3. Modificaciones posteriores a 1979.

La Constitución Política del Perú de 1979, promulgada durante el gobierno del presidente Fernando Belaúnde Terry, reconoció

⁸ El Decreto Ley N° 22229 elimina los bonos de reinversión del trabajo como alternativa de inversión de la CPPT.

⁹ Alfonso Montoya Stahl, “La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión”, *Ius Et Veritas* 17, n° 35 (2007): 242-264.

el derecho de los trabajadores a participar en la gestión y utilidad de la empresa, así como en la propiedad.

Posteriormente, el 16 de febrero de 1982 se promulgó el Decreto Supremo N° 010-82-ITI/IND¹⁰, mediante el cual se amplía la reglamentación de los Decretos Leyes N° 21789 y N° 22229, habilitando a las personas jurídicas a adquirir acciones laborales de la empresa industrial hasta un monto equivalente al 5% del capital social de dicha empresa.

Tres meses después, el 29 de mayo de 1982 se promulgó la nueva Ley General de Industrias, Ley N° 23407, estableciendo dos sistemas excluyentes de participación:

- Sistema I:
 - i. *Utilidades:* se asignó el 10% de la renta neta antes de impuestos, porcentaje que debía ser distribuido entre los trabajadores que laboraban en la empresa a tiempo completo.
 - ii. *Propiedad:* se asignó el 13.5% de la renta neta antes de impuestos a la emisión de acciones laborales, entregadas en propiedad individual a los trabajadores hasta llegar al 50% del capital social de empresa industrial.
 - iii. *Gestión:* se asignó el 1.5% destinado a atender los requerimientos administrativos de la Comunidad Industrial.

- Sistema II:
 - i. *Utilidades:* a diferencia del Sistema I, se asignó el 17% de la renta neta antes de impuestos.
 - ii. *Propiedad:* Por un lado, los trabajadores tenían la primera opción de suscribir acciones comunes en aumentos de capital por oferta pública. Por otro lado,

¹⁰ Amplía la reglamentación de las normas de Decretos Leyes N° 21789 y N° 22229 sobre régimen de acciones laborales y elección de directores representantes de los trabajadores.

las empresas debían redimir las acciones laborales en un plazo de diez años con un mínimo del 10% anual.

- iii. *Gestión*: los trabajadores debían elegir a sus representantes en el Directorio de la empresa industrial, en una proporción equivalente al 20% de sus miembros.

De acuerdo con el Decreto Supremo 046-82 -ITI-IND¹¹ promulgado el 2 de octubre de 1982, si se optaba por el Sistema II la Comunidad Industrial se disolvía automáticamente.

Durante el gobierno de Alberto Fujimori Fujimori, luego de casi diez años, se promulgó el 7 de octubre de 1991 el Decreto Legislativo N° 677¹², derogando la obligación de emitir nuevas acciones laborales y sustituyendo en un solo régimen común la participación de los trabajadores en la *utilidad, propiedad y gestión* de las empresas:

- i. *Utilidades*: se asignó porcentajes de la renta neta antes de impuestos según el rubro de la empresa, a las empresas industriales le correspondía el 10%.
- ii. *Propiedad*: derecho de suscripción preferente de acciones comunes representativas del capital social en el caso de aumentos de capital por oferta pública.
- iii. *Gestión*: representación en los comités destinados a mejorar la producción de la empresa por uno o más trabajadores.

Asimismo, solo en los casos de aumento de capital social por nuevos aportes, los titulares de acciones laborales, denominadas por el Decreto Legislativo N° 677 como “**acciones del trabajo**”, tenían derecho a efectuar aportes en proporción a su participación en la CPPT destinados a incrementar dicha cuenta con el objeto de mantener la proporción existente entre esta y la

¹¹ Norma que reglamenta el Título Sexto de la Ley General de Industrias, sobre la participación de los trabajadores en las utilidades, la gestión y la propiedad.

¹² Regula la participación en la utilidad, gestión y propiedad de los trabajadores de las empresas que desarrollan actividades generadoras de rentas de tercera categoría y que están sujetos al régimen laboral de la actividad privada.

cuenta de capital social¹³. La parte no suscrita por un titular de acciones del trabajo podía ser suscrita por otros titulares en forma proporcional¹⁴.

Cabe precisar con relación al valor nominal de las acciones laborales que mediante Decreto Supremo N° 160-91-EF se estableció que su valor nominal sea de

1.4. Régimen legal a partir de 1993.

La vigente Constitución Política del Perú, promulgada en 1993 durante el gobierno del presidente Alberto Fujimori Fujimori, establece en su artículo 29° lo siguiente:

“El Estado reconoce el derecho de los trabajadores a participar en las utilidades de la empresa y promueve otras formas de participación.” (el subrayado es nuestro).

A diferencia de la Constitución Política de 1979, la vigente no señala expresamente el derecho de los trabajadores a participar en la propiedad de las empresas. En virtud a esta falta de pronunciamiento, se cuestionó la constitucionalidad del Decreto Legislativo N° 677.

En palabras de Ada Constantino Fernández *“(...) al criterio recogido por el constituyente de 1993 la participación de los*

¹³ Cabe precisar con relación al valor nominal de las acciones laborales que mediante Decreto Supremo N° 021-90-EF se estableció en I./ 1,000.00 (Mil Intis) el valor nominal de estos valores Posteriormente, mediante Decreto Supremo N° 160-91-EF se dispuso que el valor nominal de las acciones laborales sea de S/. 1.00 (Un Nuevo Sol) y se estableció la relación de canje de 1,000 acciones laborales emitidas hasta 1991 con valor nominal de I./ 1,000.00 por una nueva acción laboral de S/. 1.00. Asimismo, de la información revisada en el portal de la BVL y de la Superintendencia del Mercado de Valores preciamos que las empresas con acciones de inversión listadas mantienen su valor nominal de S/. 1.00 cada una; algunas de ellas (cinco empresas) cuentan con acciones de inversión con un valor nominal distinto a S/ 1.00; sin embargo, esto se ha debido a acuerdos de aumento o reducción de capital social adoptados por la junta general de acciones, los cuales han involucrado un incremento o disminución de la Cuenta de Acciones de Inversión a través del aumento o reducción del valor nominal de estos valores.

¹⁴ Tercera Disposición Final y Transitoria del Decreto Legislativo N° 677.

trabajadores en la gestión y propiedad de la empresa debía surgir de la voluntad de los actores sociales: empresarios-trabajadores, sin imponer obligaciones legales de ningún tipo”¹⁵.

Así, a partir del Decreto Legislativo N° 892 publicado el 11 de noviembre de 1996, se regula únicamente el derecho de los trabajadores a participar en las utilidades de las empresas que desarrollan actividades generadoras de rentas de tercera categoría y se deroga el régimen de participación común que establecía el Decreto Legislativo N° 677.

Para Carlos Arata, citado por Oswaldo Hundskopf, luego de la publicación del Decreto Legislativo N° 892 que reguló la participación de los trabajadores en las utilidades de sus empresas, las acciones de inversión pasaron a ser una “piedra en el zapato” en aquellas empresas que aún las mantenían en sus cuentas patrimoniales, ya que para los titulares de acciones de capital su presencia involucraba compartir los dividendos generados por la sociedad con personas que no habían asumido el mismo riesgo¹⁶.

Dos años después, el 30 de diciembre de 1998 se promulgó la vigente Ley que Sustituye las Acciones del Trabajo por las Acciones de Inversión, Ley N° 27028 (en adelante, Ley de Acciones de Inversión).

La Ley de Acciones de Inversión modifica la denominación de “acciones del trabajo” por la de “**acciones de inversión**” y la CPPT por la de “**Cuenta de Acciones de Inversión**”. Asimismo, precisó los derechos patrimoniales concedidos a los titulares de dichas acciones, los mismos que trataremos en el apartado 3.3 siguiente.

Finalmente, con el objetivo de establecer el marco jurídico para la promoción del canje y redención de las acciones de inversión se promulga la Ley que Promueve el Canje o Redención de las

¹⁵ Ada Constantino, “Régimen jurídico de las acciones de inversión”, *Revista Cathedra* año 4, n° 7 (2000), 23-32.

¹⁶ Oswaldo Hundskopf Exebio, *La Sociedad Anónima* (Lima: Gaceta Jurídica, 2013), 243.

Acciones de Inversión, Ley N° 28739 (en adelante, Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión), promulgada el 23 de mayo de 2006, y su Reglamento, aprobado por Resolución CONASEV N° 060-2006-EF-94.10; así como, las Disposiciones sobre las características técnicas que deben cumplir las sociedades que formulen oferta de canje o redención de sus acciones de inversión, aprobadas por Resolución Gerencial N° 059-2006-EF-94.45; y, las Normas para la aplicación del silencio como manifestación de voluntad en dichas operaciones, aprobadas por Resolución CONASEV N° 063-2007-EF-94.01.1.

CAPÍTULO II

ASPECTOS GENERALES DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA, SU CAPITAL SOCIAL Y ACCIONES COMUNES

A fin comprender ampliamente la noción de las acciones de inversión como valores *sui generis* frente al concepto de acciones comunes con o sin derecho a voto, nos ocuparemos en el presente capítulo en comentar las notas características de la sociedad anónima, como *prototipo de sociedad capitalista*¹⁷, y sus piezas fundamentales: el capital social y la acción.

2.1 La sociedad anónima.

La sociedad anónima, también denominada sociedad por acciones, es definida por Brunetti como “*una asociación de personas que teniendo personalidad propia, actúan en su propio nombre para un determinado fin económico, cuya estructura capitalista-colectivista es proporcionada por un capital base, estatutariamente determinado y dividido en acciones, formado por las aportaciones de los suscriptores, que*

¹⁷ El éxito y desarrollo de la sociedad anónima se debió a: (i) la división del capital en acciones, que son fácilmente transmisibles y permiten la diversificación del riesgo, y (ii) la no responsabilidad de los accionistas por las deudas sociales. Guillermo Jiménez Sánchez, *Lecciones de Derecho Mercantil* (Madrid: Tecnos, 2010), 187.

después de haber desembolsado el importe suscrito, no están obligados a ulteriores prestaciones”¹⁸.

A partir de esta definición se pueden extraer las siguientes características:

i. Sociedad capitalista:

La sociedad anónima se constituye y desarrolla con un capital social integrado por aportaciones de los accionistas¹⁹. En función de su objeto, las aportaciones pueden ser dinerarias y no dinerarios o *in natura*, cuando recaigan sobre cualquier otro bien o derecho distinto del dinero y susceptible de valoración económica²⁰.

La importancia del capital social determina que el interés sobre el accionista no vaya más allá de su aportación patrimonial en el momento de su incorporación a la sociedad (sea en la fase fundacional o con motivo a un aumento de capital) o del compromiso de aportar a ella cierta cantidad de dinero, bienes o derechos patrimoniales de diversa naturaleza (dividendos pasivos)²¹.

En otras palabras, el elemento que determina la participación del accionista en la sociedad es su aporte y no la confianza, experiencia, características o cualidades personales como sucede en las sociedades de personas.

¹⁸ Antonio Brunetti, *Tratado del Derecho de las Sociedades*, t. 2 (Buenos Aires: UTHEA Argentina), 74.

¹⁹ El artículo 74º de la Ley General de Sociedades señala que “*en la sociedad anónima sólo pueden ser objeto de aporte los bienes o derechos susceptibles de valoración económica.*”

²⁰ Javier García Enterría et al, *Lecciones del Derecho Mercantil*, 3ª ed. (Navarra: Aranzadi, 2005), 284-285.

²¹ Manuel Broseta Pont, *Manual de Derecho Mercantil*, 20ª ed. (Madrid: Tecnos, 2013), 375.

En palabras de Uría, la sociedad anónima es “*constituida intuitus pecuniae, en la que apenas juegan ni interesan las condiciones personales de los socios, sino la participación que cada uno tenga en el capital social*”²².

ii. Capital social dividido en acciones:

El capital social resultante de las aportaciones se divide en *fracciones*, es decir en porciones de *igual monto*, cada una de las cuales se denomina *acción*. El monto total expresa precisamente la *medida de la participación de cada socio* frente a la sociedad, estableciendo una correspondiente *relación de socio y sociedad*²³.

Las acciones, como veremos, son valores mobiliarios que, además de ser en principio libremente transmisibles²⁴, atribuyen a su titular la calidad de accionista. El porcentaje que representa el número de acciones de titularidad de un accionista respecto del número total en el que se encuentra dividido el capital social determina el alcance de su participación en la sociedad.

Asimismo, de acuerdo al artículo 82° de la Ley General de Sociedades, Ley N° 26887 (en adelante, Ley General de Sociedades) todas las acciones tienen el mismo valor nominal y dan derecho a un voto, con excepción de los casos de elección del Directorio por voto acumulativo y las acciones sin derecho a voto.

²² Rodrigo Uría, *Derecho Mercantil*, 14^a ed. (Madrid: Marcial Pons, 1975), 188-189.

²³ Francesco Messineo, *Manual de Derecho Civil y Comercial*, t. 5 (Buenas Aires: E.J.E.A., 1979), 393.

²⁴ En principio las acciones son libremente transmisibles porque es válida la afectación de una clase o de todas las acciones a través de obligaciones a favor de otros accionistas, de la sociedad o de terceros, adicionales al pago de su valor nominal o de colocación. De acuerdo al artículo 86° de la Ley General de Sociedades estas obligaciones pueden pactarse en el estatuto social o en el acuerdo de aumento de capital social y podrán consistir en obligaciones dinerarias o no.

iii. Falta de responsabilidad de los accionistas²⁵:

Esta tercera característica se refiere a que los accionistas de la sociedad anónima no responden personalmente por las deudas sociales²⁶, esto es el accionista no se obliga frente a la sociedad más que por el importe de las acciones que ha suscrito y en su caso, por las prestaciones accesorias u obligaciones adicionales que se ha comprometido.

De este modo, por las obligaciones sociales responderá solamente *la sociedad con su patrimonio* y nunca – ni siquiera con carácter subsidiario- el accionista. A diferencia de las sociedades de personas, en la sociedad anónima no hay lugar para una responsabilidad del accionista frente a los terceros acreedores de la sociedad²⁷.

2.2 El capital social.

2.2.1. Concepto de capital social.

El capital social puede ser definido como el conjunto de aportaciones realizadas por los accionistas o la suma de los valores nominales de las acciones en las que se encuentra dividido²⁸.

²⁵ Hay quienes al comentar esta característica se refieren a la sociedad anónima como una “sociedad de responsabilidad limitada”: Joaquín Garrigues, *Curso de Derecho Mercantil*, 7ª ed. (Madrid: Aguirre, 1976), 417; Rodrigo Uría, *Derecho Mercantil*, 189; Javier García Enterría et al, *Lecciones del Derecho Mercantil*, 270; y, Fernando Sánchez Calero y Juan Sánchez Calero, *Instituciones del Derecho Mercantil*, 7ª ed. (Madrid: Aranzadi, 2011), 388. No obstante, compartimos la opinión de quienes consideran que resulta impreciso este título ya que la sociedad anónima responde frente a sus acreedores ilimitadamente con todos sus bienes mientras que el accionista no tiene responsabilidad alguna. Alberto Bercovitz, José Barba y Raúl Bercovitz, *Sociedades Mercantiles* (Navarra: Aranzadi, 2013), 408.

²⁶ El artículo 51º de la Ley General de Sociedades referido al capital y la responsabilidad de los socios señala que “*en la sociedad anónima el capital está representado por acciones nominativas y se integra por aportes de los accionistas, quienes no responden personalmente de las deudas sociales. No se admite el aporte de servicios en la sociedad anónima*”.

²⁷ Francesco Messineo, *Manual de Derecho Civil*, 361.

²⁸ De La Cámara señala que existen varias teorías sobre el concepto de capital social: (i) la primera puramente patrimonialista lo define como el conjunto de las

Para el nacimiento de la sociedad anónima el capital social es un requisito esencial por ser una cifra fija establecida en su estatuto social, la cual puede estar integrada por aportaciones efectivamente desembolsadas o comprometidas de los accionistas. Los aportes deben consistir en dinero o en bienes susceptibles de valoración económica²⁹ y se excluye la posibilidad de aportar a la cuenta de capital social servicios o trabajo, característica de las sociedades de personas o personalistas.

Asimismo, el capital social constituye el medio necesario para desarrollar el objeto de la sociedad, es por ello que se le ha denominado *capital de riesgo* al ser el resultado de las aportaciones realizadas por los accionistas para el ejercicio de la actividad empresarial.

2.2.2. Diferencia entre capital social y patrimonio.

Como señalamos, el capital social consiste en una cifra fija y convencional definida en los estatutos, correspondiente a la suma de los valores nominales del total de acciones en los que se encuentra dividido. Mientras que el patrimonio se refiere al conjunto de derechos y obligaciones de contenido económico pertenecientes a la sociedad en un determinado momento. Solo en el momento fundacional de la sociedad existirá coincidencia entre el capital social y el patrimonio, luego del inicio de sus actividades el patrimonio oscilará en función a los resultados positivos o negativos obtenidos.

El carácter estable del capital social solo puede ser modificado mediante un acuerdo de aumento o disminución

aportaciones de los socios, (ii) la segunda, el capital social es un concepto jurídico – como cifra de retención- y contable –primera partida del pasivo del balance -, y (iii) la tercera como cifra de retención con dimensión patrimonial. Manuel De La Cámara, *El capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución* (Madrid: Consejo General del Notariado, 1996), 13.

²⁹ El artículo 27° de la Ley General de Sociedades referido a la valuación de aportes no dinerarios señala que “*en la escritura pública donde conste el aporte de bienes o de derechos de crédito, debe insertarse un informe de valorización en el que se describen los bienes o derechos objeto del aporte, los criterios empleados para su valuación y su respectivo valor*”.

de capital siguiendo el procedimiento legalmente establecido para tal efecto. A diferencia del capital social, el patrimonio como concepto eminentemente económico que alude a los bienes y obligaciones de los que en un momento dado es titular la sociedad, oscila permanentemente en función de los resultados de la actividad social, ya que las vicisitudes de esta tienen incidencia directa y permanente sobre su situación patrimonial.

La relación entre el capital y el patrimonio es reveladora del estado económico en que se encuentra una sociedad, es decir a medida que el valor del patrimonio supere la cifra del capital social, la situación será más sólida, lo contrario significaría que las pérdidas han absorbido los aportes de los accionistas al capital social³⁰.

2.2.3. Aportación del capital social.

El acto de suscribir acciones, en la etapa constitución de la sociedad o con motivo de un aumento de capital social, contiene una doble declaración de voluntad, la de ingresar como accionista a la sociedad y la de obligarse frente a la sociedad a la aportación de una parte del capital social equivalente a la cuantía del valor nominal de las acciones suscritas³¹.

La Ley General de Sociedades exige en el momento de constituirse la sociedad y durante toda su vida que el capital social se encuentre totalmente suscrito y desembolsado en al menos 25% del valor nominal de cada una de las acciones en las que se divida.

Así, a fin de mantener íntegra la suscripción del capital social no podrán admitirse como válidas: la suscripción de un capital por fracciones sucesivas, las suscripciones

³⁰ Javier García Enterría et al., *Lecciones de Derecho Mercantil*, 273.

³¹ Lo que justifica la adquisición del estado de socio es la aportación. José María Abascal, "Las acciones de las sociedades anónimas" (México: UNAM, 1986), 889-933.

sometidas a condición, las suscripciones realizadas por personas incapaces, las suscripciones realizadas por la misma sociedad que se constituye, la suscripción realizada con el propósito de pagar las acciones mediante servicios u otra clase de aportaciones que no sean en dinero o bienes susceptibles en dinero.

No obstante, la Ley General de Sociedades admite expresamente en los artículos 75° y 86°, respectivamente, la posibilidad que tienen los accionistas de asumir prestaciones accesorias u obligaciones adicionales, distintas a la obligación de pago de la acción que en ningún caso pueden integrar el capital social. Pueden ser objeto de prestaciones accesorias u obligaciones adicionales cualquier clase de obligación de dar (bienes, derechos), hacer (servicios profesionales o laborales) y no hacer (no competencia con la sociedad).

2.2.4. Funciones del capital social.

Siguiendo a De La Cámara las funciones del capital social son las siguientes³²:

- Función de garantía frente a terceros.

Como contrapartida a la ausencia de responsabilidad personal de los accionistas por las deudas contraídas por la sociedad, el capital social se constituye como garantía de los acreedores sociales³³.

La función de garantía del capital social no significa en sentido propio que el capital garantice el pago de las deudas

³² Manuel De La Cámara, *El capital social en la sociedad anónima*, 15-16. Vicent Chuliá considera la *función empresarial* del capital social como la más importante, por ser fundamentalmente un fondo de explotación empresarial integrado por las aportaciones de los socios. Vicent Chuliá, *Introducción al Derecho Mercantil* (Valencia: Tirant Lo Blanch, 2006), 323.

³³ Además de su relevancia económica, contable y como medida de los derechos del accionista según su participación, la cifra del capital cumple una función de garantía respecto de terceros en cuanto sirve de punto de referencia para exigir la efectiva aportación patrimonial a la sociedad y la debida retención del patrimonio existente. Guillermo Jiménez Sánchez, *Lecciones de Derecho Mercantil*, 187-191.

sociales, sino que es un fondo de responsabilidad que no se puede distribuir destinado a la actividad de la sociedad. En otras palabras, la garantía de los acreedores está constituida por los bienes que la sociedad tiene en su activo, es decir aquellos contra los que pueden dirigir sus acciones.

- Función de organización.

El capital social constituye el eje vertebrador de la organización y funcionamiento internos de las sociedades de capital. Desde la estructura financiera de la sociedad 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 en el Directorio.

Finalmente, desde la posición jurídica de los accionistas el capital social determinará 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.

2.2.5. Principios ordenadores del capital social.

Uría distingue cinco principios ordenadores del capital de la sociedad anónima³⁴:

- Principio de determinación.

El capital social, las acciones en el que está dividido y su valor nominal deben estar expresamente señalados en el estatuto social de la sociedad y mencionados en su escritura pública de constitución. En palabras de Joaquín Garrigues

³⁴ Rodrigo Uría, *Derecho Mercantil*, 192-193.

el capital en las sociedades anónimas no es sólo funcional, como en las demás sociedades, sino también *fundacional*³⁵.

Es oportuno señalar en este punto el caso de las *acciones en cartera*. La Ley General de Sociedades regula en su artículo 98° que en el pacto social o acuerdo de aumento de capital, la sociedad puede crear acciones, con o sin derecho a voto, las que mantienen en cartera. Las acciones en cartera no pueden integrar la cuenta del capital social ya que consisten en acciones que todavía no han sido emitidas, y solo lo serán cuando sean suscritas y pagadas en por lo menos un 25% de su valor nominal.

- Principio de integridad.

Las acciones en las que se divide el capital social deberán estar íntegramente suscritas por los accionistas cuando se otorgue la escritura de constitución o de aumento de capital social.

Esta obligación de suscripción íntegra se desprende de la función de garantía a los acreedores que, como indicamos, cumple el capital social, asegurando que surja la obligación de desembolso por los accionistas sobre la totalidad de la cifra del capital social.

- Principio de desembolso mínimo.

El capital, además de estar suscrito íntegramente, requiere que las acciones en el que se divide estén desembolsadas en, por lo menos, la cantidad mínima exigida por ley. Tanto en España como en Perú, el desembolso mínimo exigido es el 25% del valor nominal de cada acción. Dicho monto debe ser efectivo al momento de otorgar la escritura pública de constitución o de aumento de capital social.

³⁵ Joaquín Garrigues, *Curso de Derecho Mercantil*, 439.

La parte pendiente de desembolsar, denominada dividendo pasivo, debe ser pagada por el accionista en la forma y plazo previstos en el pacto social o acordados por junta general de accionistas; en caso de incumplimiento el accionista incurrirá en mora sin necesidad de intimación.

- Principio de realidad.

El principio de realidad, también denominado principio de efectividad, se refiere a que el capital social debe existir como tal, debe ser real, responder a una aportación efectiva, bien dineraria o susceptible de valoración económica.

Este principio permite por una parte que la sociedad disponga como mínimo del patrimonio que corresponda a la cifra del capital social y por otra, proteger tanto a los acreedores sociales que sólo disponen de la cifra de capital como garantía de sus créditos, como a los propios accionistas, en defensa de la paridad de trato entre ellos, evitando que se vean favorecidos los que no hubieran de facto desembolsado la parte de capital social que hubieran suscrito³⁶.

- Principio de estabilidad.

El principio de estabilidad busca que la cuenta de capital social no pueda ser libremente alterada a lo largo de la vida de la sociedad, esta solo pueda ser modificada siguiendo el procedimiento legalmente establecido para las modificaciones estatutarias (aumento o reducción de capital social).

De no ser así, cualquier aumento de capital significaría un engaño para los acreedores si no está acompañado del correlativo desembolso en la cuenta de capital social y su disminución sería posible manteniendo un capital ficticio mayor en el estatuto social.

³⁶ María del Mar Andreu, *Introducción al derecho de sociedades de capital* (Madrid: Marcial Pons, 2013), 128-129.

La Ley General de Sociedades ha establecido el límite a las normales variaciones del patrimonio de la sociedad que mantienen inalterable la cuenta del capital social. Así, el artículo 220° de la Ley General de Sociedades obliga a la sociedad a reducir el capital cuando las pérdidas hayan disminuido el capital social en más de la mitad— pero no menos de los 2/3 (dos tercios) del monto de capital social pagado³⁷ - y haya transcurrido un ejercicio sin haber sido superado, salvo cuando se cuente con reservas legales o de libre disposición, se realicen nuevos aportes o los accionistas asuman la pérdida, en cuantía que compense el desmedro.

2.3 La acción.

2.3.1. Significado de la acción.

Resulta tradicional la concepción de la acción a partir de una triple perspectiva: la acción como *parte del capital*, como *conjunto de derechos* y como *título*.

- La acción como parte del capital social.

La acción es una *alícuota de la suma* -de las aportaciones- *que forma, en conjunto, el total del capital social*³⁸ de la sociedad anónima. En cuanto es parte del capital social, la acción constituye una *porción del conjunto de aportaciones patrimoniales*³⁹ - o compromisos de aportar- a la cuenta del capital social, que los accionistas reciben por dichos aportes. Esta división del capital social en partes denominadas acciones es un requisito de constitución de la sociedad.

³⁷ Conforme al numeral 4 del artículo 407° de la Ley General de Sociedades, si las pérdidas reducen el patrimonio neto a cantidad inferior a 1/3 (un tercio) del capital pagado, salvo que sean resarcidas o que el capital pagado sea aumentado o reducido en cuantía suficiente, es causal de disolución.

³⁸ Antonio Brunetti, *Tratado del Derecho de las Sociedades*, 91.

³⁹ José Luis García Pita et al, *Derecho de Sociedades Anónimas II, Capital y Acciones*, vol. 1, (Madrid: Editorial Civitas, 1994), 529.

En otras palabras, si el capital social se expresa en dinero, *la acción como parte del capital social expresa al mismo tiempo una suma de dinero*⁴⁰ denominada valor nominal, una *cuota del capital social*⁴¹. En ese sentido, no existe la posibilidad de crear acciones gratuitas emitidas sin contraprestación patrimonial alguna por parte del accionista.

- La acción como derecho.

Al titular de la acción se le atribuye la condición de accionista. Por un lado, la acción representa el compromiso de poner en común -aportaciones- e incorpora a quien lo asume a la estructura contractual y organizativa de la sociedad, dando inicio a *una compleja relación jurídica bilateral con la sociedad*⁴². Por otro lado, representa el *lado activo de la relación societaria* como conjunto de derechos y obligaciones integrantes de la condición de accionista.

Para García Pita la acción designa una noción compleja de la “condición de socio”, la vinculación de un sujeto a una organización societaria, nacida y conformada por un negocio jurídico contractual; es decir, la acción es la participación del titular en la relación jurídica con la sociedad anónima que confiere derecho e imputa deberes⁴³.

Las acciones como alícuotas en las que se encuentra dividido el capital otorga al accionista derechos mínimos establecidos en la Ley General de Sociedades, no obstante mediante la creación de clases de acciones es posible el otorgamiento de derechos adicionales a sus titulares.

⁴⁰ Joaquín Garrigues, *Curso de Derecho Mercantil, Séptima Edición*, 451.

⁴¹ Para Gabino Pinzón esta acepción no representa una concepción exacta de la acción y señala que no se trata de una verdadera parte o cuota del capital social, ya que no se divide realmente sino de modo meramente legal o formal. En este sentido, la acción constituye una especie de unidad de medida de los derechos del accionista, quien suscribe o paga una acción tiene o adquiere todos esos derechos, según la cantidad de acciones suscritas. Gabino Pinzón, *Sociedades Comerciales* (Bogotá: Editorial Temis, 1989), 177.

⁴² Oswaldo Hundskopf Exebio, *La Sociedad Anónima*, 199-218.

⁴³ José Luis García Pita et al, *Derecho de Sociedades Anónimas*, 529.

Nuestra Ley General de Sociedades ha establecido en su artículo 91° que la sociedad considerará propietario de la acción, titular de derechos económicos y políticos, a quien aparezca como tal en la matrícula de acciones:

Siguiendo a Garrigues, el número de acciones que posee el accionista *gradúa* la participación en los beneficios (derecho a dividendos), en la adaptación de acuerdos sociales (derecho de voto) y en la división del patrimonio de la sociedad (derecho a una cuota de liquidación).

- La acción como título.

García Pita advierte que el concepto de acción no debe incluir como elemento integrante y esencial la referencia al “título”. Para el autor, la posibilidad de que la acción pueda ser representada en títulos consiste en una aptitud que se predica como rasgo característico de la acción, pero que debe quedar fuera de su propio concepto⁴⁴.

En nuestra opinión, se considere o no este aspecto dentro de la noción de acción, la representación de las acciones en títulos físicos - o mediante anotaciones en cuenta - cumple además de una *función probatoria* de la condición de accionista una *función dispositiva*, permitiendo la transmisión de los derechos y obligaciones del accionista y legitimando al adquirente el ejercicio de los mismos.

2.3.2. Naturaleza jurídica de la acción.

- Es un título de participación.

De acuerdo al artículo 257° de la Ley de Títulos Valores las acciones son valores mobiliarios representativos de partes

⁴⁴ Continúa García Pita que la posibilidad de ser documentada en títulos es algo externo a la acción, pues la acción existe y puede existir con independencia de su representación documental. El contrato de sociedad anónima y la propia organización asociativa que de él surge no ven condicionada su validez, ni su existencia, por la documentación o falta de representación documental de las acciones. José Luis García Pita et al, *Derecho de Sociedades Anónimas*, 539.

alícuotas del capital social, pueden estar representados en títulos físicos o en mediante anotaciones en cuenta⁴⁵.

Las acciones representadas en títulos físicos son títulos valores de participación, que incorporan un *complejo de derechos, facultades y de obligaciones que son inherentes a la condición de socio*⁴⁶. El título que documenta la acción no contiene un simple derecho de crédito ni incorpora un derecho real, sino que certifica a su titular el *status* de accionista.

- Es un título de asociación.

El accionista cuenta con ciertos derechos políticos que únicamente pueden ser ejercidos a través de la reunión de un número plural de ellos, es decir en junta general de accionistas, lo que diferencia a la acción de otros títulos valores.

- Es un título indivisible.

Las acciones son indivisibles y en caso de copropiedad sus titulares deben designar a una persona para el ejercicio de los derechos del accionista, conforme al artículo 89º de la Ley General de Sociedades.

⁴⁵ Para M. Lourdes Ferrando las acciones representadas por anotaciones en cuenta no pueden considerarse verdaderos títulos valores dado que no concurre el elemento esencial del concepto de título valor: la existencia del documento. M. Lourdes Ferrando, “Caracterización jurídica de las acciones y las participaciones sociales. Documentación. Transmisión.” *Introducción al derecho de sociedades de capital* (Madrid: Marcial Pons, 2013), 139-158.

⁴⁶ Antonio Brunetti, *Tratado del Derecho de las Sociedades*, 108.

CAPÍTULO III

RÉGIMEN LEGAL DE LAS ACCIONES DE INVERSIÓN

3.1. Naturaleza jurídica de las acciones de inversión.

De acuerdo con el numeral 4 del artículo 257° de la Ley de Títulos Valores, Ley N° 27287 (en adelante, Ley de Títulos Valores) es válida la emisión de valores mobiliarios con la denominación de “acciones” que no representen el capital social de las sociedades sino alícuotas de cuentas o fondos patrimoniales distintos.

Con relación al concepto de “valor mobiliario” y los derechos que otorga, los numerales 1 y 5 del artículo 255° de la Ley de Títulos Valores establecen que son valores “*emitidos en forma masiva, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan (...)*”, y “*podrán conferir a sus titulares derechos crediticios, dominiales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor o, en su caso, de patrimonios autónomos o fideicometidos (...)*”⁴⁷.

⁴⁷ A manera de ejemplo: (i) derechos crediticios como los bonos y papeles comerciales, (ii) derechos de participación en el capital de una sociedad como las acciones y los certificados de suscripción preferente y (iii) derechos de participación en patrimonios autónomos como las cuotas de participación de fondos mutuos y fondos de inversión, así como las acciones de titulización.

En el mismo sentido, el artículo 3° de la Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, define el término “valores mobiliarios” como *“aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor (...)”*.

De lo expuesto líneas arriba, concluimos que las acciones de inversión son valores mobiliarios -títulos valores - nominativos⁴⁸, representativos de la cuenta denominada “Cuenta de Acciones de Inversión” que conceden a sus titulares el derecho de participación en el patrimonio de la sociedad emisora.

Al respecto Rafael Picasso señala que *“las acciones de inversión, desprovistas de su carácter laboral, pasan a convertirse en títulos representativos de la parte del patrimonio constituido por la Cuenta Patrimonial del Trabajo, deviniendo en irrelevante la existencia de una relación laboral entre el tenedor y la sociedad emisora de las anteriormente llamadas acciones de trabajo”*⁴⁹.

3.2. Situación actual de las empresas con acciones de inversión.

De acuerdo a la información obtenida del Centro de Documentación e Información - CENDOC de la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, SMV), previa a la promulgación de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión en el 2006, se realizaron, entre los años 1999 y 2004, dos ofertas públicas de intercambio y cinco ofertas públicas de adquisición de acciones de inversión. Desde

⁴⁸ Cabe resaltar que desde su origen las acciones de inversión fueron emitidas a nombre de los trabajadores de la empresa; posteriormente, al permitirse su transferencia estos valores llegaron en manos de terceros no vinculados a ella. Asimismo, como resultado del ejercicio del derecho que tienen los titulares de acciones de inversión de mantener la proporcionalidad entre la cuenta de acciones de inversión y el capital social, al que nos referimos más adelante, las nuevas acciones de inversión emitidas serían igualmente a nombre de dichos titulares.

⁴⁹ Rafael Picasso Salinas, “La naturaleza jurídica de las acciones de inversión frente a las acciones comunes con y sin derecho a voto” t.6, *Advocatus* (2002), 163-177.

el año 2007 en el marco de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión se han realizado cinco ofertas públicas de canje y once ofertas públicas de redención.

Estos resultados revelan que, a partir de la promulgación de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión hubo un importante interés en las empresas de eliminar de su estructura interna a las denominadas acciones de inversión. Dicho fenómeno resultó así porque antiguamente las sociedades que decidían cancelar la Cuenta de Acciones de Inversión, a pesar de incurrir en altos costos, sus titulares resultaban inubicables. Frente a este problema, esta ley atribuye al silencio de los titulares de acciones de inversión que no den a conocer su aceptación o rechazo de la oferta de canje o redención una manifestación de voluntad en sentido de aceptación de la oferta respectiva⁵⁰.

Asimismo, conforme a la información obtenida de las Memorias Institucionales de la SMV⁵¹, en el año 2006 se encontraban inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV (en adelante, RPMV) sesenta y siete empresas con acciones de inversión y en el 2014 el número de dichas empresas asciende a cincuenta y dos⁵².

Cabe resaltar que durante los años 2013 y 2014 no se han realizado ofertas públicas de redención o de canje de acciones de inversión, conforme al siguiente detalle:

⁵⁰ Confrontar Exposición de Motivos de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión.

⁵¹ Memorias Institucionales de la SMV de los años 2006 y 2014 consultadas el 19 de febrero de 2016 a través del siguiente link: <http://www.smv.gob.pe>

⁵² A la fecha de elaboración del presente trabajo no se ha publicado la Memoria Institucional de la SMV correspondiente al año 2015, por ese motivo no se encuentra dentro del listado la última oferta pública de redención de acciones de inversión realizada por la empresa Austral Group S.A.A. Esta información se ha obtenido del Hecho de Importancia comunicado por la empresa el 14 de octubre de 2015.

NUMERO DE VALORES INSCRITOS EN EL RPMV, 2010-2014					
VALOR	2010	2011	2012	2013	2014
Acciones de capital (*)	188	182	196	197	195
Acciones de inversión	58	57	55	52	52
Acciones de capital y otros instrumentos de Empresas Extranjeras (**)	40	46	57	58	55
American Depositary Receipts /ADS)	2	2	2	2	2
Obligaciones vigentes (***)	358	302	347	295	247
TOTAL	646	589	657	604	551

(*) Incluye Mercado Alternativo de Valores - MAV.

(**) Valores admitidos en Bolsas o Mercados organizados de países que forman parte del Comité Técnico del IOSCO, así como en la Bolsa de Valores de Oslo.

(***) Excluye las ofertas públicas primarias efectuadas en el marco de procesos de titulación.

Fuente: Reporte de Valores Inscritos - SIRyS

Elaboración: División de Registro - Intendencia general de Supervisión de Conductas

** Información obtenida de la Memoria Institucional de la SMV del año 2014.*

Como se puede apreciar, a pesar de las ventajas que trajo la Ley de Canje y Redención de la Acciones de Inversión, existe una tendencia decreciente de ofertas públicas de canje o redención de estos valores. Por un lado, el canje de las acciones de inversión por acciones con o sin derecho voto implica para los accionistas de la sociedad otorgar a los titulares de dichos valores derechos políticos atribuidos por ley a los accionistas comunes. En el apartado 3.3 señalamos de manera comparativa cada uno de los derechos atribuidos a los accionistas comunes por la Ley General de Sociedades.

Por otro lado, una oferta de redención de acciones de inversión puede no encontrar incentivos por parte de los accionistas o administradores de la sociedad toda vez que involucra un desembolso de dinero que conlleve a la aceptación de la oferta por los titulares. Asimismo, más allá de la dificultad que puede traer en una operación la participación de una o más empresas con acciones de inversión debido a la falta de conocimiento sobre la naturaleza y derechos que otorgan estos valores *sui generis*, más marcado aun en operaciones que involucren sociedades extranjeras (por ejemplo en la incorporación como accionista a través de una fusión), las empresas saben que la Cuenta de Acciones de Inversión no implica un perjuicio en el desarrollo de sus actividades.

No obstante, lo señalado, en nuestra experiencia sabemos que en las operaciones de escisión la empresa escindida con acciones de inversión se ve motivada a realizar una oferta de redención. La razón se encuentra en que no existe regulación aplicable que proteja a los titulares de acciones de inversión en este tipo de operaciones, por lo que esta empresa decide redimir estos valores antes de recibir cualquier reclamo por parte de sus titulares. En el siguiente capítulo exponemos una propuesta a este tipo de operaciones.

3.3. Los derechos de los titulares de acciones de inversión bajo el régimen legal actual.

La Ley de Acciones de Inversión confiere únicamente a sus titulares derechos patrimoniales y no derechos políticos. A continuación, analizamos cada uno de estos derechos y sus diferencias con las acciones comunes con y sin derecho a voto, para luego centrarnos en aspectos generales de las operaciones de fusión de sociedades y posteriormente en aquellas que involucren sociedades con acciones de inversión.

3.3.1. Participar en la distribución de dividendos.

La Ley de Acciones de Inversión define este derecho como uno de naturaleza patrimonial otorgado a los titulares de acciones de inversión. Además, precisa que la oportunidad y las condiciones de distribución de los dividendos a favor de sus titulares son las mismas señaladas para las *acciones representativas del capital social*.

Al establecer esta equivalencia la ley sustituye el concepto de “*distribución preferencial de dividendos*” contenido en la Tercera Disposición Final del Decreto Legislativo N° 677⁵³.

⁵³ El Decreto Legislativo N° 677° no definió el término *distribución preferencial*, por lo que se generaron una serie de interpretaciones; se sostuvo que la distribución preferencial de dividendos debía reflejarse en el abono de un monto adicional al dividendo ordinario o una preferencia en la oportunidad del reparto respecto de los accionistas comunes.

Al mismo tiempo, resulta indiscutible que la Ley de Acciones de Inversión quiso referirse a que la oportunidad y condiciones de distribución de los dividendos aplicables serían las señaladas para las *acciones con derecho a voto representativas del capital social*, excluyendo así a las acciones sin derecho a voto. Como veremos más adelante, conforme a lo establecido en el artículo 97° de la Ley General de Sociedades las acciones sin derecho a voto representativas del capital social otorgan necesariamente la distribución preferencial de los dividendos según sea establecido en el estatuto social, y obligatoriamente, pues, se prescinde de un acuerdo adicional de la junta general de accionistas.

3.3.2. Mantener la proporción entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la cuenta de capital social.

Según indicamos precedentemente, el Decreto Legislativo N° 677 estableció en su Tercera Disposición Final y Transitoria que en los casos de aumento de capital social por nuevos aportes, incluyendo la capitalización de deudas, los titulares de acciones del trabajo tenían derecho a aportar a la CPPT con el objeto de mantener la proporción existente entre esta y el capital social.

En la misma línea, la actual Ley de Acciones de Inversión mantiene este derecho y precisa que la capitalización de créditos contra la sociedad, obligaciones, valores convertibles en acciones u otros valores, constituyen para dichos efectos aumentos de capital social por nuevos aportes.

En nuestra opinión la regulación no podía ser de otra manera, como hemos indicado los titulares de acciones de inversión cuentan con el derecho de percibir dividendos de la sociedad emisora; así, en el supuesto de aumentar la cifra del capital social - por decisión exclusiva los accionistas comunes - la proporción que existía hasta ese momento se vería reducida por los nuevos aportes realizados a esta cuenta y en consecuencia afectado porcentualmente los

dividendos correspondiente a los titulares de acciones de inversión.

Para que se haga efectivo este derecho, los titulares de acciones de inversión deben efectuar aportes a la sociedad en proporción a su participación en la Cuenta de Acciones de Inversión, dichos aportes incrementarán esta cuenta y se emitirán nuevas acciones de inversión a favor de aquellos titulares de acciones de inversión que ejercieron su derecho.

La Ley de Acciones de Inversión no se pronuncia sobre la naturaleza de los aportes que pueden ser destinados a la Cuenta de Acciones de Inversión, al tratarse de una cuenta patrimonial consideramos que pueden ser objeto de aportación tanto dinero como bienes susceptibles de valoración económica.

Adicionalmente, en los casos de aumentos de capital por nuevos aportes, la Ley de Acciones de Inversión obliga a las sociedades a emitir Certificados de Suscripción Preferente a favor de los titulares de acciones de inversión, distinguiendo los casos en que las acciones de inversiones se encuentren o no listadas en la BVL. En el primer supuesto se aplican las disposiciones de la Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Supremo N° 093-2002-EF, (en adelante, Ley del Mercado de Valores) y en el segundo supuesto las disposiciones para el ejercicio del derecho de suscripción preferente regulado en el artículo 208° de la Ley General de Sociedades.

3.3.3. Incrementar la Cuenta Acciones de Inversión por capitalización de cuentas patrimoniales.

El Decreto Legislativo N° 677 no reguló en los supuestos de capitalización de cuentas patrimoniales el derecho de los titulares de acciones del trabajo (hoy denominadas acciones de inversión) de mantener la proporción entre la entonces CPPT y la cuenta de capital social, lo que originó afectaciones a la CPPT.

En virtud de este vacío normativo, se presentaron denuncias ante la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV (actualmente SMV)⁵⁴, respecto de aquellas acciones del trabajo listadas en la BVL⁵⁵.

- La denuncia presentada contra Compañía Minera Agregados Calcáreos S.A. en 1994 por la capitalización de los resultados acumulados correspondientes a los ejercicios 1989, 1990 y 1991, incrementando únicamente la cuenta de capital social y, diluyendo así la proporción entre la CPPT y la cuenta de capital social.
- La denuncia presentada contra Manufacturas del Sur S.A. en 1997 por la capitalización voluntaria del excedente de reevaluación, como en el caso anterior, la empresa incrementó únicamente la cuenta de capital social, afectando la proporción entre la CPPT y la cuenta capital social.

Frente a esta situación, la Ley de Acciones de Inversión establece expresamente el derecho de los titulares de acciones de inversión de mantener la proporción existente entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la de capital social, en los casos de capitalización de cuentas patrimoniales (resultados acumulados, excedente por revaluación, reservas y otras). En consecuencia, siempre que una sociedad cuenta con acciones de inversión en su estructura y acuerde la capitalización de alguna cuenta patrimonial, dichos recursos patrimoniales serán destinados tanto al capital social y a la Cuenta de Acciones de Inversión a fin de mantener su proporción existente entre ellas al momento en que se adoptó el acuerdo de aumento de capital social.

⁵⁴ La Ley N° 29789, Ley de Fortalecimiento de la Supervisión del Mercado de Valores, publicada el 28 de julio de 2011, sustituye la denominación de Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) por la de SMV.

⁵⁵ Alfonso Montoya Stahl, La aplicación a las acciones de inversión, 249-250.

Pero, ¿cuál es la razón que sustenta este derecho? Desde nuestro punto de vista, la respuesta se encuentra en el origen de las acciones de inversión, recordemos que estos valores fueron otorgados a personas que mantenían una relación de trabajo con la sociedad emisora, trabajadores que brindaron servicios a la sociedad contribuyendo al desarrollo de sus actividades y generación de su patrimonio. Resulta entonces argumentable que los titulares de estos valores mantengan su proporción al mismo tiempo en que se acuerda la capitalización de cuentas patrimoniales.

Igualmente, en los casos de reducción de capital social tanto la Cuenta de Acciones de Inversión y la de capital disminuirán respetando la proporcionalidad existente entre ambas cuentas patrimoniales.

Asimismo, la Tercera Disposición Complementaria de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión considera este derecho para aquellos casos en que se produzca fusión entre empresas, bajo cualquiera de sus modalidades, en las que participe una persona jurídica con acciones comunes y acciones de inversión emitidas y otra(s) sólo con acciones comunes y no acciones de inversión. La emisión de acciones comunes que pueda haber como consecuencia de dicha fusión genera la obligación proporcional de emitir nuevas acciones de inversión. Esta disposición será objeto de estudio en el apartado 4.2. del presente trabajo.

3.3.4. Redimir las acciones de inversión.

La Ley de Acciones de Inversión permite a los titulares de acciones de inversión solicitar la redención de sus valores en los casos de (i) reorganización de sociedades, cualquiera sea la modalidad según la Ley General de Sociedades, (ii) cambio de objeto social y (iii) traslado del domicilio de la sociedad al extranjero.

Es relevante indicar que la Ley de Acciones de Inversión va más allá de la Ley General de Sociedades, ya que otorga el derecho de redención –equivalente al *derecho de separación* establecido en el artículo 200° de la Ley General de Sociedades para los accionistas comunes– en los casos de “*reorganización de sociedades previstas en el Libro IV, Sección Segunda de la Ley General de Sociedades*”. Las disposiciones contenidas en la referida Sección Segunda únicamente otorgan a los accionistas comunes el derecho de separación en los supuestos de transformación, fusión y escisión de sociedades. Sin embargo, respecto de la reorganización simple, así como de las otras formas de reorganización, contenidas en los artículos 391 y 392° respectivamente, la Ley General de Sociedades no hace mención alguna al derecho de separación, por lo que concluimos que en estos últimos casos este derecho no ha sido otorgado⁵⁶.

Parece ser que el legislador de la Ley de Acciones de Inversión incentivado por promover la eliminación de las acciones de inversiones, contempló todas las formas de reorganización de sociedades, aspecto que consideramos acertado.

Con relación al procedimiento para redimir las acciones de inversión será el mismo aplicable para el ejercicio del derecho de separación establecido en el artículo 200° de la Ley General de Sociedades⁵⁷. El valor correspondiente a las acciones de inversión será en primer lugar el acordado entre el titular de dichas acciones y la sociedad. En caso no lleguen a un acuerdo, se distinguen dos supuestos: (i) cuando las acciones de inversión se encuentran listadas en

⁵⁶ “*La Ley no hace mayor hincapié en la necesidad del acuerdo de reorganización simple o de las otras formas de reorganización, ni en los requisitos que deba cumplir el proyecto de este tipo de actos, ni en los derechos que les corresponde a los socios (...)*”. Ricardo Beaumont Callirgos et al, *Homenaje a Jorge Avendaño* (Lima: Fondo Editorial, 2004), 1063-1070.

⁵⁷ Notar que al igual como sucede con el ejercicio de suscripción preferente, en el ejercicio del derecho de redención la Ley de Acciones de Inversión remite expresamente la aplicación de las disposiciones contenidas en la Ley General de Sociedades.

la BVL, en cuyo caso el valor redimido será el valor de la cotización media ponderada del último semestre; y (ii) si no tuvieran cotización, el valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de redención. La Ley de Acciones de Inversión precisa que el valor en libros es el valor que resulte de dividir el patrimonio neto entre la suma del número de acciones de inversión y el número de acciones comunes.

Finalmente, para que este derecho sea conocido por los titulares de acciones de inversión, la sociedad que acuerde los supuestos que activan el derecho de redención deberá publicar los acuerdos dentro de los diez días siguientes a su adopción, conforme a la Ley General de Sociedades.

3.3.5. Participar en la distribución del saldo del patrimonio en caso de liquidación de la sociedad.

La Ley de Acciones de Inversión otorgada a los titulares de acciones de inversión *iguales derechos que las acciones representativas del capital social en la distribución del saldo del patrimonio.*

Como es evidente, la Ley de Acciones de Inversión mantiene la redacción de su artículo 3° referido al derecho de distribución de dividendos. Al respecto, no debemos olvidar que de acuerdo con el último párrafo del artículo 97° de la Ley General de Sociedades, los titulares de las acciones sin derecho a voto cuentan con la preferencia de obtener el reembolso del valor nominal de sus acciones, descontando los correspondientes dividendos pasivos, antes de que se realice el pago del valor nominal de las demás acciones –entiéndase acciones con derecho voto-. Por ese motivo y de manera similar a lo comentado en el apartado i. precedente, debemos concluir - también en este caso- que la Ley de Acciones de Inversión otorga a los titulares de acciones de inversión iguales derechos que los accionistas con derecho a voto.

Asimismo, conviene preguntarnos si es válido que los titulares de acciones de inversión cuenten con este derecho,

nuestra respuesta es afirmativa. No queda duda que el espíritu de la norma que creó las acciones laborales fue el de conferir a los trabajadores la participación dentro de la estructura interna de la empresa, especialmente en su patrimonio, pues sus servicios aportaban a la formación del mismo. Por ello, si la empresa resulta expuesta a un proceso de liquidación, su patrimonio también corresponde, luego del pago a sus acreedores, a los accionistas de inversión.

3.4. Diferencias entre las acciones de inversión y las acciones comunes con o sin derecho a voto.

3.4.1. Desde el punto de vista de su origen.

De acuerdo a lo explicado previamente en el presente trabajo, los antecedentes de las acciones de inversión se remontan al año 1970 con la promulgación de la Ley General de Industrias aprobada por el Decreto Ley N° 18350. A partir de ese año -por mandato imperativo- los trabajadores participaron en las utilidades, la gestión y, a través de la Comunidad Industrial, en la propiedad de la empresa.

Unos años después, la nueva Ley General de Industrias de 1977, introduce el término “acciones laborales” para referirse a los valores en lo que podría ser invertida la CPPT, estas acciones conferían a sus titulares el derecho a participar de manera preferente en los dividendos, así como participar en el saldo del patrimonio de liquidación de la sociedad.

Posteriormente, el Decreto Legislativo N° 677 modificó la denominación “acciones laborales” por la de “acciones del trabajo”. Esta norma otorgó a los titulares de acciones del trabajo, en los casos de aumentos de capital social por nuevos aportes, el derecho de mantener la proporción entre la cuenta CPPT y la cuenta de capital social; este derecho se mantiene con la promulgación de la vigente Ley de Acciones de Inversión.

Como señalamos, solo el ejercicio del derecho de mantener inalterable la proporción entre la Cuenta de Acciones de Inversión y el capital social implicaría la emisión de nuevas acciones de inversión por la sociedad a solicitud de los titulares de acciones de inversión - ejercicio del derecho de suscripción preferente – y la aportación -voluntaria- a dicha cuenta.

Así, desde un punto de vista del *origen*, las acciones de inversión se diferencian de las acciones comunes con o sin derecho a voto en que la creación -emisión- de las primeras, deriva de un mandato legal –Ley General de Industrias de 1977– que obligó a las empresas destinar un porcentaje de la renta neta de la sociedad a la creación de acciones laborales a favor de los trabajadores (*origen mandato legal*).

Por su parte, las acciones comunes con o sin derecho a voto son emitidas por la sociedad a solicitud del accionista que suscribe voluntariamente dichas acciones. Como indicamos en el capítulo anterior, las acciones comunes representan partes alícuotas del capital social determinado en el estatuto social - principio de determinación- y libremente aportado por los accionistas (*origen voluntario o contractual*).

3.4.2. Desde el punto vista jurídico – contable (cuenta patrimonial).

Respecto al tipo de *cuenta patrimonial* de la que forman parte las acciones de inversión y las acciones comunes con o sin derecho a voto precisamos que, si bien la Ley General de Industrias de 1970 otorgó a la Comunidad Industrial acciones de la cuenta de capital social concurriendo así, en una sola cuenta patrimonial, con las accionistas comunes; desde 1977 con la creación de las acciones laborales por la Ley de la Comunidad Industrial, la participación de los trabajadores estaría representada en acciones pertenecientes a una cuenta patrimonial distinta a la cuenta de capital social, la CPPT. Posteriormente denominada por la Ley de Acciones de Inversión, Cuenta de Acciones de Inversión.

Ciertamente, la Cuenta de Acciones de Inversión y el capital social son cuentas jurídica y contablemente independientes del patrimonio de la sociedad, pero ¿qué sucede con los principios de determinación, integridad, desembolso mínimo, realidad y estabilidad inspiradores del capital social? ¿Son también válidos para la Cuenta de Acciones de Inversión? En nuestra opinión, las respuestas a estas interrogantes son las siguientes:

- En primer lugar, el monto al que asciende la Cuenta de Acciones de Inversión no tiene que estar señalado en los estatutos de la sociedad, dicho monto se expresará en los estados financieros correspondientes. En ese sentido, el principio de determinación no está presente en la Cuenta de Acciones de Inversión.
- En segundo lugar, sobre el principio de integridad, los acuerdos de aumentar el capital social por nuevos aportes –capitalización de créditos, obligaciones u otros- habilita el derecho de los titulares de acciones de inversión de mantener la proporción existente entre la cuenta de capital social y la Cuenta de Acciones de inversión. Los titulares de estas últimas cuentan con el derecho de suscripción preferente para suscribir nuevas acciones de inversión, aplicando por remisión expresa las disposiciones de la Ley General de Sociedades o Ley del Mercado de Valores, según sea el caso. Por ese motivo, concluimos que las nuevas acciones de inversión a ser emitidas por la sociedad en cumplimiento de la Ley de Acciones de Inversión deben haber sido necesariamente suscritas en su totalidad.
- En tercer lugar, la Ley de Acciones de Inversión más allá de indicar en su artículo 4° que en los casos de aumento de capital social *los titulares de acciones de inversión tienen el derecho de efectuar aportes a la sociedad* para incrementar proporcionalmente la Cuenta de Acciones de Inversión; no se pronuncia

sobre la necesidad o no de efectuar un desembolso mínimo al momento de suscribir nuevas acciones de inversión.

El principio de desembolso mínimo del capital social, al que nos hemos referido en el capítulo anterior y que la Ley General de Sociedades exige respecto de las acciones comunes con o sin derecho a voto, se fundamenta para Uría en la conveniencia de iniciar las actividades de la sociedad con un *mínimo de fondos inmediatamente disponibles*⁵⁸. Por su parte, Ávila Navarro señala que dicho principio se basa en la necesidad de *evitar la fundación de sociedades por personas insolventes, con engaño y fraude para terceros*⁵⁹, el autor resalta la función de garantía que cumple el capital social frente a los acreedores de la sociedad.

Cualquiera sea el fundamento que se adopte sobre la necesidad del desembolso mínimo del capital social, es evidente que la Cuenta de Acciones de Inversión no resultó –desde sus orígenes– indispensable para el desarrollo del objeto social de la empresa ni mucho menos se creó con fines de garantía de los acreedores sociales, sino que consistió en una forma adoptada por la Estado para la participación de los trabajadores en la empresa.

En ese sentido, podemos concluir que el principio de desembolso mínimo solo aplica a la cuenta de capital y no a la Cuenta de Acciones de Inversión; por lo que es posible que los titulares de acciones de inversión suscriban nuevas acciones de inversión y posteriormente realicen el pago, total o parcial, correspondiente a dichas acciones conforme a los plazos acordados entre el titular y la sociedad.

⁵⁸ Rodrigo Uría, *Derecho Mercantil*, 193.

⁵⁹ Pedro Ávila Navarro, *La Sociedad Anónima*, t. 1 (Barcelona: Bosch, 1997), 197.

Sobre este punto cabe resaltar que la Ley de Acciones de Inversión tampoco se pronuncia sobre las consecuencias que traería el incumplimiento del pago oportuno acordado entre el titular y la sociedad respecto de las nuevas acciones de inversión suscritas; así como, sobre los mecanismos que podría ejercer la sociedad para la cobranza del monto pendiente de pago de dichas acciones de inversión.

Recordemos que de acuerdo al artículo 79° de la Ley General de Sociedades, el accionista moroso por la falta de pago de los dividendos pasivos de las acciones comunes no podrá ejercer el derecho de voto respecto de dichas acciones, estas acciones no son computables para formar el quórum de la junta general de acciones, ni tampoco otorgan derecho de suscripción preferente. Además, el referido artículo establece que los dividendos correspondientes al accionista moroso serán aplicados obligatoriamente por la sociedad a pagar los dividendos pasivos, previo pago de los gastos e intereses moratorios.

Asimismo, sin perjuicio de lo señalado en el párrafo anterior, el artículo 80° de la Ley General de Sociedades establece que la sociedad podrá demandar judicialmente el cumplimiento del pago de los dividendos pasivos o proceder a la enajenación de las acciones comunes del accionista moroso y en última instancia anular dichas acciones y reducir el capital social

Como se puede apreciar, la Ley General de Sociedades regula los mecanismos que tienen las sociedades para exigir a los accionistas comunes el pago de los dividendos pasivos. Al respecto, manifestamos que si bien la Ley de Acciones de Inversión no brinda alguna alternativa sobre este tema, las consecuencias y los medios para satisfacer el pago pendiente de las acciones de inversión pueden estar recogidos en el acuerdo de suscripción de dichas acciones celebrado

por el titular de las acciones de inversión y la sociedad. Así, por ejemplo, en dicho acuerdo pueden establecer ambas partes las consecuencias por el incumplimiento en el pago de las nuevas acciones de inversión: no ejercer el derecho de suscripción preferente respecto de estas acciones en los casos establecidos en la Ley de Acciones de Inversión; amortizar o compensar, de ser el caso, el pago del monto pendiente con los dividendos que tienen derecho a recibir e incluso pactar el derecho de la sociedad de redimir de dichas acciones.

- En cuarto lugar, la Cuenta de Acciones de Inversión, antes denominada CPPT, fue creada con fondos pertenecientes directamente de la sociedad y posteriormente, en marco de la Ley de Acciones de Inversiones, la creación de nuevas acciones de inversión solo es posible con *aportes* de sus titulares para mantener la relación entre esta y el capital social o por *capitalización de cuentas* patrimoniales. En cualquier caso, la Cuenta de Acciones de Inversión es real, es decir responde a una aportación –de la sociedad o del titular- a una cuenta patrimonial de la sociedad, es así que el principio de realidad sí está presente.
- Finalmente, respecto al principio de estabilidad, recordemos que el aumento de capital por aporte y la capitalización de las cuentas patrimoniales (cuenta de resultados acumulados, excedente por revaluación, reservas y otras) o la reducción de capital social, tienen como consecuencia el incremento o disminución proporcional de la Cuenta de Acciones de Inversión, respectivamente. En otras palabras, el aumento o reducción de la Cuenta de Acciones de Inversión dependerá siempre de un acuerdo previo adoptado por la Junta General de Accionistas de aumentar o reducir el capital social. Entonces, podemos concluir que si bien con menor intensidad –por la falta de su mención expresa en el estatuto de la sociedad – la Cuenta de

Acciones de Inversión comparte con el capital social el principio de estabilidad.

3.4.3. Desde el punto vista de los derechos que otorgan.

En relación con los *derechos* que otorgan, nos referiremos primero a las diferencias entre las acciones de inversión y las acciones comunes con derecho a voto, para luego ocuparnos de las diferencias entre aquellas y las acciones comunes sin derecho a voto:

➤ ***Las acciones de inversión y las acciones comunes con derecho a voto:***

El artículo 2° de la Ley de Acciones de Inversión establece los derechos de los titulares de dichas acciones, todos ellos de carácter patrimonial; por su parte, el artículo 95° de la Ley General de Sociedades enumera los derechos mínimos de los titulares de acciones comunes con derecho a voto.

De la revisión a ambos artículos concluimos que los titulares de acciones de inversión comparten con los accionistas comunes con derecho a voto el derecho patrimonial de participar en la distribución de dividendos y en la distribución del saldo del patrimonio resultante de la liquidación de la sociedad.

Anteriormente señalamos con relación al “derecho de redención” que, la Ley de Acciones de Inversión atribuye este derecho en los casos de reorganización de sociedades – cualquiera sea su modalidad–, cambio de objeto social y traslado del domicilio de la sociedad al extranjero. Por su parte, la Ley General de Sociedades denomina este derecho como “derecho de separación” y es otorgado, igualmente, a los accionistas comunes con o sin derecho a voto en los casos de cambio de objeto social y traslado de domicilio al extranjero. No obstante, en los supuestos de reorganización societaria la Ley General de Sociedades dispone el derecho de separación solo en las formas de transformación, fusión y escisión, pero sin llegar a otorgarlo en la reorganización

simple y otras formas de reorganización establecidas en sus artículos 391° y 292°, respectivamente.

En definitiva y salvo supuestos particulares, tanto los titulares de acciones de inversión como accionistas comunes comparten este derecho.

Asimismo, en los casos de aumento de capital por nuevos aportes (capitalización de créditos contra la sociedad, obligaciones, valores convertibles u otros valores), la Ley de Acciones de Inversión otorga a sus titulares derecho preferente para suscribir nuevas acciones de inversión, en proporción a su participación, con la finalidad de no alterar la relación existente entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la cuenta de capital social. En el caso de los accionistas comunes –con o sin derecho a voto- el derecho de suscripción preferente se circunscribe también en mantener el porcentaje de participación en aumentos de capital social.

En relación a los derechos políticos, a continuación, detallamos los derechos otorgados únicamente a los accionistas con derecho a voto.

- Derecho de asistencia y voto en la junta general de accionistas.
- Derecho de solicitar la convocatoria a la junta obligatoria anual y juntas generales de accionistas. Por un lado, en caso no se convoque dentro del plazo establecido a junta obligatoria anual y a cualquier otra junta obligatoria establecida en el estatuto social o en ellas no se traten los asuntos que corresponden, el artículo 119° de la Ley General de Sociedades faculta a los accionistas con derecho a voto a solicitar la convocatoria ante el notario o juez del domicilio social. Por otro lado, de acuerdo al artículo 113° de la Ley General de Sociedades, los accionistas que representen cuando menos el 20% de las acciones con derecho a

voto, pueden solicitar notarialmente al Directorio la convocatoria a una junta general ordinaria⁶⁰.

- Derecho a solicitar prórroga de las sesiones de junta general de accionistas. El artículo 131° de la Ley General de Sociedades faculta a los accionistas que representen al menos el 25% de las accionistas suscritas con derecho a voto solicitar el aplazamiento de la junta general por una única vez, para deliberar y votar los asuntos sobre los que no se consideren suficientemente informados.

➤ ***Las acciones de inversión y las acciones comunes sin derecho a voto:***

El artículo 96° de la Ley General de Sociedades enumera los derechos mínimos atribuidos a los accionistas sin derecho a voto. De ahí podemos señalar que tanto las acciones de inversión como las acciones sin derecho a voto participan en la distribución de las utilidades y en el patrimonio neto resultante de la liquidación de la sociedad; sin embargo, la Ley General de Sociedades les concede a estas últimas un derecho preferencial en ambos casos.

Asimismo, si bien con particularidades propias, el derecho de suscripción preferente también es un derecho común entre los titulares de acciones de inversión y los accionistas sin derecho a voto. Sin embargo, como se desprende del numeral 5 del artículo 96° de la Ley General de Sociedades, el derecho de suscripción preferente otorgado a los accionistas sin derecho a voto dependerá de la modalidad de aumento de capital que decida la junta general de accionistas.

En cuanto a derechos políticos se refiere, las acciones de inversión y las acciones comunes sin derecho a voto tienen en común que no participan de los acuerdos de junta

⁶⁰ De acuerdo con el artículo 117° de la Ley General de Sociedades si dentro de los quince días siguientes el Directorio no procede a convocar a junta general o esta fuese denegada, pueden solicitar al notario o juez que ordene la convocatoria.

general de accionistas, es decir no configuran la voluntad social de la sociedad.

No obstante, esto no nos podría llevar a concluir una similitud entre ambos títulos. Sobre este punto Rafael Picasso señala:

“La diferencia más obvia entre las acciones preferenciales sin derecho a voto y las acciones de inversión, se encuentra referida a que mientras las primeras representan una parte alícuota del capital social, las segundas se encuentran representadas por la Cuenta Acciones de Inversión.

Si bien a primera vista parecería que se trata de una diferencia poco relevante (...), la legislación societaria ha previsto una serie de eventos que sólo pueden afectar a las acciones de capital, pero que, en principio, no deben tener efecto alguno en los titulares de las acciones de inversión”⁶¹.

En efecto, esta diferencia fundamental trae consigo la atribución a las acciones sin derecho de voto de diversos derechos políticos mínimos, entre los cuales podemos mencionar a manera de ejemplo el derecho a ser informados, cuando menos semestralmente, respecto de las actividades y la gestión social de la sociedad.

Decimos a modo de ejemplo, porque si bien el artículo 97° de la Ley General de Sociedades enumera los derechos de los accionistas sin derecho a voto, a lo largo de su articulado otorga diversos derechos políticos a los accionistas sin distinguir si estos tienen o no derecho a voto. Sobre estos derechos nos referiremos a continuación.

⁶¹ Rafael Picasso Salinas, La naturaleza jurídica de las acciones de inversión, 167.

➤ ***Derechos atribuidos únicamente a los accionistas comunes con y sin derecho a voto:***

Los derechos políticos de los accionistas con y sin derecho a voto no reconocidos los titulares de acciones de inversión son los siguientes:

▪ **Derecho de información.**

Conforme al artículo 130° de la Ley General de Sociedades los documentos, mociones y proyectos relacionados al objeto de la junta deben estar a disposición de los accionistas. Asimismo, el artículo 52-A establece la obligación de la sociedad de proporcionar en cualquier oportunidad, a solicitud escrita de accionistas que representen al menos el 5% del capital pagado, 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.

Adicionalmente, los accionistas sin derecho a voto tienen el derecho especial de ser informados como mínimo semestralmente de las actividades y gestión de la sociedad.

Resulta importante señalar que las sociedades con valores inscritos en el RPMV deben cumplir con la remisión periódica de información financiera y el régimen de comunicación y revelación de información establecido en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada, aprobado por Resolución SMV N° 005-2014-SMV-01. En consecuencia, si bien los titulares de acciones de inversión no cuentan con el derecho de información que ha sido otorgado a los accionistas comunes, estas personas pueden tener acceso a cierta información publicada en la página web de la SMV siempre que la sociedad se encuentre inscrita en el RPMV.

- Derecho de obtener copia certificada del acta.

El artículo 137° de la Ley General de Sociedades dispone que todo accionista, a su propio costo, tiene derecho de obtener copia certificada del acta de junta general de accionistas o de la parte específica que solicite, aun cuando no hubiese asistido.

- Derecho de revisión de los estados financieros.

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 224° de la Ley General de Sociedades, a partir del día siguiente de la publicación de la convocatoria a la junta obligatoria anual cualquier accionista puede obtener gratuitamente de las oficinas de la sociedad copia de los estados financieros.

- Derecho de pedir la valorización de las aportaciones no dinerarias.

El artículo 76° de la Ley General de Sociedades señala que vencido el plazo de sesenta días del que dispone el Directorio de la sociedad para la revisión de la valorización de los aportes no dinerarios, los accionistas pueden solicitar, dentro de los treinta días siguientes, la comprobación judicial de la valorización,

La facultad de los accionistas de solicitar la comprobación judicial de la valorización es independiente y no se sujeta a la obligación del Directorio de revisar los aportes no dinerarios dentro del plazo otorgado. Así, para que los accionistas puedan ejercitar este derecho no es necesario que el Directorio no haya cumplido con su obligación de revisión⁶².

⁶² Elías Laroza comentando el artículo 76° de la Ley General de Sociedades sobre el derecho de solicitar la comprobación judicial señala que “(...) De esta manera, los accionistas minoritarios quedan protegidos de la arbitrariedad o negligencia con la que podría actuar el directorio que pretenda favorecer a la mayoría, convalidando el valor de aportes sobrevaluados.” Enrique Elías Laroza, *Derecho societario peruano. La Ley General de Sociedades* (Trujillo: Normas Legales, 1992), 149-152.

Por lo expuesto, se advierte que los titulares de acciones de inversión tienen en la empresa un *rol pasivo* difícilmente equiparable al del accionista sin derecho a voto⁶³.

➤ ***Derecho a cuestionar los acuerdos societarios:***

El último punto del presente apartado y no menos importante se refiere a la posibilidad o no de los titulares de las acciones de inversión de cuestionar la validez de los acuerdos societarios.

De acuerdo con los artículos 139° y 150° de la Ley General de Sociedades, los accionistas cuentan con dos pretensiones para cuestionar los acuerdos de la junta general de accionistas: i. la impugnación de acuerdos y ii. la acción de nulidad, respectivamente.

a) La impugnación de los acuerdos de la junta general de accionistas.

Los artículos 139° y 143° de la Ley General de Sociedades establecen que la impugnación de los acuerdos de la junta general de accionistas procede cuando:

- Su contenido sea contrario a la Ley General de Sociedades.
- Su contenido se oponga al estatuto o pacto social.
- Su contenido lesione, en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad.
- Incurran en causal de anulabilidad prevista en la ley o en el Código Civil; es decir las previstas en el artículo 221° del Código Civil.
- Se sustente en defecto de convocatoria o falta de quorum.

⁶³ Renzo Abanto y Kiomi Osorio, “Acciones de Inversión: implicancias de un régimen de conversión forzosa.” *Advocatus* (2012), 229-239.

Las cuatro primeras causales se tramitan en proceso abreviado y la última en proceso sumarísimo por consistir en una transgresión formal a la Ley General de Sociedades el juez solo analizará la convocatoria y el quorum de la junta por lo que no requiere de una etapa probatoria larga y complicada⁶⁴.

Asimismo, cuentan con legitimación activa para impugnar los acuerdos de la junta general de accionistas, las siguientes personas:

- Los accionistas que en la junta general hicieron constar en acta su oposición al acuerdo.
- Los accionistas ausentes.
- Los accionistas que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto.
- Los accionistas sin derecho a voto, respecto de acuerdos que afecten los derechos especiales de los titulares de dichas acciones.

En consecuencia, dado que la legitimidad para impugnar es limitada y está íntimamente relacionada a los accionistas en su calidad de tal, no resulta posible que los titulares de acciones de inversión puedan impugnar la validez de los acuerdos de la junta general de accionistas.

b) La nulidad de acuerdos de la junta general de accionistas.

Conforme al artículo 150° de la Ley General de Sociedades, la nulidad de los acuerdos de la junta general de accionistas procede para invalidar:

- Los acuerdos contrarios a normas imperativas.
- Los acuerdos que incurran en causales de nulidad previstas en la Ley General de Sociedades.

⁶⁴ Enrique Palacios, “Impugnación de acuerdos societarios: Una revisión a su tratamiento procesal en la Ley General de Sociedades.” *Ius Et Veritas* (2007).

- Los acuerdos que incurran en causales de nulidad previstas en el Código Civil; es decir las previstas en el artículo 219° del Código Civil.

Cabe precisar respecto al segundo punto que el artículo 38° de la Ley General de Sociedades, ubicado sistemáticamente en el Libro Primero titulado “Reglas aplicables a todas las sociedades”, establece una regulación general para el cuestionamiento de los acuerdos societarios, a través de la “nulidad de los acuerdos societarios”, según el cual son nulos los acuerdos:

- Adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas; es decir acuerdos adoptados con defectos en la convocatoria.
- Contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres.
- Contrarios a las estipulaciones del pacto social o del estatuto.
- Que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas.

Como se puede apreciar varias de las causales de nulidad recogidas en el artículo 38° de la Ley General de Sociedades califican como supuestos de impugnación de acuerdos de junta general de accionistas señaladas en su artículo 139°. Al respecto, somos de la opinión que únicamente los acuerdos contrarios al orden público y buenas costumbres pueden ser consideradas como causales de nulidad, en consecuencia, solo a estas puede entenderse la remisión que hace el artículo 150° de la Ley General de Sociedades⁶⁵.

⁶⁵ Daniel Echaiz interpreta que los supuestos de impugnación y nulidad de acuerdo de junta general de accionistas coinciden en su totalidad por lo que “*cabe la posibilidad (...) de cuestionar específicamente los acuerdos de la Junta General*”

En la misma línea, Manuel Román Olivas señala que la aparente remisión del artículo 150° de la Ley General de Sociedades al artículo 38° no es total, sino *parcial*; puesto que este acto de subsunción debe ceñirse única y exclusivamente aquellos supuestos generadores de *acuerdos societarios propiamente nulos*, mientras que los demás supuestos corresponden a acuerdos anulables (impugnables)⁶⁶.

Para algunos autores como Elías Laroza⁶⁷, Jorge Vega⁶⁸ y Doris Palmareda⁶⁹ la diferencia entre la impugnación y la nulidad de los acuerdos de juntas generales de accionistas se encuentra en la *naturaleza del vicio o defecto del que adolecen los mismos*. Por un lado, la impugnación cuenta con una marcada *orientación societaria* manifestándose como un medio de resolución de conflicto *intrasocietario*, es decir vinculado al funcionamiento interno de la sociedad y sus accionistas. Por otro lado, los acuerdos nulos *traspasan la frontera de lo social* y lesionan intereses de personas extrañas a la persona jurídica.

Asimismo, los referidos autores señalan que a partir de esta diferenciación tiene sentido que cualquier persona con legítimo interés pueda interponer acción de nulidad contra los acuerdos de junta generales de accionistas.

Con relación a la vía procedimental, la nulidad se tramita en proceso de conocimiento y caduca al año de

de Accionistas, vía la impugnación y la nulidad, previstas en los artículos N° 139 y N° 143 (en el primer caso), y N° 150 (en el segundo caso). Daniel Echaiz Moreno, “¿Cabe la impugnación y/o la nulidad de los acuerdos de directorio?: a propósito del debate en el pleno jurisdiccional nacional comercial 2013”, *Revista de Actualidad Mercantil*, n° 3 (2014): 34-41.

⁶⁶ Manuel Alipio Román Olivas, *El derecho de impugnación de acuerdos societario*, (Lima: Grijley, 2010), 157.

⁶⁷ Enrique Elías Laroza, *Derecho Societario Peruano*, 325.

⁶⁸ Jorge Vega Velasco, impugnación y nulidad de acuerdos societarios en tratado de derecho mercantil, t. 1 (Lima: Gaceta Jurídica, 2003), 525.

⁶⁹ Doris Palmareda Romero, *Manual de la Ley General de Sociedades* (Lima: Gaceta Jurídica, 2009), 268.

haber adoptado el acuerdo por junta general de accionistas.

Ahora bien, respecto a la posibilidad de cuestionar los acuerdos adoptados por el Directorio de la sociedad, la respuesta es afirmativa. Si bien el Libro Segundo de la Ley General de Sociedades referido a la regulación especial de la sociedad anónima no se pronuncia al respecto, es aplicable para dicho efecto la disposición general del artículo 38° de la Ley General de Sociedades. Así, al igual que en el caso de nulidad de acuerdos de junta general de accionistas, están legitimados a solicitar la nulidad de los acuerdos de Directorio los terceros con legítimo interés.

Esta acción de nulidad caduca a los dos años contados a partir de la fecha correspondiente al acto que motiva la pretensión, esto es la fecha de la sesión de Directorio que adoptó el acuerdo.

Atendiendo a estas consideraciones, los titulares acciones de acciones de inversión pueden solicitar la nulidad de los acuerdos de junta general de accionistas conforme a las causales establecidas en el artículo 150° de la Ley General de Sociedad; así como, solicitar la nulidad de los acuerdos de Directorio en base a lo dispuesto en el artículo 38° de la misma ley, para lo cual será necesario contar con legítimo interés.

3.5. Cuadro comparativo de las acciones de inversión y las acciones con y sin derecho a voto.

	ACCIONES DE INVERSIÓN	ACCIONES CON DERECHO A VOTO	ACCIONES SIN DERECHO A VOTO
Derechos Patrimoniales	Alícuotas de la Cuenta de Acciones de Inversión.	Alícuotas de la cuenta de capital social.	
	Participan en el reparto de utilidades.	Participan en el reparto de utilidades.	Participan en el reparto de utilidades en forma preferencial.
Derechos Políticos	Sin derecho a voto.	Con derecho a voto	Sin derecho a voto.
	Derecho en el reparto del remanente de la liquidación.	Derecho en el reparto del remanente de la liquidación.	Derecho preferente en el reparto del remanente de la liquidación.
	Derecho de redención.	Derecho de separación.	
	Derecho a efectuar aportes a la sociedad para mantener la proporción entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la cuenta de capital social.	Derecho a suscribir acciones sin restricciones.	Derecho a suscribir acciones sin derecho a voto y, excepcionalmente, acciones con derecho a voto.
	Sin derecho de información	Derecho de información	
	Sin derecho a obtener copia certificada del acta.	Derecho a obtener copia certificada del acta.	
	Sin derecho de revisión de los estados financieros.	Derecho de revisión de los estados financieros.	
	Sin derecho a pedir valorización de los aportes no dinerarios.	Derecho a pedir valorización de los aportes no dinerarios.	
Derecho a solicitar la nulidad de acuerdos societarios.	Derecho a impugnar los acuerdos de junta general de accionistas y la nulidad de los acuerdos societarios.		

CAPÍTULO IV

ANÁLISIS DE FUSIÓN DE SOCIEDADES CON ACCIONES DE INVERSIÓN

Antes de referirnos al significado y alcance de los derechos de los titulares de acciones de inversión en una fusión, así como a la problemática de su regulación actual; es oportuno explicar brevemente algunos conceptos sobre fusión de sociedades como una forma de reorganización societaria regulada en los artículos 344° al 366° de la Ley General de Sociedades.

4.1. Definición de fusión de sociedades.

Uno de los fenómenos más importantes del siglo XX fue el desarrollo constante de la concentración empresarial. Los motivos por los cuales las empresas han buscado lograr una concentración e integración de capitales, tecnologías, intereses y esfuerzos responden, entre otros, a estrategias de consolidación e innovación.

Por un lado, complementar las actividades de una empresa con las de otras y prepararse para la competencia o eliminación de estas, así como aprovechar su gestión, distribución y publicidad son los objetivos de una estrategia de consolidación.

Por otro lado, los objetivos de una estrategia de innovación comprenden la incorporación de equipos más eficientes, la

adquisición de tecnologías y procesos tecnológicos de otras empresas que permitan producir en condiciones más rentables a consecuencia de la reducción de costos de producción.

Así, uno de los métodos de concentración empresarial más completos es la fusión⁷⁰. La fusión de sociedades puede ser definida como una forma de reorganización societaria a través de la cual los patrimonios de dos o más sociedades integran el patrimonio de una nueva sociedad o de la sociedad que los absorbe denominada absorbente, extinguiendo a las demás sociedades que participan en ella.

Asimismo, Rodrigo Uría define la fusión como un “*acto de naturaleza corporativa o social, por virtud del cual dos o más sociedades mercantiles, previa disolución de alguna o de todas ellas, confunden sus patrimonios y agrupan a sus respectivos socios en una sola sociedad*”⁷¹.

La Ley General de Sociedades establece dos modalidades de fusión de sociedades: (i) la fusión por constitución y (ii) la fusión por absorción.

i. Fusión por constitución:

La fusión por constitución de sociedad consiste en la unión de dos o más sociedades que contribuyen cada una con sus patrimonios integrales en la formación de una nueva sociedad. La personalidad jurídica de las sociedades que participan en la fusión por constitución se extingue y sus activos y pasivos pasan a conformar la nueva sociedad constituida.

⁷⁰ Otros mecanismos que conducen a la concentración de empresas son, entre otros, (i) la formación, por parte de un grupo afin de socios, de una sociedad “holding” que adquiera el control de dos o más sociedades existentes, (ii) la adquisición directa o indirecta de acciones o participaciones de diversas sociedades por parte de un grupo de socios en cantidad suficiente para mantener la misma dirección y administración, y (iii) la creación de una sociedad gerente común a un grupo de sociedades, que controla la dirección y administración de las mismas. Enrique Elías Laroza, *Derecho Societario Peruano*, 737.

⁷¹ Rodrigo Uría, *Derecho Mercantil*, 320.

ii. Fusión por absorción:

La fusión por absorción consiste en la transmisión del patrimonio de una o más sociedades (sociedades absorbidas) a otra sociedad ya existente (sociedad absorbente). En este caso, solo la personalidad jurídica de la sociedad o sociedades absorbidas se extingue y, al igual que en la fusión por constitución, los activos y pasivos pasan a integrar el patrimonio de la sociedad absorbente.

En cualquier caso, Jiménez Sánchez identifica los siguientes caracteres esenciales de una fusión⁷²:

- Extinción sin liquidación de la personalidad jurídica de alguna (fusión por absorción) o de todas las sociedades intervinientes (fusión por constitución).

Sobre este punto, Antonio Brunetti señala que la característica fundamental de la fusión es la disolución de la sociedad absorbida, o de las dos o más sociedades que se funden en una nueva, pero sin dar lugar a la liquidación⁷³. De igual forma, Rodrigo Uría⁷⁴ y Broseta Pont⁷⁵ han manifestado que la fusión da lugar a la disolución de alguna de las sociedades participantes en la operación.

Al respecto, nuestra Ley General de Sociedades establece que en una operación de fusión la sociedad o sociedades que se extinguen no requieren acordar su disolución ni tampoco da lugar a su liquidación. Esto se debe a que en una fusión se transmite *en bloque y a título universal* el patrimonio de dichas sociedades, porque lo que no existen deudas a pagar, ni activo neto a repartir entre los accionistas.

- Transmisión en bloque y a título universal de los patrimonios de las sociedades que se extinguen a la nueva sociedad o a la sociedad absorbente.

⁷² Guillermo Jiménez Sánchez, *Lecciones de Derecho Mercantil*, 238.

⁷³ Antonio Brunetti, *Tratado del Derecho de las Sociedades*, 768.

⁷⁴ Rodrigo Uría, *Derecho Mercantil*, 322.

⁷⁵ Manuel Broseta Pont, *Manual de Derecho Mercantil*, 602.

- En una fusión, cualquiera sea la modalidad, la totalidad de las relaciones jurídicas activas y pasivas de las sociedades que se extinguen se transmiten *en bloque y a título universal* a la nueva sociedad o sociedad absorbente; es decir en un solo acto, conjuntamente, sin necesidad de cumplir las singulares reglas de transmisión de acuerdo a la naturaleza de cada uno de los bienes de las sociedades participantes⁷⁶.

Rodrigo Uría afirma que *“el principio de sucesión universal facilita eficazmente el traspaso patrimonial de una a otra sociedad al permitir que los distintos bienes, derechos y obligaciones integrantes del patrimonio de la sociedad disuelta se transmitan uno actu. Si no se aceptase este principio habría que adoptar el lento y dispendioso procedimiento de descomponer la transmisión patrimonial en los singulares negocios jurídicos para la transmisión de los distintos elementos integrantes del patrimonio y con ello las posibles prácticas de la fusión quedarían sumamente disminuidas”*⁷⁷.

- Compenetración o agrupación de los accionistas en la nueva sociedad resultante o en la sociedad absorbente a través de la entrega de acciones según la relación de canje establecida, concepto a la que nos referiremos en el apartado siguiente.

Lo expuesto nos lleva afirmar que producto de la fusión la nueva sociedad o sociedad absorbente deviene en una sociedad con accionistas, patrimonio y dimensión diferentes, respecto de las sociedades extinguidas.

4.1.1. La relación de canje en fusión de sociedades.

El inciso 3 del artículo 347° de la Ley General de Sociedades señala que el proyecto de fusión debe contener: (i) los principales aspectos jurídicos y económicos y (ii) los criterios de valorización empleados

⁷⁶ Ulises Montoya Manfredi, *Comentarios a la Ley de Sociedades Mercantiles* (Lima: UNMSM, 1967), 527-538.

⁷⁷ Rodrigo Uría, *Derecho Mercantil*, 323

para la determinación de la relación de canje entre las respectivas acciones o participaciones de las sociedades participantes en la fusión.

Con relación a los aspectos jurídicos y económicos, el proyecto de fusión deberá explicar las razones que han llevado a las sociedades a optar por la fusión, la manera de cómo esta se realizará y las ventajas que representa para la sociedad adoptar esta forma reorganización societaria. Ahora bien, respecto a los criterios de valorización, la Ley General de Sociedades no ha establecido criterios específicos para la determinación de la relación de canje.

La relación de canje puede ser definida como una unidad de medida que determina el número de acciones de la nueva sociedad o sociedad absorbente que deben ser entregadas a los accionistas de la sociedad o sociedades que se extinguen por cada acción que reciba de estas a consecuencia de la transmisión de sus patrimonios⁷⁸.

Comenta Oswaldo Hundskopf que la función de la relación de canje “*no solo consiste en determinar un número de acciones o participaciones que deben ser creadas para compensar la aportación de los respectivos patrimonios, sino que consiste también en fijar las proporciones entre los derechos sociales de las sociedades que se extinguen y los de la sociedad absorbente (o resultante)*”⁷⁹.

En España su legislación exige que en las operaciones de fusión de sociedades el establecimiento de la relación de canje se haga sobre la base del valor real del patrimonio social⁸⁰ y se mantenga la posición jurídica que tenían los

⁷⁸ Adoración Pérez Troya, *La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades* (Madrid: Marcial Pons, 1998), 20.

⁷⁹ Oswaldo Hundskopf, Las relaciones de canje en las fusiones y escisiones de sociedades, *Advocatus*, nº 13 (2015-II), 199-217.

⁸⁰ La Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante, Ley sobre modificaciones estructurales española),

accionistas en las sociedades extinguidas (principio de continuidad de participaciones), esto es respetando la proporción de sus respectivas participaciones en la sociedad resultante, la nueva sociedad o sociedad absorbida⁸¹.

Nuestra Ley General de Sociedades no ha acogido el llamado principio de continuidad de participaciones en las operaciones de fusión de sociedades; sin embargo, en los casos de reorganización de sociedades por escisión, el artículo 368° de la Ley General de Sociedades establece que las nuevas acciones emitidas a consecuencia de la escisión pertenecen a los accionistas de la sociedad escindida, quienes la reciben en la misma proporción en que participan en el capital de esta, salvo pacto en contrario.

Así, para determinar la relación de canje en una fusión, es decir el número de acciones de la nueva sociedad o sociedad absorbente que serán entregadas a los accionistas de las sociedades extinguidas, se pueden usar diversos métodos de valorización de la empresa, pero este valor no es necesariamente el que en definitiva constituirá la relación de canje, es solo referencial. En la relación de canje se pueden considerar factores intangibles o subjetivos, como la posición de la sociedad, prestigio, clientela, expectativa y demás elementos que son negociados por las sociedades intervinientes.

Podemos concluir entonces que la valorización de las empresas y la determinación de la relación de canje, son dos procesos indispensables en las operaciones de fusión de sociedades. Este último toma en consideración el primero para la integración de las accionistas de las sociedades intervinientes.

dispone en el numeral 1 de su artículo 25° que, en las operaciones de fusión el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de las sociedades que participan en la misma debe establecerse sobre la base del *valor real de su patrimonio*.

⁸¹ El mantenimiento de la posición jurídica de los accionistas en la sociedad absorbente es la finalidad del principio de continuidad de las participaciones establecido en el numeral 1 del artículo 24° de la Ley sobre modificaciones estructurales española.

4.1.2. Procedimiento de la operación de fusión.

Para que dos o más sociedades se fusionen entre sí es necesario que los órganos de las sociedades involucradas en la operación aprueben el proyecto de fusión. Para dicho efecto, la Ley General de Sociedades ha establecido los requisitos que deben cumplir las sociedades para la toma de los acuerdos correspondientes:

- Aprobación por el Directorio de cada una de las sociedades del proyecto de fusión por absorción con el voto de la mayoría absoluta de sus miembros (artículo 346° de la Ley General de Sociedades).
- Convocatoria a la junta general de accionistas y publicidad del proyecto de fusión por absorción, los estados financieros, el proyecto de las modificaciones al pacto social (estatuto) de la sociedad absorbente y la relación de los principales accionistas, directores y administradores de las sociedades participantes (artículo 350° de la Ley General de Sociedades).
- Aprobación por las juntas generales de accionistas del proyecto de fusión con el voto de la mayoría absoluta de las accionistas suscritas con derecho a voto (artículos 127° y 351° de la Ley General de Sociedades).
- El acuerdo de fusión otorga a los accionistas de las sociedades participantes el derecho de separación (artículos 200° y 356° de la Ley General de Sociedades).

Para efectos prácticos podemos indicar a modo de ejemplo el siguiente caso:

Las sociedades “A” y “B” han acordado fusionarse, la sociedad “A” absorberá a la sociedad “B” cumpliendo con los requisitos establecidos en la Ley General de Sociedades y sus estatutos sociales. Es importante precisar, como veremos más adelante, que ninguna de las sociedades involucradas cuenta con acciones de inversión emitidas.

Los Estados de Situación Financiera (expresados en Soles) al 31 de diciembre de 2015 de ambas sociedades son los siguientes:

SOCIEDAD "A"			
Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Efectivo	14,479.00	Ctas por pagar com.	3,643.00
Ctas. por cobrar com.	3,920.00	Otras ctas. por pagar	1,329.00
Inventario	4,598.00		
Total Activo Cte.	22,997.00	Total Pasivo Cte.	4,972.00
Activo No Corriente		Patrimonio	
Inmuebles, Maq. y Equipo	16,678.00	Capital	32,136.00
Otras ctas por cobrar	5,836.00	Reservas	5,869.00
		Resultados acumulados	2,534.00
Total Activo No Cte.	22,514.00	Total Patr. Neto	40,539.00
Total Activo	45,511.00	Total Pasivo y Patr.	45,511.00

SOCIEDAD "B"			
Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Efectivo	16,231.00	Ctas. por pagar com.	7,992.00
Ctas. por cobrar com.	1,734.00	Otras ctas. por pagar	0
Inventario	2,009.00		
Total Activo Cte.	19,974.00	Total Pasivo Cte.	7,992.00
Activo No Corriente		Patrimonio	
Inmuebles, Maq. y Equipo	9,231.00	Capital	19,000.00
Otras ctas. por cobrar	2,523.00	Reservas	2,750.00
		Resultados acumulados	1,986.00
Total Activo No Cte.	11,754.00	Total Patr. Neto	23,736.00
Total Activo	31,728.00	Total Pasivo y Patr.	31,728.00

Asimismo, el valor nominal de las acciones de ambas sociedades es de S/ 1.00, en consecuencia, el número total de acciones de capital social de la sociedad “A” es 32,136 y de la sociedad “B” es 19,000.

Ambas sociedades han acordado utilizar sus valores en libros (contables) para el estableciendo de la relación de canje 1/1, definiendo que por cada acción de la sociedad “B” la sociedad “A” entregará una acción.

En consecuencia, el Estado de Situación Financiera de apertura (expresado en Soles) de la sociedad “A” a la fecha de entrada en vigencia de la fusión por absorción es el siguiente:

SOCIEDAD “A”			
(Al 1 de febrero de 2016)			
Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Efectivo	30,710.00	Ctas. por pagar com.	11,635.00
Ctas. por cobrar com.	5,654.00	Otras ctas. por pagar	1,329.00
Inventario	6,607.00		
Total Activo Cte.	42,971.00	Total Pasivo Cte.	12,964.00
Activo No Corriente		Patrimonio	
Inmuebles, Maq. y Equipo	25,909.00	Capital	51,136.00
Otras cuentas por cobrar	8,359.00	Reservas	8,619.00
		Resultados acumulados	4,520.00
Total Activo No Cte.	34,268.00	Total Patr. Neto	64,275.00
Total Activo	77,239.00	Total Pasivo y Patr.	77,239.00

Ahora bien, como hemos indicado anteriormente es importante tener conocimiento en una operación de fusión si las sociedades participantes cuentan, al menos una de ellas, con acciones de inversión emitidas.

En el apartado siguiente trataremos sobre las implicancias que trae en una fusión la Cuenta de Acciones de Inversión de la

sociedad o sociedades participantes, así como, la solución que ha otorgado el legislador en cierto supuesto.

4.2. Fusión de sociedades con acciones de inversión y la Tercera Disposición Complementaria.

La fusión de sociedades en la que una de ellas cuenta con acciones de inversión conlleva a que la operación tenga cierta particularidad que involucra la protección de los derechos de los titulares de acciones de inversión y el mantenimiento de su participación en la sociedad resultante.

Al respecto, es importante precisar que la única norma que se ocupa del derecho de los titulares de acciones de inversión en las operaciones de fusión de sociedades es la Tercera Disposición Complementaria de la Ley de Canje o Redención de las Acciones de Inversión, la misma que establece lo siguiente:

“Entiéndese que el numeral 3) del artículo 2 de la Ley N° 27028 incluye aquellos casos en que se produzca fusión entre empresas, bajo cualquiera de sus modalidades, en las que participe una persona jurídica con acciones representativas del capital social y acciones de inversión emitidas y otra(s) sólo con acciones comunes y no acciones de inversión. La emisión de acciones comunes que pueda haber lugar como consecuencia de dicha fusión genera la obligación proporcional de emisión de nuevas acciones de inversión”.

De manera general podemos apreciar que, sin perjuicio de que el acuerdo y los términos de una fusión deban ser aprobados por el Directorio y la junta general de accionistas, cuando una de las sociedades participantes cuenta con acciones de inversión la operación no resulta ser tan sencilla ni la Ley General de Sociedades la única norma aplicable.

Existe, pues, en las operaciones de fusión una obligación legal de otorgar a los titulares de acciones de inversión el derecho de suscribir nuevas acciones de inversión a fin de mantener en la nueva sociedad o en la sociedad absorbente la relación existente

entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la cuenta de capital social.

A continuación, expondremos un análisis crítico de la referida Tercera Disposición Complementaria para seguidamente referirnos a su aplicación práctica.

4.2.1. Análisis de la Tercera Disposición Complementaria de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión.

➤ Ubicación sistemática de la Tercera Disposición Complementaria:

En primer lugar, debemos indicar que la Tercera Disposición Complementaria de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión establece expresamente la incorporación de su contenido en el numeral 3) del artículo 2° de la Ley de Acciones de Inversión. Como comentamos en apartado 3.3. del presente trabajo, el referido numeral atribuye a los titulares de acciones de inversión el derecho de mantener en los casos de capitalización de cuentas patrimoniales la proporción existente entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la cuenta de capital social.

Al respecto, opinamos que la Tercera Disposición Complementaria parte de un supuesto equivocado, toda vez que incorpora en los casos de capitalización de cuentas patrimoniales (resultados acumulados, excedente por revaluación, reservas, etc.) a las operaciones de fusión de sociedades donde una de ellas cuenta con acciones de inversión. Es claro que ambos actos: (i) la capitalización de cuentas patrimoniales y (ii) la fusión de sociedades es independiente entre sí y nada tienen que ver ambos supuestos.

No obstante, lo indicado, es preciso adelantarnos y señalar que la Tercera Disposición Complementaria tiene su origen en un caso real iniciado en el 2002 a consecuencia

de una operación de fusión realizada entre las empresas Bayer S.A. y Aventis Cropscience Perú S.A., donde la primera absorbía a la segunda. Por un lado, la operación tuvo como particularidad que la sociedad absorbente, Bayer tenía un patrimonio neto positivo y contaba con acciones de inversión emitidas e inscritas en el RPMV; y, por el otro lado, la sociedad absorbida, Aventis Perú., tenía un patrimonio neto negativo y solo contaba con acciones comunes. En el apartado 4.3. nos referiremos detalladamente sobre esta operación.

➤ **Presupuesto para la emisión de acciones comunes en una fusión:**

Para que en una fusión se realice la emisión acciones comunes que señala la Tercera Disposición Complementaria es necesario que la operación involucre la suma de capitales de las sociedades participantes en la nueva sociedad o un aumento de capital social de la sociedad absorbente. Sin embargo, en las operaciones de fusión de sociedades esta condición no siempre está presente.

Así, para obtener este resultado las sociedades involucradas en la fusión deben contar con patrimonios netos positivos; caso contrario, cuando las sociedades cuentan con patrimonio neto negativo, en una fusión por constitución el capital de la nueva sociedad no resultará de la suma de capitales de las sociedades intervinientes y en una fusión por absorción la sociedad absorbente no aumentará su capital social. Más adelante nos ocuparemos sobre la fusión de sociedades con patrimonio neto negativo.

➤ **Suscripción y aporte de las nuevas acciones de inversión a ser emitidas dentro del supuesto contemplado en la Tercera Disposición Complementaria:**

Sobre la base de las ideas expuestas, podemos indicar que el supuesto contenido en la Tercera Disposición Complementaria contempla la obligación de emitir acciones de inversión a favor de los titulares de estas acciones en los casos de operaciones de fusión, cualquiera sea la modalidad, cuando solo una de las sociedades intervinientes cuente con acciones comunes y acciones de inversión, y el patrimonio de dos o más sociedades sea positivo, involucrando así la unión o aumento de capital social con la consiguiente emisión de acciones comunes.

No obstante, esta disposición sigue resultando incompleta debido a que no llega a establecer con qué recursos se emitirían las nuevas acciones de inversión, es decir no advierte cómo dar cumplimiento a la obligación de emitir proporcionalmente a las nuevas acciones comunes, las acciones de inversión.

Una solución apresurada consistiría en la emisión de nuevas acciones de inversión con cargo a la cuenta del capital social de la sociedad absorbente. No obstante, ello significaría una violación al derecho de propiedad de los accionistas comunes, acto que estaría desconociendo la inviolabilidad del derecho de propiedad establecido en el artículo 70° de la Constitución.

Es por ello que nuestra propuesta gira en torno a la aplicación de un procedimiento similar al establecido para el ejercicio del derecho de suscripción preferente señalado en el artículo 208° de la Ley General de Sociedades. De este modo, los titulares de acciones de inversión tendrían el derecho de suscribir (y aportar) individualmente nuevas acciones de inversión a prorrata de su participación en la cuenta de dichas acciones y, en conjunto, hasta por un monto proporcionalmente igual al porcentaje original que mantenían en la sociedad emisora de las acciones de inversión.

En consecuencia, de acuerdo a nuestra propuesta el procedimiento de suscripción de nuevas acciones de

inversión en las operaciones de fusión que cumplan con las características indicadas anteriormente, se realizaría en por lo menos dos ruedas, conforme a lo siguiente:

- En primera rueda el titular de acciones de inversión tendría derecho a suscribir las nuevas acciones de inversión a prorrata de sus tenencias en la Cuenta de Acciones de Inversión a la fecha del acuerdo de la fusión de sociedades.
- Si quedaran acciones de inversión sin suscribir, quienes han intervenido en la primera rueda podrán suscribir, en segunda rueda, las acciones de inversión restantes a prorrata de su participación accionaria, considerando en ella las acciones que hubieran suscrito en primera rueda⁸².
- El monto total de acciones de inversión tendría como límite la relación entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la de capital social que mantenían en la sociedad participante antes de la fusión.

A fin de aplicar nuestra propuesta, será necesaria la creación de una norma especial en la que se establezca un procedimiento de suscripción de acciones de inversión o realice la remisión expresa al procedimiento contemplado en la Ley General de Sociedades para los accionistas comunes; toda vez que la Quinta Disposición Final de la Ley General de Sociedades sanciona para efectos de dicha ley que en ningún caso el término “acciones” incluye a las “acciones del trabajo” ni el término “accionistas” a los titulares de estas. Resulta claro que esta disposición prohíbe la aplicación supletoria de la Ley General de

⁸² En relación con los plazos se aplicaría un tratamiento equivalente al derecho de suscripción preferente regulado en la Ley General de Sociedades: en primera rueda no sería inferior a diez días, contado a partir de la fecha del aviso que deberá publicarse para dicho efecto o de una fecha posterior consignada en el aviso; la segunda rueda y las siguientes si las hubiere, se establecería por junta general de accionistas no pudiendo, en ningún caso, cada rueda ser menor a tres días.

Sociedades a la normativa que regula el régimen de las acciones de inversión.

4.2.2. Aplicación práctica de la Tercera Disposición Complementaria.

Para una explicación didáctica sobre el tema, los siguientes cuadros expresan la participación de dos sociedades “X” y “Y” donde una de ellas cuenta con acciones comunes y acciones de inversión, y otra sociedad solo con acciones comunes.

SOCIEDAD “X”				
	S/	Valor Nominal S/	Nº Acciones	Relación %
Capital Social	1,800.00	1.00	1,800	80%
Cuenta de Acciones de Inversión	450.00	1.00	450	20%
Total	2,250		2,250	100%

SOCIEDAD “Y”				
	S/	Valor Nominal S/	Nº Acciones	Relación %
Capital Social	750.00	1.00	750	100%
Total	750.00		750	100%

Si ambas sociedades acuerdan que la sociedad “X” absorba a la sociedad “Y”, tomando en cuenta sus valores contables y una relación de canje de 1/1, es decir por cada acción común de la sociedad “Y” sus accionistas recibirían una acción de la sociedad “X”, se emitirían 750 acciones comunes de un valor nominal de S/ 1.00.

El nuevo capital social de la sociedad “X” ascendería a S/ 2,550.00 dividido en 2,550 acciones de un valor nominal de S/ 1.00 y la Cuenta de Acciones de Inversión ascendería a S/ 450.00 dividida en 450 acciones de inversión de un valor nominal de S/ 1.00. Como resultado de la fusión por

absorción el porcentaje de ambas cuentas sería de 85% y 15%, respectivamente.

En aplicación de la Tercera Disposición Complementaria, la relación de la cuenta de capital social respecto de la Cuenta de Acciones de Inversión que mantenían en la sociedad “X”, 80 % y 20%, respectivamente, no puede alterarse en la sociedad absorbente. Para dicho efecto, la sociedad “X” deberá emitir tantas acciones de inversión para que su porcentaje se mantenga en un 20%. En ese sentido, el número total de acciones de inversión a ser emitidas a fin de mantener dicha proporcionalidad es de 300 acciones de inversión.

SOCIEDAD “X” (luego de la absorción de “Y”)				
	Acciones	Relación %	Tercera Disposición Complementaria	Relación %
Capital Social	2,550	85%	2,550	80%
Cuenta de Acciones de Inversión	450	15%	750	20%
Total	3,000	100%	3,750	100%

4.2.3. Supuesto no contemplado en la Tercera Disposición Complementaria.

Esta disposición solo comprende a las operaciones de fusión en las que participan una sociedad con acciones comunes y acciones de inversión y otra(s) sociedad(es) solo con acciones comunes. Sin embargo, no establece regulación alguna aplicable a las operaciones de fusión (cualquiera sea la modalidad) donde dos o más sociedades participantes cuenten con acciones de inversión emitidas;

por lo que, como se verá, esta disposición resulta totalmente incompleta.

A pesar de que los titulares de acciones de inversión cuentan con el derecho de redimir sus valores por acuerdos de reorganización de sociedades, el vacío legal referido en el párrafo anterior puede traer como consecuencia la afectación de sus derechos. Por ese motivo, proponemos que en una operación de fusión en la cual participen dos o más sociedades con acciones de inversión debe permanecer la finalidad de la Tercera Disposición Complementaria: no perjudicar la relación porcentual que existe antes de la fusión entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la cuenta de capital social.

La insuficiencia antes indicada de la Tercera Disposición Complementaria pasa por alto cuando las sociedades que participan en un fusión cuentan todas ellas con acciones de inversión y con una relación porcentual igual entre la cuenta de capital social y la Cuenta de Acciones de Inversión; luego de esta operación resultará que la relación entre ambas cuentas de la nueva sociedad resultante o sociedad absorbente seguirá siendo la misma, es decir el porcentaje de la Cuenta de Acciones de Inversión de cualquiera de ellas permanece, no alterándose derecho alguno de los titulares de acciones de inversión.

Por ejemplo, la sociedad “H” cuenta con un capital social ascendente a S/ 23,580.00, dividido en 23,580 acciones de un valor nominal de S/ 1.00 y una Cuenta de Acciones de Inversión ascendente a S/ 3,215.00; y, la sociedad “J” cuenta con un capital social ascendente a S/ 57,492.00, dividido en 57,492 acciones de un valor nominal de S/ 1.00 y una Cuenta de Acciones de Inversión ascendente S/ 7,839.00. Estos montos determinan que las dos sociedades tengan una relación porcentual entre la cuenta de capital social y la Cuenta de Acciones de Inversión de 88% y 12%, respectivamente. Si estas sociedades acuerdan fusionarse de modo que la sociedad “H” absorba a la sociedad “J” con una relación de canje de 1/1 acciones, entonces el nuevo

capital social de la sociedad “H” ascendería a S/ 81,072.00 y la Cuenta de Acciones de Inversión a S/ 11,054.00, en consecuencia, la relación porcentual entre ambas cuentas se mantendría en 88% y 12%, respectivamente. En ese escenario, los titulares de acciones de inversión de ambas sociedades no se verían perjudicados ya que mantendrían en el mismo porcentaje que tenían antes de la fusión.

Resulta claro que lo indicado no ocurre cuando dos o más sociedades participantes de una operación de fusión cuentan con una relación porcentual distinta entre la cuenta de capital social y la Cuenta de Acciones de Inversión. Frente a esta situación proponemos que la nueva sociedad o la sociedad absorbente debe continuar con la relación porcentual entre ambas cuentas de la sociedad interviniente en la fusión que mejor beneficie a los titulares de acciones de inversión; en otras palabras, la que otorgue mayor porcentaje a la Cuenta de Acciones de Inversión.

Nuestra propuesta se basa en que los derechos de los titulares de acciones de inversión no deben llegar a ser disminuidos por acuerdos adoptados por los accionistas comunes, ya que, como se sabe, los titulares de acciones de inversión son acreedores de la sociedad conforme a su participación en la Cuenta de Acciones de Inversión y no tienen derecho a intervenir en la voluntad social.

Para dicho efecto, los titulares de acciones de inversión tendrían el derecho de suscribir individualmente nuevas acciones de inversión a prorrata de su participación en la Cuenta de Acciones de Inversión resultante de la nueva sociedad o sociedad absorbida y, en conjunto, hasta un monto proporcionalmente igual al mejor porcentaje que dicha cuenta mantenía en alguna de las sociedades participantes de la fusión.

Con relación al ejercicio de este derecho, proponemos un procedimiento igual al establecido para el derecho de suscripción preferente regulado en la Ley General de

Sociedades, descrito en el apartado precedente y al cual nos remitimos.

A fin de aplicar nuestra propuesta, imaginemos una fusión por absorción de las sociedades “V” y “W”, en la cual se ha decidido que la sociedad “V” absorba a la sociedad “W” y la valorización de ambas sociedades sea a valor en libros estableciéndose una relación de canje de 1/1, una acción de la sociedad “W” por una acción de la sociedad “V”.

El siguiente cuadro detalla el monto del capital social y de la Cuenta de Acciones de Inversión, así como el número total de acciones en que se encuentran divididas dichas cuentas; montos que determinan que la relación entre las cuentas de capital social y la Cuenta de Acciones de Inversión sea de 87% y 13% y de 89% y 11%, respectivamente.

Soc.	Cuentas del Patrimonio.	S/	Nº Acciones	Relación %
V	Capital Social	19,401.00	19,401	87%
	Cuenta de Acciones de Inversión	2,899.00	2,899	13%
W	Capital Social	24,560.00	24,560	89%
	Cuenta de Acciones de Inversión	3,035.00	3,035	11%

La ausencia de un marco legal aplicable llevaría a que la sociedad “V”, siguiendo con los términos del proyecto de fusión por absorción, aumente su capital social de S/19,401.00 a S/ 43,961.00 y la Cuenta de Acciones de Inversión aumente de S/ 2,899.00 a S/ 5,934.00; obteniendo una relación porcentual de 88% y 12%, respectivamente:

Soc.	Cuentas del Patrimonio	S/	N° Acciones	Relación %
Fusión V+ W	Capital Social	43,961.00	43,961	88%
	Cuenta de Acciones de Inversión	5,934.00	5,957	12%

Observamos que el porcentaje de la Cuenta de Acciones de Inversión de la sociedad “V” luego de la fusión ha aumentado en 1% respecto de la Cuenta de Acciones de Inversión de la sociedad “W”; sin embargo, ha disminuido en el mismo porcentaje respecto de dicha cuenta en la sociedad “V” antes de la fusión. Sucede, entonces, que los titulares de acciones de inversión de la sociedad “V” verán reducido sus derechos (derecho a dividendos de la sociedad, por ejemplo) porcentualmente en 1%.

Por ese motivo, planteamos que la sociedad resultante de una fusión debe mantener la relación entre el capital social y la Cuenta de Acciones de Inversión de la sociedad participante que mejor beneficie a los titulares de las acciones de inversión. En nuestro caso en cuestión se debería mantener la relación entre ambas cuentas de 87% y 13%, respectivamente.

Visto de esta forma, en nuestro caso los titulares de acciones de inversión tendrían derecho a suscribir a prorrata de su participación en la Cuenta de Acciones de Inversión de la sociedad resultante de la fusión por absorción un número total de 634 nuevas acciones de inversión que deberán ser emitidas por dicha sociedad. En consecuencia y siempre que los titulares de acciones de inversión suscriban todas las posibles acciones a prorrata de su participación, la Cuenta de Acciones de Inversión ascendería a S/ 6,568.00:

Soc.	Cuentas del Patrimonio	S/	Nº Acciones	Relación %
Fusión V+ W	Capital Social	43,961.00	43,961	87%
	Cuenta de Acciones de Inversión	6,568.00	6,568	13%

4.3. Fusión de sociedades con acciones de inversión y patrimonio neto negativo.

En el apartado anterior nos hemos ocupado de la fusión de sociedades con patrimonios netos positivos, único supuesto al que hace referencia la Tercera Disposición Complementaria de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión. Ahora corresponde preguntarnos qué sucede en una fusión con sociedades participantes donde al menos una de ellas mantiene un patrimonio neto negativo, ¿de qué manera los accionistas de las sociedades extinguidas se incorporan en la nueva sociedad o sociedad absorbente? Una primera alternativa, siguiendo a Salas Sánchez, consistiría en la transferencia de acciones de titularidad de los accionistas comunes de la sociedad con patrimonio neto positivo a favor de los accionistas de la sociedad con patrimonio neto negativo⁸³.

Ahora bien, en caso no se adopte por esta alternativa, la transferencia de acciones ya emitidas a los nuevos accionistas, una segunda alternativa consistiría en la capitalización de las cuentas patrimoniales de la sociedad con patrimonio neto positivo, la misma que sustentaría un aumento de capital social. Asimismo, en caso esta sociedad cuente con acciones de inversión emitidas correspondería al mismo tiempo la emisión proporcional de nuevas acciones inversión, conforme al ya referido numeral 3 del artículo 2º de la Ley de Acciones de Inversión.

⁸³ Julio Salas Sánchez, “El valor neto negativo del bloque patrimonial que se transfiere en los procesos de reorganización societaria”, *Ius Et Veritas* (2011), 221.

A fin de ejemplificar y desarrollar detalladamente el tema que nos ocupa, a continuación, expondremos la fusión por absorción realizada por la empresa Bayer S.A. (en adelante, Bayer) a Aventis Cropscience S.A. (en adelante, Aventis).

4.3.1. Caso: fusión por absorción de Bayer y Aventis⁸⁴:

Bayer es una empresa constituida en Perú que tiene como objeto el desarrollo de actividades vinculadas a la comercialización de productos que cubren las áreas de agricultura, salud ambiental, humana y animal, textil, entre otros.

Mediante sesión de Directorio de fecha 26 de setiembre y Junta General de Accionistas de fecha 14 de octubre de 2002, Bayer aprobó el proyecto el Proyecto de Fusión con Aventis, a través del cual Bayer absorbería el patrimonio de Aventis. El Proyecto de Fusión estableció como fecha de entrada en vigencia de la fusión por absorción el 30 de noviembre de 2002⁸⁵.

Frente a este acuerdo, la Asociación de Inversionistas Minoritarios (en adelante, la Asociación) manifestó a la SMV su preocupación por el posible atropello a los derechos de los titulares de acciones de inversión, argumentando un trato no equitativo, ya que tanto los accionistas comunes como los titulares de acciones de inversión tendrían derecho a las reservas acumuladas y otras reservas de Bayer.

Posteriormente, los accionistas minoritarios de Bayer, también manifestaron individualmente a la SMV su disconformidad con la fusión por absorción entre ambas

⁸⁴ La información referida en el presente caso ha sido obtenida del Expediente N° 013539-2002 y de los Hechos de Importancia publicadas en el portal de la SMV. Bayer tiene inscrita sus acciones comunes y acciones de inversión en la BVL.

⁸⁵ La fusión por absorción entre Bayer y Aventis se realiza en virtud del acuerdo global de Bayer A.G. y Aventis CropScience Holding S.A. por medio del cual dichas sociedades deciden iniciar un proceso de integración.

sociedades, solicitando la salvaguarda de los derechos económicos de los titulares de acciones de inversión de Bayer.

La fusión por absorción entre Bayer y Aventis toma como base la situación financiera de ambas sociedades al 30 de junio de 2002, conforme al siguiente cuadro:

	BAYER	AVENTIS
Capital ⁸⁶	9'153,000.00	11'187,422.33
Acc. de inversión	3'462,000.00	0
Reserva legal	1'831,000.00	385,361.83
Otras reservas	23'306,000.00	0
Res. acumulados	5'677,000.00	19'742,597.81
Total Patr. Neto*	43'429,000.00	8'169,813.65
Nº acciones comunes	2'877,732	11'030,509
Nº acc. de inversión	966,483	0
Total de acciones	3'844,215	11'030,509
Valor contable *	11.30	0
Valor nominal*	1.00	1.00

* *Expresado en Soles.*

El Proyecto de Fusión dispuso que Bayer aumentaría su capital social inscrito en S/ 11'030,509.00, por lo que su capital social pasaría de S/ 2'877,732.00 al nuevo monto de S/ 13'908,241.00. Asimismo, Bayer emitiría 11'030,509 acciones de un valor nominal de S/ 1.00 de las cuales un total de 1'225,612 acciones serían entregadas a los accionistas de Aventis y las restantes 9'804,897 acciones serían entregadas a los accionistas comunes de Bayer⁸⁷.

Como se desprende de lo indicado líneas arriba, la relación de canje determinada en el Proyecto de Fusión no

⁸⁶ Según la Memoria Anual al 31 de diciembre de 2001, el capital social inscrito de Bayer asciende a S/ 2'877,732.00. Se encuentran pendientes de emisión las acciones correspondientes a la reexpresión del capital por S/ 6'275,268.00. En el caso de Aventis se encontraría pendientes de emisión las acciones correspondientes a la reexpresión del capital por S/ 156,913.00.

⁸⁷ La relación de canje fue compuesta por el capital social inscrito y las reservas distintas a la legal, resultando una relación de 1/9, es decir por cada nueve acciones de Aventis se entregaría a los accionistas de dicha sociedad una acción de Bayer.

consideró de ningún modo a los titulares de acciones de inversión.

El patrimonio neto de Bayer luego de la fusión se detalla en el siguiente cuadro:

	BAYER (luego de la fusión)
Capital	20'340,422.33
Acciones de inversión	3'462,000.00
Reserva legal	2'216,361.83
Otras reservas	23'306,000.00
Resultados acumulados	14'065,597.81
Total Patrimonio Neto*	35'259,186.35

* *Expresado en Soles.*

Al respecto, la SMV mediante Resolución CONASEV N° 002-2003-EF/94.10 de fecha 22 de noviembre de 2002, señaló lo siguiente⁸⁸:

- Por efecto de la fusión, los titulares de acciones de inversión verán diluida su participación, afectando su derecho a mantener la proporción respecto de la cuenta del capital social.
- La fusión se está financiando con cargo a recursos de las cuentas de reservas y resultados acumulados de Bayer, sobre las cuales tienen derechos los titulares de acciones de inversión.
- El acuerdo de fusión no infringe la Ley General de Sociedades ni la Ley de Acciones de Inversión, pero dicho acuerdo y sus consecuencias resultan lesivas para los titulares de acciones de inversión pues genera un tratamiento inequitativo respecto a los accionistas comunes.

En el presente caso, la SMV determinó disponer la exclusión de las acciones de inversión de Bayer del RPMV, basándose en la causal de grave riesgo para la adecuada

⁸⁸ Considerandos 19° y 20° de la Resolución CONASEV N° 002-2003-EF/94.10.

protección al inversionista⁸⁹. Así, a través de una Oferta Pública de Compra formulada por Bayer y su accionista mayoritario, Bayer Gesellschaft für Beteiligungen mbH (en adelante, Bayer Alemania), se otorga a los titulares de acciones de inversión la posibilidad de vender sus títulos a un precio fijado por una entidad valorizadora independiente.

Bayer y Bayer Alemania interpusieron recursos de reconsideración argumentando que la SMV no puede imponer una sanción sin que exista una violación concreta de normas específicas:

- Los titulares de acciones de inversión tienen un mecanismo de protección establecido en la Ley de Acciones de Inversión: el derecho de redención.
- Mantener la proporción de la Cuenta de Acciones de Inversión respecto de la cuenta de capital social no es un derecho conferido a los titulares de acciones de inversión.

Mediante Resolución CONASEV N° 001-2004-EF/94.10 se declaran infundados los recursos de reconsideración presentados confirmando en todos sus extremos la Resolución CONASEV N°002-2003-EF/94.10.

Si bien este último pronunciamiento de la SMV confirma lo resuelto en dicha resolución, su línea argumentativa es distinta y señalando que la entrega de acciones a los accionistas comunes a Bayer y Bayer Alemania se ha realizado con cargo a los recursos de la cuenta de resultados acumulados de Bayer, la capitalización de las cuentas patrimoniales obligaba a emitir de manera proporcional acciones de inversión⁹⁰:

⁸⁹ El inciso f) del artículo 37° de la Ley del Mercado de Valores dispone que la exclusión de un valor en el RPMV tiene lugar por resolución fundamentada de la SMV por cualquier causa que implique grave riesgo para la seguridad del mercado, su transparencia o la adecuada protección de los inversionistas.

⁹⁰ Considerandos 20° y 22° de la Resolución CONASEV N° 001-2004-EF/94.10.

4.3.2. Análisis del caso:

Como podemos apreciar el caso Bayer y Aventis se enmarca dentro de una fusión por absorción en la cual esta última cuenta con un patrimonio neto negativo.

Julio Salas Sánchez al referirse sobre las reorganizaciones societarias con bloques patrimoniales de valor neto negativo indica que *“no sólo se trata de reconocer la realidad objetiva de la existencia y transferencia de un bloque de valor negativo, sino de la explícita decisión empresarial de quienes participan en la operación de llevarla adelante, aún a pesar del referido valor negativo y con pleno conocimiento y determinación de asumir las consecuencias que pudieran derivarse”*⁹¹.

Es preciso señalar que en el marco de esta operación aún no existía una regulación aplicable a la fusión de sociedades, la Tercera Disposición Complementaria de la Tercera Disposición Complementaria fue publicada con posterioridad a este caso.

Asimismo, líneas arriba hemos indicado que en los casos de fusión por absorción la sociedad absorbente aumentará su capital social cuando las sociedades absorbidas cuenten con patrimonio de valor neto positivo y ese incremento generará la obligación de emitir nuevas acciones que corresponderán a los accionistas de las sociedades que se extinguen y a los accionistas de la sociedad absorbente, este último caso si así es acordado en el proyecto de fusión.

Sucede pues que lo descrito en el párrafo precedente no ocurre cuando los patrimonios netos de las sociedades absorbidas tienen patrimonio neto negativo. Esto sucede porque el traslado de las cuentas del pasivo y del activo a las cuentas equivalentes de la sociedad absorbente no genera un *superávit*. La cuenta de capital social de la

⁹¹ Julio Salas Sánchez, *El valor neto negativo del bloque patrimonial*, 221.

sociedad que se extingue no existe, su valor ha sido absorbido por los pasivos de la sociedad.

En esta perspectiva, al no existir un excedente no podrá sustentarse un aumento de capital en la sociedad absorbente y en consecuencia tampoco la emisión de nuevas acciones a favor de los accionistas de las sociedades que se extinguen y de sus propios accionistas, de ser el caso.

Comenta Julio Salas Sánchez en los casos en los que no existe un superávit y se está frente a un bloque con valor neto negativo, *“al trasladarse las cuentas que integran ese bloque, el capital en él incorporado no existe pues su valor ha sido íntegramente absorbido por las pérdidas o por el valor de los pasivos superior al de los activos. En este caso, nada hay por sumar ni, por ello, podrá producirse aumento alguno en el capital de la receptora. Obviamente, si no hay aumento, no habrá nuevas acciones por emitir ni personas legitimadas que las reciban”*⁹².

Al respecto, como indicamos en el capítulo segundo, el capital de la sociedad anónima está integrado por aportes de los accionistas y representado por acciones pagadas en por lo menos el 25% de su valor nominal. Esto responde al principio de realidad referido a que el capital social debe estar integrado por aportes patrimoniales efectivamente realizados, no siendo posible la creación de sociedades con capitales ficticios

En la misma línea, el inciso d) del artículo 119° del Reglamento del Registro de Sociedades, aprobado por Resolución N° 200-2001-SUNARP-SN, precisa cierto contenido adicional con el que debe contar la escritura pública de fusión en el supuesto de transferencia de patrimonios netos negativos:

“d) En caso que sea negativo el valor neto del bloque patrimonial que se transfiere, se dejará

⁹² Julio Salas Sánchez, *El valor neto negativo del bloque patrimonial*, 226.

constancia de su monto y esa circunstancia producirá que la absorbente no aumente su capital ni emita nuevas acciones. Tratándose de fusión por constitución, se dejará constancia de que la nueva sociedad no emite acciones o participaciones sociales a favor de los socios de la sociedad que se extingue por fusión”.

Siendo las cosas así, resulta claro que a pesar de que el patrimonio neto de las sociedades extinguidas sea negativo y que de ello no resulte un aumento de capital en la sociedad que las recibe no significa que los accionistas de aquellas no recibirán acciones.

Recordemos que el valor de los patrimonios netos de las sociedades intervinientes, sea positivo o negativo, puede ser referente pero no determinante en la configuración de la relación de canje en una fusión de sociedades. Sin duda se consideran otros elementos que hacen posible a las sociedades intervinientes la ejecución de la operación incluso cuando la participación de alguna de ellas involucra un patrimonio neto negativo.

De ese modo, si bien no se emitirán nuevas acciones a favor de los accionistas de las sociedades extinguidas, estos pueden recibir acciones con cargo al capital social existente.

En efecto, nuestra primera alternativa consiste en la entrega de acciones de titularidad de los accionistas de la sociedad absorbente en favor de los accionistas de la sociedad absorbida. Las acciones que recibirían los accionistas para su incorporación en la sociedad resultante de la fusión no serían de nueva emisión, ni se sustentaría en un aumento de capital social; sino en la transferencia de acciones que realizarían los accionistas de la sociedad absorbente fundamentada en el valor del patrimonio neto negativo recibido de la sociedad absorbida.

Por lo expuesto, resulta incorrecto que el Proyecto de Fusión entre Bayer y Aventis haya dispuesto un aumento

de capital social de Bayer a consecuencia de la fusión, toda vez que el patrimonio neto de Aventis era negativo.

Tomando en cuenta lo anteriormente indicado, la integración de los accionistas de Aventis en Bayer pudo haber sido lograda mediante la transferencia de acciones de titularidad de los accionistas comunes de Bayer a los primeros, según la relación de canje que acuerden ambas sociedades. No variar la cuenta del capital social de Bayer, se traduce en la inalterabilidad de la proporción existente entre la Cuenta de Acciones de Inversión y el capital social y por consiguiente, la operación en nada perjudicaría a los titulares de acciones de inversión.

Una segunda alternativa consiste en capitalizar las cuentas patrimoniales de la sociedad absorbente y emitir nuevas acciones a favor de los accionistas de las sociedades extinguidas. El acto de capitalizar las cuentas patrimoniales de una sociedad no significa que este forme parte de la fusión, ambos actos son diferentes y se encontrarán contenidos en el proyecto de fusión. No obstante, existe entre ellos una relación de dependencia, este último depende del primero como mecanismo de integración de los accionistas de la sociedad extinguida.

En ese sentido, en virtud de la capitalización de las cuentas patrimoniales, la Cuenta de Acciones de Inversión y la cuenta de capital social deben mantener su proporción, de conformidad con lo establecido en el artículo 7° de la Ley de Acciones de Inversión.

En la fusión de Bayer y Aventis, aun cuando en el Proyecto de Fusión no lo haya contenido expresamente, lo que efectivamente se realizó fue la capitalización de las cuentas patrimoniales (resultados acumulados u otras reservas) y la emisión de acciones comunes a favor de los accionistas de ambas sociedades. Sin embargo, el error y por consiguiente la ilegalidad, se encuentra en que nunca se emitieron nuevas acciones de inversión a favor los titulares de

acciones de inversión de Bayer, a fin de mantener su proporcionalidad con las acciones comunes emitidas.

Nuestra posición coincide con la expuesta por la SMV en la Resolución CONASEV N° 001-2004-EF/94.10: *“el aumento de capital y entrega de acciones a los accionistas comunes de Bayer S.A. y de Aventis CropScience Perú S.A. ha sido realizado con cargo a los recursos de la cuenta de resultados acumulados de Bayer S.A. En tal sentido, (...) se hacía obligatorio que se reconozca tal capitalización también a favor de los titulares de acciones de inversión y en consecuencia, que se emitan a su favor y de manera proporcional nuevas acciones de inversión”*⁹³.

Finalmente, es conveniente anotar que en caso se opte por capitalizar la cuenta de resultados acumulados, la sociedad absorbente deberá determinar en primer lugar cuánto está dispuesta a brindar a los accionistas de la sociedad absorbida y a sus propios accionistas, esto último si así ha sido acordado en el Proyecto de Fusión, para posteriormente determinar, cuál será el monto adicional a favor de los titulares de acciones de inversión para mantener la proporcionalidad entre ambas cuentas patrimoniales correspondientes y de ese modo inalterado los derechos de los titulares de acciones de inversión⁹⁴.

4.4. Otros supuestos no regulados.

Finalmente, cabe indicar que no existe regulación aplicable para los casos de escisión, reorganización simple ni cualquier otra forma de reorganización contemplada en la Ley General de

⁹³ Considerandos 40° de la Resolución CONASEV N° 001-2004-EF/94.10.

⁹⁴ Mauricio Paredes al comentar sobre la fusión entre Bayer y Aventis señala que el principio de tratamiento equitativo debe también ser aplicado a los accionistas de distintas clases (entiéndase titulares de acciones de inversión). No compartimos esta posición porque como se ha demostrado a lo largo del presente trabajo los titulares de acciones de inversión no son verdaderos accionistas de la sociedad, sino terceros ajenos a esta que cuentan con limitados derechos económicos. Mauricio Paredes, “Violación al principio de tratamiento equitativo de los accionistas a propósito de la fusión Bayer-Aventis” *Revista Peruana de Derecho de la Empresa* (2007): 401-412.

Sociedad cuando las sociedades participantes de la operación cuenten con acciones de inversión emitidas.

Para dicho efecto y de igual forma que en las operaciones de fusión, nuestra propuesta consiste en continuar con la relación entre la cuenta de capital social y acciones de inversión que mejor beneficie a los titulares de estas últimas. Sin embargo, hasta que no se regule expresamente estos supuestos los titulares de acciones de inversión verían desprotegidos sus derechos.

CONCLUSIONES

- Primera.-** El origen de las acciones de inversión se encuentra en las Comunidades Industriales creadas por la Ley General de Industrias de 1970, la cual permitió la participación de los trabajadores en las *utilidades, propiedad y gestión* de la empresa. En un primer momento, los trabajadores podían llegar a recibir acciones comunes de la empresa donde laboraban; posteriormente, se descarta esta posibilidad y se dispone por mandato legal la creación de “acciones laborales”, luego denominadas “acciones del trabajo”, como valores representativos de la “Cuenta Participación Patrimonial del Trabajo”. La emisión de estas acciones no significó un aporte de los trabajadores que las recibían, sino un desembolso de la propia empresa.
- Segunda.-** Debido a la flexibilización que se otorgó en la transferencia de las acciones laborales a terceros (personas naturales o jurídicas); sumado a la obligación de inscribir en la BVL las acciones laborales de las empresas con acciones comunes listadas, actualmente muchos de estos valores, hoy denominados acciones de inversión se encuentran en manos de personas, distintas a los trabajadores, cumpliendo una función de títulos de crédito con derechos patrimoniales sobre la sociedad emisora.
- Tercera.-** Las acciones de inversión son valores mobiliarios que si bien utilizan el nombre de “acciones” no representan

alícuotas del capital social sino de una cuenta patrimonial distinta denominada “Cuenta de Acciones de Inversión”. Asimismo, los titulares de acciones de inversión no son accionistas de la sociedad anónima, calidad que la Ley General de Sociedades solo otorga a quien aporta al capital social a través de la suscripción –o adquisición- de acciones comunes con o sin derecho a voto.

- Cuarta.-** La Ley de Acciones de Inversión otorga únicamente los siguientes derechos económicos a sus titulares: participar en la distribución de dividendos, mantener la proposición entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la cuenta de capital social, incrementar la Cuenta de Acciones de Inversión por capitalización de cuentas patrimoniales, redimir las acciones de inversión y participar en la distribución del saldo del patrimonio en caso de liquidación de la sociedad.
- Quinta.-** La diferencia entre los titulares de acciones de inversión y los accionistas comunes se centra principalmente en el derecho que tienen estos últimos de participar en la voluntad social de la empresa (derecho de asistencia y voto en las juntas generales de accionistas).
- Sexta.-** No es posible equiparar las acciones de inversión con las acciones comunes sin derecho a voto, estas además de representar alícuotas del capital social cuentan con determinados derechos que no han sido otorgados a los titulares de acciones de inversión: derecho de información, derecho de obtener copia certificada del acta de junta general de accionistas, derecho de revisión de los estados financieros, entre otros indicados en el presente trabajo.
- Sétima.-** En las operaciones de fusión es importante tener en cuenta si las sociedades participantes cuentan o no con acciones de inversión emitidas. La Tercera Disposición Complementaria de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión regula los casos de fusión, cualquiera sea su modalidad, donde solo una sociedad

cuenta con acciones de inversión y la(s) otra(s) no, otorgando a los titulares de las primeras el derecho de mantener la relación que existe antes de la fusión entre la Cuenta de Acciones de Inversión y el capital social de la sociedad.

Octava.- La Tercera Disposición Complementaria resulta incompleta toda vez que no establece con qué recursos los titulares de acciones de inversión suscribirán nuevas acciones de inversión, ni el procedimiento aplicable para dicho efecto. En atención a ello, proponemos un procedimiento similar al aplicable para el ejercicio del derecho de suscripción preferente establecido en la Ley General de Sociedades y otorgado únicamente a los accionistas comunes. Para la aplicación de nuestra propuesta resulta necesario una norma legal expresa en ese sentido, toda vez que la Quinta Disposición Final de la Ley General de Sociedades prohíbe su aplicación supletoria al régimen de acciones de inversión.

Novena.- En las operaciones de fusión de sociedades con patrimonio neto negativo puede resultar necesaria la capitalización de cuentas patrimoniales de la sociedad con patrimonio positivo, a fin de incorporar a los accionistas de la primera en la nueva sociedad o sociedad absorbente. En estos casos tanto la cuenta de capital social como la Cuenta de Acciones de Inversión se incrementarán respetando su proporcionalidad existente antes de la fusión, en consecuencia los titulares de acciones de inversión recibirán nuevos de estos valores.

Décima.- Actualmente, no existe marco legal alguno aplicable a las operaciones de fusión de sociedades cuando dos o más de las empresas intervinientes cuentan con acciones de inversión, ni tampoco a las operaciones de escisión y reorganización de sociedades. Para dicho efecto, proponemos que debe mantenerse el espíritu de la Tercera Disposición Complementaria de la Ley de Canje y Redención de Acciones de Inversión referido a mantener

la relación proporcional entre la Cuenta de Acciones de Inversión y la cuenta de capital social.

BIBLIOGRAFÍA

- ABANTO BOSSIO, Renzo, y Kiomi Osorio Ishikawa. «Acciones de Inversión: implicancias de un régimen de conversión forzosa.» *Advocatus* (2012): 229-239.
- ABASCAL ZAMORA, José María. «Las acciones de las sociedades anónimas.» En *Cuadernos del Instituto de Investigaciones Jurídicas*. México: UNAM, 1986.
- ANDREU MARTÍ, María Del Mar. «Capital, patrimonio y reservas. Acciones y participaciones como partes del capital social.» En *Introducción al derecho de sociedades de capital*, de Rosalía Alfonso Sánchez, y otros. Madrid: Marcial Pons, 2013.
- ÁVILA NAVARRO, Pedro. *La Sociedad Anónima*, t.1 y t. 2. Barcelona: Bosch, Casa Editorial S.A., 1997.
- BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. *Homenaje a Jorge Avendaño*. Lima: Fondo Editorial, 2004.
- BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, Alberto; José Barba Vega; Raúl Bercovitz Álvarez. *Sociedades Mercantiles*. Navarra: Aranzadi S.A., 2013.
- BROSETA PONT, Manuel. *Manual de Derecho Mercantil*, vol. 1, 20ª ed. Madrid: Tecnos, 2013.

- BRUNETTI, Antonio. *Tratado del Derecho de las Sociedades*, vol. 2, trad. Felipe de Solá C. Buenos Aires: UTEHA Argentina, 2004.
- CONSTANTINO FERNÁNDEZ, Ada. «Régimen jurídico de las acciones de inversión.» *Cathedra* 4, n° 7 (2000): 23-32.
- DE LA CÁMARA, Manuel. *El Capital social en la sociedad anónima, su aumento y disminución*. Madrid: Consejo General del Notariado, 1996.
- ECHAIZ MORENO, Daniel. “¿Cabe la impugnación y/o la nulidad de los acuerdos de directorio?: a propósito del debate en el pleno jurisdiccional nacional comercial 2013”, *Revista de Actualidad Mercantil*, n° 3 (2014): 34-41.
- ELÍAS LAROZA, Enrique. *Derecho Societario Peruano, La Ley General de Sociedades del Perú*. Trujillo: Normas Legales S.A.C., 1999.
- FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. «Caracterización jurídica de las acciones y las participaciones sociales. Documentación. Transmisión» En *Introducción al derecho de sociedades de capital*, de Rosalía Alfonso Sánchez, y otros. Madrid: Marcial Pons, 2013.
- FERRARI QUIÑE, Mario. *La nueva comunidad industrial en el Perú* . http://www.iadb.org/intal/intalcdi/Derecho_Integracion/documentos/027-Notas_e_Informes_02.pdf (consultado el 24 de marzo de 2016).
- GARCÍA Enterría, Javier, Rodrigo Uría, Aurelio Menéndez y otros. *Lecciones del Derecho Mercantil*, 3ª ed. Navarra: Aranzadi, 2005.
- GARCÍA PITA, José Luis, Fernando Sánchez Calero y otros. *Derecho de Sociedades Anónimas II Capital y Acciones*, vol 1. Madrid: Editorial Civitas S.A. 1994.

- GARRIGUES, Joaquín. *Curso de Derecho Mercantil*, 7ª ed. Madrid: Aguirre, 1976.
- HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. «Las Relaciones de canje en las fusiones y escisiones de sociedades.» *Advocatus*, 2005: 199-216.
- *La Sociedad Anónima*. Perú: Gaceta Jurídica, 2013.
- JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Guillermo J (coord). *Lecciones de Derecho Mercantil*, 14ª ed. Madrid: Tecnos, 2010.
- MESSINEO, Francesco. *Manual de Derecho Civil y Comercial*, t.5, trad. Santiago Sentis Melendo. Buenos Aires: E.J.E.A. 1979.
- MONTOYA MANFREDI, Ulises. *Derecho Comercial*. 9ª. Vol. I. Lima: Grijley, 2003.
- *Comentarios a la Ley de Sociedades Mercantiles*. Lima: UNMSM, 1967.
- MONTOYA STAHL, Alfonso. «La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión.» *Ius Et Veritas* 17, nº 35 (2007): 242-264.
- PALACIOS PAREJA, Enrique. «Impugnación de acuerdos societarios. Una revisión a su tratamiento procesal en la Ley General de Sociedades.» *Ius Et Veritas* (2007): 671-698.
- PALMAREDA ROMERO, Doris. *Manual de la Ley General de Sociedades*. Lima: Gaceta Jurídica, 2011.
- PAREDES CONTRERAS, Mauricio. «Violación al principio de tratamiento equitativo de los accionistas a propósito de la fusión Bayer-Aventis.» *Revista Peruana de Derecho de l Empresa*, nº 64 (2007): 401-412.
- PÉREZ TROYA, Adoración. *La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades*. Madrid: Marcial Pons, 1998.
- PICASSO SALINAS, Rafael. «La naturaleza jurídica de las acciones de inversión frente a las acciones comunes con y sin derecho a voto.» *Advocatus* 6 (2002): 163-176.

- PINZÓN, Gabino. *Sociedades Comerciales*. Bogotá: Temis, 1989.
- RABINOVICH WOLOSHIN, Catalina. *Las acciones laborales. Fuente de financiamiento, alternativa de inversión y efectos de distribución*. Perú: Fundación Friedrich Eber, 1985.
- RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel. *Legislación, doctrina y jurisprudencia según el nuevo texto refundido de la ley de sociedades anónimas*. Navarra: Aranzadi, 2002.
- ROMÁN OLIVAS, Manuel Alipio. *El derecho de impugnación de acuerdos societarios*. Lima: Grijley, 2010.
- SALAS SÁNCHEZ, Julio. «El valor neto negativo del bloque patrimonial que se transfiere en los procesos de reorganización societaria.» *Ius Et Veritas* (2011): 219-231.
- SÁNCHEZ CALERO, Fernando y Juan Sánchez- Calero Guilarte. *Instituciones del Derecho Mercantil*, vol. 1, 7ª ed. Madrid: Aranzadi, 2011.
- URÍA, Rodrigo. *Derecho Mercantil*, 14ª ed. Madrid: Marcial Pons, 1975.
- URÍA, Rodrigo, Aurelio Menéndez, y Manuel Olivencia. *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles*, vols. 1,2,3. España: Aranzadi, 2002.
- VEGA VELASCO, Jorge. «Impugnación y nulidad de acuerdos societarios.» En *Tratado de Derecho Mercantil*, de Instituto Peruano de Derecho Mercantil, 525-551. Lima: Gaceta Jurídica, 2003.
- VICENT CHULIÁ, Francisco. *Introducción al Derecho Mercantil*, 19ª ed. Valencia: Tirant Lo Blanch, 2006.