

Alfonso **Montoya** Stahl^(*)

La aplicación a las **acciones de inversión** de la relación de canje pactada en una fusión

«NUESTRA TESIS ES QUE LAS ACCIONES DE INVERSIÓN DEBEN SER TOMADAS EN CUENTA AL MOMENTO DE APLICAR LA RELACIÓN DE CANJE ESTABLECIDA EN UNA FUSIÓN EN LAS MISMAS CONDICIONES QUE LAS ACCIONES REPRESENTATIVAS DEL CAPITAL⁽¹⁾ DE LA SOCIEDAD EMISORA DE TALES ACCIONES DE INVERSIÓN».

1. Introducción

Este artículo se refiere a la aplicación de la relación de canje acordada entre las sociedades participantes en una fusión a las acciones de inversión que estas hayan emitido. Nuestra tesis es que las acciones de inversión deben ser tomadas en cuenta al momento de aplicar la relación de canje establecida en una fusión en las mismas condiciones que las acciones representativas del capital⁽¹⁾ de la sociedad emisora de tales acciones de inversión. De esta forma, los titulares de acciones de inversión verán su tenencia reducida o aumentada en la sociedad resultante de la fusión, según surja de la aplicación de la relación de canje específica a la fusión.

Esta conclusión puede parecer en principio bastante obvia, si reconocemos a las acciones de inversión como valores mobiliarios que confieren una participación patrimonial en una sociedad. Sin perjuicio de ello, hace algunos años el tema fue discutido en la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) a partir de la fusión acordada entre Bayer S.A. y Aventis Cropscience Perú S.A.⁽²⁾. Desde nuestro punto de vista, el tratamiento que CONASEV dio al tema partió de ciertas concepciones erróneas sobre los efectos y características de una fusión. El erróneo desarrollo conceptual empleado por CONASEV para resolver este caso fue la inspiración directa de la tercera

(*) Abogado. Miembro de la Asociación Civil **ius et veritas**.

(1) A lo largo del presente trabajo usaremos el término «acciones representativas del capital» o simplemente «acciones» para referirnos a los valores mobiliarios que representan la participación de los socios en el capital de una sociedad. Como es evidente, existen formas societarias en las que la participación de los socios se representa en participaciones y no en acciones. Sin perjuicio de ello, hemos preferido emplear el primer término mencionado por motivos de uniformidad.

(2) Expediente CONASEV 2002/013539, en lo sucesivo denominado «el caso Bayer».

La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión



disposición complementaria de la Ley 28739, referida al tema. Por ende, dicha norma tiene un tratamiento parcial y deficiente de la materia.

El artículo ha sido organizado a partir de una exposición inicial sobre la relación de canje en una fusión, para seguir con una exposición general sobre la regulación de las acciones de inversión en nuestro ordenamiento, orientada a una definición de estos títulos y los derechos que confieren. A continuación, nos referiremos al desarrollo conceptual empleado por CONASEV al resolver el caso Bayer, para pasar luego a analizar la tercera disposición complementaria de la Ley 28739, norma referida al tema e inspirada en la resolución de dicho caso. Finalmente, a partir de los elementos conceptuales tratados a lo largo del texto expondremos nuestras conclusiones.

2. La relación de canje en una fusión

La fusión es un procedimiento de reorganización societaria que permite la integración de los patrimonios (es decir, los

«EL ARTÍCULO HA SIDO ORGANIZADO A PARTIR DE UNA EXPOSICIÓN INICIAL SOBRE LA RELACIÓN DE CANJE EN UNA FUSIÓN, PARA SEGUIR CON UNA EXPOSICIÓN GENERAL SOBRE LA REGULACIÓN DE LAS ACCIONES DE INVERSIÓN EN NUESTRO ORDENAMIENTO, ORIENTADA A UNA DEFINICIÓN DE ESTOS TÍTULOS Y LOS DERECHOS QUE CONFIEREN. A CONTINUACIÓN, NOS REFERIREMOS AL DESARROLLO CONCEPTUAL EMPLEADO POR CONASEV AL RESOLVER EL CASO BAYER, PARA PASAR LUEGO A ANALIZAR LA TERCERA DISPOSICIÓN COMPLEMENTARIA DE LA LEY 28739»

activos y pasivos) de dos o más sociedades en una sola, extinguiéndose las sociedades que transfieren sus patrimonios. Si la sociedad que adquiere los patrimonios es una sociedad constituida a partir de la fusión estaremos ante una fusión por constitución; mientras que si tal sociedad es una sociedad preexistente, estaremos ante una fusión por absorción. Un elemento esencial de la fusión es que las acciones que emita la sociedad resultante del proceso con motivo del mismo serán distribuidas entre los accionistas de una o más de las sociedades participantes.

Alfonso **Montoya** Stahl

La fusión es un mecanismo jurídico que permite de forma eficiente la integración de una o más empresas, estableciendo reglas específicas para el tratamiento de los problemas jurídicos derivados de tal integración (transferencia de activos y pasivos en bloque, defensa de los intereses de acreedores y accionistas disconformes, etcétera). Por ello, es uno de los mecanismos de integración empresarial más empleados.

Para la finalidad del presente artículo nos interesa aclarar el concepto de relación de canje, consustancial a una fusión. Este concepto no está desarrollado en la Ley General de Sociedades, la que se limita a señalar en el inciso 3 de su artículo 347 que el proyecto de fusión aprobado por las sociedades que participan en la misma debe contener: «La explicación del proyecto de fusión, sus principales aspectos jurídicos y económicos y los criterios de valorización empleados para la determinación de la relación de canje entre las respectivas acciones o participaciones de las sociedades participantes en la fusión».

Uno de los puntos fundamentales del acuerdo de fusión al que puedan llegar dos o más sociedades es el relativo a la participación de los socios de cada una de estas en la sociedad resultante del proceso. Dicha participación se calculará a partir de la valorización acordada para cada una de las sociedades participantes al momento de negociar la fusión. Para tal valorización las sociedades participantes en la fusión pueden emplear el método que estimen conveniente en atención a las circunstancias. Producida y acordada tal valorización, mediante simples operaciones aritméticas podremos determinar qué participación corresponde a cada grupo de socios. Por ejemplo, en una fusión entre dos sociedades: «A» valorizada en 100, y «B», valorizada en 50, podemos establecer que la relación entre el valor de ambas es de 2 a 1. Esa misma relación deberá ser respetada al momento de distribuir las acciones de la sociedad resultante de la fusión. En el ejemplo concreto, sabremos que los socios de la sociedad «A» deberán recibir el doble de acciones que los socios de la sociedad «B». Finalmente, establecida la cantidad de acciones que corresponden a cada grupo de socios, será necesaria la distribución de las mismas al interior del grupo. Para ello se tomarán en cuenta las proporciones de participación individual al interior del grupo.

Es importante notar que las valorizaciones a las que hacemos referencia no suelen guardar relación con el valor contable de

las sociedades, ya que se basan en elementos ajenos a los registros contables, tales como perspectivas futuras de ingreso, posición en el mercado, sinergias derivadas de una fusión concreta, entre otros. Por ello, una sociedad que tenga un patrimonio neto mayor que el de otra puede tener, a la luz del método de valorización empleado, un valor menor que el de esta. En este caso, los socios de la sociedad que tiene un patrimonio neto mayor recibirán (dada la valorización aludida) una participación patrimonial en la sociedad resultante de la fusión menor a la participación que reciban los socios de la sociedad con menor patrimonio neto.

En resumen, para determinar la participación de los socios de las sociedades participantes de la fusión podemos distinguir tres pasos fundamentales. El primero es la valorización de las sociedades participantes. El segundo es el establecimiento de las proporciones de participación de cada sociedad en la sociedad resultante de la fusión a partir del valor acordado. El tercero es la distribución individualizada de las acciones de la sociedad resultante entre los socios de las sociedades participantes.

La relación de canje es una forma específica de expresar, para cada grupo de socios, la proporcionalidad calculada en el segundo paso aludido, con la finalidad de facilitar el tercer paso. En efecto, la relación de canje es una forma de expresar la proporción existente entre las acciones de cada grupo de socios tenía antes de la fusión y las que recibirá con motivo de la misma en la sociedad resultante de la fusión. Para establecer una relación de canje no solo basta tomar en cuenta la proporción entre el valor de las sociedades participantes de la fusión, sino también el número de acciones de las sociedades que se extinguirán y de la sociedad resultante. Con estos datos podrá determinarse, por ejemplo,

La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión

que por cada acción de la sociedad absorbida «X», se recibirá tres acciones de la sociedad absorbente «Y».

Notemos que habrá tantas relaciones de canje como grupos de socios involucrados. Por ejemplo, en una fusión en la que las sociedades «A» y «B» son absorbidas por la sociedad «C» podremos decir que habrá al menos tres relaciones de canje: la de los socios de cada una de estas sociedades. Incluso podría existir más de una relación de canje al interior de una misma sociedad si hay grupos de acciones de diferentes valores nominales⁽³⁾. Tampoco habría problema para considerar una relación de canje para los socios de la sociedad absorbente «C», a pesar de que reciban títulos emitidos por la misma sociedad. En otras palabras, por cada acción que los socios de «C» hayan tenido antes de la fusión tendrá derecho a un número (mayor, igual o menor, según los términos de la fusión) de acciones de la misma sociedad.

Concluimos citando a Pérez Troya, para quien la relación de canje es: «(...) un patrón de cambio entre antiguas y nuevas participaciones que, consiguientemente, permita conocer directa o indirectamente -mediante una simple operación aritmética- la exacta medida de la participación que corresponde a cada socio en la sociedad resultante»⁽⁴⁾.

3. Las acciones de inversión

3.1. Origen y evolución de las acciones de inversión

En esta sección haremos un breve recuento cronológico de las normas que explican el origen de las acciones de inversión. Para efectos de claridad expositiva, este desarrollo normativo será agrupado en tres etapas concretas: la primera fase del llamado Gobierno Revolucionario de las Fuerzas Armadas (Juan Velasco Alvarado), la segunda fase del Gobierno Revolucionario de las Fuerzas Armadas (Francisco Morales Bermúdez Cerruti) y la regulación posterior a 1980.

Cabe destacar que no pretendemos una exhaustiva revisión de todas las normas relacionadas con estos títulos, sino

simplemente el análisis de las normas que, a nuestro juicio, dan una idea general sobre los antecedentes y evolución de las actuales acciones de inversión. Asimismo, queremos agregar que nuestra explicación se centrará en las normas generales relativas a empresas industriales, sin referirnos a las normas sectoriales específicas que se dictaron sobre la participación de los trabajadores en la propiedad de las empresas pesqueras, mineras o de telecomunicaciones.

3.1.1. La primera fase del Gobierno Revolucionario de las Fuerzas Armadas

Para entender el origen de las actuales acciones de inversión debemos remontarnos a las reformas estructurales implementadas por Juan Velasco Alvarado a principios del periodo de gobierno militar que se extiende entre 1968 y 1980 (autodenominado Gobierno Revolucionario de las Fuerzas Armadas). Pease, al referirse al periodo de este régimen comprendido entre 1970 y 1974, señala:

«Este periodo es intenso en luchas políticas. Se diseñan y emprenden casi todas las reformas estructurales del gobierno. Este llega al punto máximo de su dinamismo. En la escena puede verse que es la reforma agraria la que avanza con pasos más contundentes. Pero aparecen también las reformas industriales -Ley de Industrias y Comunidad Industrial-, las comunidades laborales en la minería, la pesca y las telecomunicaciones; la estatización progresiva de los servicios públicos, la Banca y los recursos naturales; el proyecto de Propiedad Social y la reforma de la prensa»⁽⁵⁾.

(3) El artículo 82 de la Ley General de Sociedades dispone que todas las acciones representativas del capital de una sociedad deben tener el mismo valor nominal, sin importar su clase. Sin perjuicio de ello, dicha diferencia de valor nominal podría darse, por ejemplo, entre acciones representativas del capital y acciones de inversión.

(4) PEREZ TROYA, Adoración. *La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades*. Madrid: Marcial Pons, 1998. p. 71.

(5) PEASE GARCÍA, Henry. *El ocaso del poder oligárquico. Lucha política en la escena oficial 1968-1975*. Lima: Desco Centro de Estudios y Promoción del Desarrollo, 1977. p. 75.

Alfonso Montoya Stahl

Todas estas reformas tuvieron como objetivo replantear los esquemas de propiedad de los medios de producción y el rol estatal en la economía. Los antecedentes remotos de las acciones de inversión se originan en este ímpetu reformista, concretamente en la regulación implementada durante el gobierno de Juan Velasco Alvarado con la finalidad de materializar la participación de los trabajadores en la gestión, utilidades y propiedad de empresas de determinados sectores (empresas industriales, mineras, pesqueras y de telecomunicaciones).

El 27 de julio de 1970 se promulgó el Decreto Ley 18350, Ley General de Industrias, norma que dispuso la creación de la comunidad industrial, definiéndola en su artículo 23 como la «persona jurídica que (...) nace en una Empresa Industrial, como representación del conjunto de los trabajadores que a tiempo completo laboran en ella, y cuyo objeto es la administración de los bienes que adquiera de conformidad con este dispositivo legal, en beneficio de dicho conjunto». Asimismo, el artículo 24 de esta norma dispuso que la comunidad industrial adquiera acciones representativas de capital emitidas por la respectiva empresa industrial, financiando tal adquisición con la deducción en cada ejercicio del 15% de la renta neta de la respectiva empresa. Dicha deducción sería reinvertida en la empresa o empleada para adquirir acciones directamente de los socios. Finalmente, el artículo 25 estableció que los trabajadores miembros de la comunidad industrial pasarían a ser los propietarios directos de las acciones adquiridas por esta, una vez que la comunidad industrial alcance una participación igual al 50% del capital social, propiedad que debía darse dentro de las condiciones de cooperativa industrial que establezca la Ley de la Comunidad Industrial.

La Ley de la Comunidad Industrial, promulgada el 1 de septiembre de 1970 como Decreto Ley 18384, señaló en su artículo 14 que era un derecho de los miembros de la comunidad industrial recibir en propiedad individual las acciones que la comunidad industrial emita una vez que la participación de esta en el patrimonio de la empresa alcance el 50% del capital social respectivo. Este decreto ley prohibió la transferencia tanto de las acciones de propiedad de la comunidad industrial emitidas por la empresa industrial como la de las acciones individuales que la comunidad industrial emita a favor de sus miembros. Estas últimas eran redimibles

una vez que el trabajador cesara su vínculo laboral con la empresa.

Así, tenemos que las acciones de inversión tienen un antecedente remoto a principios de la década del 70 del siglo pasado, a partir de la normativa orientada a otorgar participación a los trabajadores en las utilidades, gestión y propiedad de las empresas industriales. En concreto, la participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa se iría formando a partir de la reinversión obligatoria de un porcentaje de la renta neta de la empresa, contra la cual se emitirían acciones representativas del capital que serían de propiedad de la comunidad industrial (o excepcionalmente, la compra directa de acciones a sus titulares), hasta que las mismas lleguen a representar el 50% del capital social. A partir de este momento, se emitirían acciones de la comunidad industrial a favor de los trabajadores. Asimismo, se estableció la prohibición de transferir tanto las acciones de la empresa industrial adquiridas por la comunidad industrial como las emitidas por esta última.

3.1.2. La segunda fase del Gobierno Revolucionario de las Fuerzas Armadas

El 1 de febrero de 1977 se promulgó la nueva Ley de la Comunidad Industrial (Decreto Ley 21789), norma que derogó los títulos del Decreto Ley 18350 referidos a la comunidad industrial y la participación de los trabajadores, así como el Decreto Ley 18384 en su integridad. El sistema de participación de los trabajadores en la propiedad de las empresas industriales fue modificado, disponiendo que el 15% de la renta neta de la empresa industrial que era deducido a favor de la comunidad industrial sea empleado de la siguiente forma: 13.5% para la conformación de un fondo que sería representado en una cuenta del patrimonio neto de la empresa, denominada «cuenta

La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión

participación patrimonial del trabajo», mientras que el 1.5% restante tendría por objeto la formación y el fortalecimiento del patrimonio de la comunidad industrial.

Los fondos de la cuenta participación patrimonial del trabajo debían invertirse en la adquisición de acciones laborales, bonos de trabajo, bonos de reinversión del trabajo o títulos de interés social⁽⁶⁾. Si bien se establecía que era la asamblea de la comunidad industrial la llamada a decidir las inversiones, tanto esta norma como reglamentaciones posteriores mostraron una tendencia a favorecer la inversión en acciones laborales: «(...) si bien la Ley de Comunidades Industriales había determinado la competencia de la Asamblea de la Comunidad Industrial para optar por las alternativas de inversión señaladas en dicha Ley, el marco legal promulgado había mostrado una preferencia porque se opte por la inversión en las acciones laborales (la Ley señalaba que se debía destinar cuando menos un tercio del producto a la inversión en dichas acciones), viéndose ello confirmado con el artículo 11 del mencionado Decreto Supremo (Decreto Supremo 002-77-IT/DS, promulgado el 22 de abril de 1977). Este artículo indicó que, en el caso que transcurriesen sesenta días de presentado el balance del ejercicio anual sin que la comunidad industrial haya comunicado a la empresa sus alternativas de inversión, la totalidad de la 'Cuenta Participación Patrimonial de (sic) Trabajo' se destinaría a la emisión de acciones del trabajo (acciones laborales)»⁽⁷⁾.

Así, con la promulgación del Decreto Ley 21789 nacen las acciones laborales como un título independiente y distinto a las acciones representativas del capital, a partir de los fondos depositados en una cuenta del patrimonio neto distinta a la cuenta capital social: la cuenta participación patrimonial del trabajo. Estas acciones no conferían el derecho de voto, pero conferían derecho a participar de los dividendos a distribuir (artículo 42) y en el haber neto resultante de la liquidación de la sociedad (artículo 49).

Cabe agregar que esta norma inició una tendencia a la flexibilización de la prohibición de transferir los títulos que representaban la propiedad de los trabajadores en la empresa

industrial, al establecer la posibilidad de que los trabajadores transfirieran las acciones laborales, siempre que las mismas tengan cuando menos seis años de emitidas (artículo 43). Esta tendencia a eliminar las restricciones a la libre transferencia de acciones laborales se mantuvo, promulgándose las siguientes normas relevantes a la materia:

a) El Decreto Supremo 002-77-IT/DS, al reglamentar el Decreto Ley 21789 estableció en su artículo 18 las siguientes excepciones a la regla de solo permitir la transferencia de acciones laborales con más de 6 años de emitidas: la transmisión por parte de trabajadores que cesen su relación laboral y la transmisión por sucesión hereditaria u orden judicial.

b) El Decreto Ley 22229 modificó varios artículos de la Ley de Comunidades Industriales vigente. Entre los considerandos de esta norma, se pueden notar referencias a la necesidad de incrementar el ahorro interno y canalizarlo a la inversión productiva, así como a propiciar la apertura a la transmisión de las acciones laborales. Así, se modifica el artículo 43 de la Ley de Comunidades Industriales vigente, permitiendo expresamente la transferencia de acciones laborales a otros trabajadores o a terceros. En el caso de transferencia a terceros, estos debían ser personas naturales que no posean acciones representativas del capital social de la empresa emisora de los títulos; ni acciones laborales que representen un monto mayor al 0.5% del capital social. Adicionalmente, el artículo 6 de este decreto ley dispuso la inscripción en rueda de bolsa de las acciones laborales de las sociedades que

(6) Posteriormente, el Decreto Ley 22229, promulgado el 11 de julio de 1978, eliminó la posibilidad de invertir en bonos de reinversión del trabajo y agregó como posibilidades adicionales la inversión en acciones de empresas (nuevas o ya constituidas) y empresas mixtas.

(7) *Las acciones del trabajo*. En: *Informe. Boletín del Estudio Benites, Mercado & Ugaz Abogados*. Número 27, marzo 1997. p. 10.

Alfonso Montoya Stahl

negociaban sus acciones representativas de capital en dicho mecanismo centralizado de negociación.

Podemos resumir esta segunda etapa señalando que a partir de la promulgación del Decreto Ley 21789 se crean las acciones laborales como títulos independientes, que eran emitidos contra un fondo que se registraba en una cuenta específica del patrimonio neto: la cuenta participación patrimonial del trabajo. Es recién a partir de esta norma en la que se crea el antecedente directo de la acción de inversión, la acción laboral, como un título distinto a la acción representativa del capital social, que confería derecho a participar en las utilidades y en el haber neto resultante de la liquidación, sin incluir derechos políticos. Esta norma, adicionalmente, inicia una tendencia a flexibilizar las limitaciones a la libre transferencia de estos títulos. Esta tendencia tiene un hito significativo con la promulgación del Decreto Ley 22229, norma que, además de establecer, aun con ciertas restricciones, la posibilidad de transferir las acciones laborales, dispuso que las empresas cuyas acciones representativas del capital se negociaban en rueda de bolsa debían inscribir en este mecanismo centralizado de negociación las acciones laborales emitidas. Esta flexibilización es importante para entender la evolución de las acciones laborales porque determinó que una gran cantidad de estos títulos dejen de estar en la esfera patrimonial de los trabajadores y pasen incluso a ser negociados en rueda de bolsa. De esta forma las acciones laborales se alejan de ser la forma en la que se representaba la propiedad de los trabajadores sobre las empresas industriales y se convierten paulatinamente en un título *sui generis* de participación patrimonial en determinadas sociedades.

3.1.3. La regulación posterior a 1980

En 1982, durante la vigencia de un régimen democrático que se alejaba de los postulados teóricos socialistas que dieron origen a la normativa sobre participación de los trabajadores en la propiedad de las empresas, se promulga una nueva Ley General de Industrias (Ley 23407). Esta norma estableció en su artículo 106 dos sistemas de participación alternativos entre los que debía optar la comunidad industrial. El llamado Sistema

I estableció que un 25% de la renta neta se destinaría a la participación de los trabajadores, distribuyéndose de la siguiente forma: 10% se distribuiría directamente entre los trabajadores que laborasen a tiempo completo, 13.5% se destinaría a la emisión de acciones laborales que serían entregadas a título individual a los trabajadores y 1.5% a los requerimientos administrativos de la comunidad industrial. Alternativamente, el Sistema II estableció que el 17% de la renta neta se distribuyese entre los trabajadores que laborasen a tiempo completo. Adicionalmente, tales trabajadores tendrían un derecho de suscripción preferente hasta por el 10% de las acciones representativas de capital creadas en casos de aumentos de capital por suscripción pública. En este segundo sistema no se emitirían más acciones laborales, por lo que se dispuso que estos títulos se redimieran en un plazo máximo de diez años.

A principios de la década del 90 del siglo pasado, mientras el Perú atravesaba una aguda crisis económica, el gobierno de Alberto Fujimori inició un agresivo programa de reformas, orientado a liberalizar la economía y reducir la intervención estatal en la misma:

«En el periodo comprendido entre 1991 y 1997, simultáneamente al proceso de estabilización, el Perú abordó la reforma económica en diversas áreas, con lo cual se transformó de manera definitiva una economía marcada por el intervencionismo, y se convirtió en una economía de mercado. De estas reformas, las de mayor trascendencia han sido las referentes al mercado laboral, la seguridad social, la reforma tributaria, el sistema financiero y la redefinición del rol del Estado a través de la puesta en marcha de un amplio programa de privatización»⁽⁸⁾.

(8) ABUSADA, Roberto y otros. *La reforma incompleta*. En: *La reforma incompleta. Rescatando los noventa*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico-Instituto Peruano de Economía, 2000. p. 21.

La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión

En el marco de la reforma laboral emprendida, que conllevó la introducción de una regulación marcada por la tendencia a la flexibilización, se promulgó el 2 de octubre de 1991 el Decreto Legislativo 677. Esta norma reguló en un régimen único la participación de los trabajadores en las utilidades, gestión y propiedad de las empresas generadoras de rentas de tercera categoría sujetas al régimen laboral de la actividad privada. En consonancia con la ideología liberal de la reforma económica emprendida, esta norma terminó de desmontar el sistema de participación de los trabajadores en la gestión y propiedad de la empresa instaurado en la década del setenta del siglo pasado, manteniendo y regulando en forma uniforme la participación en las utilidades. En efecto, esta norma facultó a las comunidades laborales a disolverse voluntariamente, reduciendo a aquellas que no opten por ese camino a ser meras entidades de representación de los intereses de los trabajadores en materia de participación. Asimismo, la norma dispuso que el patrimonio de la comunidad laboral solo estuviera compuesto por aportes de los asociados, legados y donaciones. Adicionalmente, se estableció, a efectos de la participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa, la obligación de las empresas comprendidas dentro del alcance de esta norma a ofrecer a sus trabajadores, en casos de aumento de capital por suscripción pública, la primera opción para suscribir no menos del 10% de dicho aumento. Por otro lado, en relación con la gestión de la empresa, se señaló que los trabajadores participarían a través de comités destinados a mejorar la producción y productividad de la empresa.

En relación con las acciones laborales, la tercera disposición final y transitoria de esta norma estableció que pasarían a ser denominadas acciones del trabajo, precisando que estos títulos tendrían derecho a una distribución preferencial de dividendos hasta que se acuerde su redención. Además, se dispuso que los titulares de las mismas pudieran, en casos de aumento de capital por nuevos aportes o capitalización de deudas, realizar aportes contra los que se emitirían nuevas acciones laborales para mantener la proporción de su tenencia en relación con las acciones representativas de capital.

La regulación de las acciones del trabajo contenida en el Decreto Legislativo 677 mostró vacíos significativos que permitieron tratamientos discriminatorios entre los titulares de acciones representativas del capital social y las acciones

del trabajo. Estos tratamientos originaron la variación de la proporción existente entre las cuentas capital social y participación patrimonial del trabajo, en desmedro de esta última. Los problemas usuales se relacionaban con casos de reorganizaciones societarias y aumentos de capital por capitalización de cuentas del patrimonio neto (resultados acumulados, excedentes de reevaluación). Los casos más conocidos se vincularon con denuncias tramitadas ante CONASEV, en relación con acciones del trabajo negociadas en rueda de bolsa:

a) La denuncia presentada contra Compañía Minera Agregados Calcáreos S.A. en 1994 por la capitalización de los resultados acumulados ajustados por inflación correspondientes a los ejercicios económicos 1989, 1990 y 1991, que incrementó únicamente la cuenta capital social, diluyendo la proporción entre la cuenta participación patrimonial del trabajo y la cuenta capital social.

b) La denuncia presentada contra Manufacturas del Sur S.A. en 1997 por la capitalización del excedente de reevaluación voluntaria, que incrementó únicamente la cuenta capital social, diluyendo la proporción entre la cuenta participación patrimonial del trabajo y la cuenta capital social.

c) La denuncia presentada en 1994 en relación al proceso de escisión que involucró a Rayón Industrial S.A. y otras dos sociedades, que conllevó que Rayón Industrial S.A. transfiera a Industrias Textiles San Miguel (que luego modificó su denominación social por San Miguel Industrial S.A.) la mayor parte de sus activos y pasivos. La cuenta participación patrimonial del trabajo permaneció inalterada en Rayón Industrial S.A., sociedad que vio reducido su patrimonio neto en forma significativa. De esta forma, los titulares de

Alfonso Montoya Stahl

acciones del trabajo de Rayón Industrial S.A. mantuvieron la misma tenencia de estos títulos en una sociedad patrimonialmente reducida, sin recibir a cambio participación de otra sociedad.

d) La denuncia presentada en 1993 a raíz de la fusión mediante la cual Gloria S.A. absorbió a Agrolac S.A., Distribuidora de Productos de Calidad S.A., Farmacéutica del Pacífico S.A. y Centro Papelero S.A. El aumento de capital en Gloria S.A. derivado de la fusión se realizó tomando en cuenta los balances de las sociedades absorbidas luego de la reevaluación de los activos de las mismas (es decir, incluyendo un excedente de reevaluación), metodología no empleada en Gloria S.A. Como consecuencia de ello, la cuenta participación patrimonial del trabajo de Gloria S.A. (única sociedad participante en la fusión que había emitido acciones del trabajo) pasó de representar el 13.2% del total de los patrimonios netos de las empresas antes de la fusión a representar el 7.8% de estos.

A partir de la vigencia del Decreto Legislativo 677 pueden notarse la recurrencia de un marcado debate en relación con las acciones del trabajo, centrado en dos aspectos complementarios. El primero fue la búsqueda de una forma de eliminación (a través de canje o conversión) de estos títulos, a fin de uniformar la participación en las sociedades a través de acciones representativas del capital social. Esta uniformidad se justificaba en la paulatina evolución de las acciones del trabajo de títulos de participación en la propiedad de las empresas emitidos exclusivamente para los trabajadores a valores mobiliarios de participación patrimonial sin limitaciones en cuanto a su titularidad, que en muchos casos se negociaban en rueda de bolsa. El segundo aspecto fue la necesidad de definir con mayor precisión los derechos de estos títulos, a fin de evitar tratamientos lesivos a la proporcionalidad existente entre la cuenta participación patrimonial del trabajo y la cuenta capital social.

En relación con la eliminación de las acciones del trabajo, son muchas las iniciativas legislativas presentadas desde la década del noventa. La mayoría de ellas se han justificado en la necesidad de eliminar del mercado de valores local un

título de participación patrimonial *sui generis* que genera confusión al inversionista extranjero y desprotección a sus titulares por los vacíos normativos en su regulación. Por ejemplo, cabe recordar que el proyecto inicial que dio origen a la actual Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861) contemplaba un plazo para el canje de las entonces llamadas acciones del trabajo por acciones representativas de capital o acciones sin derecho a voto, vencido el cual debía iniciarse la redención de estos títulos. Esta propuesta inició un debate encendido, que culminó con una norma genérica (la actual tercera disposición final de la Ley del Mercado de Valores, hoy derogada) que declara que las empresas que haya emitido acciones del trabajo pueden acordar su redención o conversión en otros títulos, sin establecer plazos u obligaciones específicas sobre el particular. A pesar de estas múltiples propuestas, no es sino hasta mayo de 2006 -con la promulgación de la Ley 28739, Ley que Promueve el Canje o Redención de las Acciones de Inversión- que se cuenta con un marco normativo integral para promover el canje o redención de estos títulos.

En relación con una regulación que cubra los vacíos normativos del Decreto Legislativo 677 en materia de acciones del trabajo, fueron también muchas las propuestas legislativas y de reglamentación, en las que CONASEV tuvo un rol especialmente activo. Sin perjuicio de ello, no fue sino hasta diciembre de 1998, con la promulgación de la Ley 27028⁽⁹⁾ que se deroga el tratamiento que daba a las acciones del trabajo la tercera disposición final y transitoria del Decreto Legislativo 677. La nueva regulación modifica la denominación de las acciones del trabajo por acciones de inversión y la de la cuenta

(9) Ley 27028, promulgada el 11 de diciembre de 1998 y publicada en el diario oficial El Peruano el 30 de diciembre de dicho año.

La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión

participación patrimonial del trabajo por cuenta acciones de inversión, desarrollando con mayor detalle los derechos patrimoniales que confieren estos títulos, a los que nos referiremos en detalle al tratar el punto 3.2 siguiente.

El proyecto que originó esta ley fue propuesto por CONASEV al Ministerio de Economía y Finanzas en 1998, con la finalidad de subsanar las deficiencias de la regulación contenida en el Decreto Legislativo 677 en materia de acciones del trabajo, tal como señala Gustavo Beramendi, gerente general de esta institución: «CONASEV ha estimado la creación de un marco de protección mínimo para los inversionistas, estableciendo que estas acciones de trabajo no sean objeto de tratos no equitativos, como ya ha sucedido en el caso de las fusiones y capitalizaciones de reservas de algunas empresas, en las que se han aplicado solo para la cuenta de capital social, pero no para la participación patrimonial del trabajo»⁽¹⁰⁾.

Sobre la base de este proyecto, el congresista Ricardo Marcenaro Frers presentó en el Congreso de la República el 7 de septiembre de 1998 el proyecto de Ley 4010, que indicaba entre sus considerandos la necesidad de normar las acciones del trabajo, evitando el fraude a la ley y el abuso del derecho. El pleno del Congreso de la República aprobó el proyecto el 6 de octubre de 1998, luego de la exposición que hiciera al respecto el Presidente de la Comisión de Economía del Congreso, Luis Chang Ching. En su exposición se destaca los siguientes beneficios del proyecto propuesto: «garantizar una estabilidad jurídica a los inversionistas de este tipo de acciones; permitir un tratamiento similar entre las acciones en lo relacionado con los dividendos; proteger a los titulares de este tipo de acciones ante cualquier reorganización de sociedades; y, el cambio de denominación, que permitirá un mejor manejo de las acciones en el mercado de valores»⁽¹¹⁾.

Cabe agregar que uno de los elementos que propició la promulgación de la Ley 27028 fue la vigencia, a partir del 1 de enero de 1998, de un nuevo ordenamiento societario (Ley 26887, Ley General de Sociedades). Esta norma precisó en su quinta disposición final que: «Para efectos de la presente

Ley, en ningún caso el término acciones incluye a las acciones de trabajo ni el término accionistas a los titulares de estas».

En resumen, en una tercera etapa, finalizada la dictadura militar que gobernó el Perú entre 1968 y 1980 y cuyos postulados ideológicos fueron la génesis de las acciones laborales, se dan varios intentos por normar estos títulos en forma integral. La regulación iniciada en la década del 80 del siglo pasado muestra las siguientes tendencias:

a) El cese de la emisión de acciones laborales como mecanismo de participación de los trabajadores en determinadas empresas. Esta tendencia es iniciada por la Ley General de Industrias (Ley 23407) al establecer un sistema de participación laboral (el llamado Sistema II) que no contemplaba la emisión de más acciones laborales y la paulatina redención de las ya emitidas, y consolidada por el Decreto Legislativo 677 en el año 1991, al permitirse la emisión de acciones laborales (denominadas acciones del trabajo a partir de la vigencia de esta norma) solo para mantener la proporcionalidad entre la cuenta capital social y la cuenta participación patrimonial del trabajo en determinados supuestos.

b) Los intentos de consagrar una legislación que disponga o facilite la desaparición de estos títulos. Para ello, en varias oportunidades en las últimas décadas se ha producido un debate sobre los mecanismos legislativos necesarios para lograr esta finalidad. En este debate han existido propuestas de varias tendencias, desde las que han planteado una conversión

(10) Entrevista publicada el 15 de junio de 1998 por el diario Gestión. p. 20.

(11) Congreso de la República. Diario de Debates. Primera Legislatura Ordinaria 1998. p. 2212. En: www.congreso.gob.pe/indicenormas/pergob.htm.

Alfonso Montoya Stahl

automática y compulsiva de las acciones laborales (acciones del trabajo o acciones de inversión, según el caso) a acciones representativas del capital, a aquellas que han propuesto mecanismos para facilitar un acuerdo con sus titulares en relación a la conversión o redención. Actualmente se encuentra vigente la Ley 28739, Ley que Promueve el Canje o Redención de las Acciones de Inversión, que se enmarca en esta última tendencia.

c) La búsqueda de precisión en los alcances de los derechos conferidos a las acciones laborales. Esta búsqueda se vio acrecentada por la existencia de casos en los que los titulares de acciones laborales (acciones del trabajo o acciones de inversión, según el caso) fueron objeto de tratos desiguales respecto de las acciones representativas del capital. Esta tendencia de definición y aclaración de la extensión de los derechos de las acciones laborales se inició a partir de los vacíos del Decreto Legislativo 677 y se consolidó con la promulgación de la Ley 27028.

3.2. Definición de acciones de inversión

Las acciones de inversión pueden ser actualmente definidas en nuestro ordenamiento como valores mobiliarios de participación en el patrimonio de una sociedad, enmarcados dentro del concepto de valor mobiliario contenido en la Ley de Títulos Valores, cuyo artículo 255.5 establece que «(...) los valores mobiliarios podrán conferir a sus titulares derechos crediticios, dominiales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor (...)». Asimismo, el artículo 257.4 de dicha ley, ubicado en el título referido a los valores representativos de derechos de participación, establece que «Pueden emitirse también valores mobiliarios con la denominación de Acciones que no representen el capital de sociedades sino alcúotas o alcúantas de cuentas o fondos patrimoniales distintos, en cuyo caso se regirán por las disposiciones especiales que les resulte (sic) aplicables».

En este caso, la ley especial aplicable a las acciones de inversión (Ley 27028) establece que estos títulos confieren a sus titulares los siguientes derechos:

a) Participar en la distribución de dividendos, en la misma oportunidad y condiciones en las que dichos dividendos son distribuidos a los titulares de acciones representativas del capital social.

b) Suscribir acciones de inversión en casos de aumento de capital por nuevos aportes, capitalización de créditos contra la sociedad, conversión de obligaciones u otros títulos valores en acciones. En estos casos, deben emitirse certificados de suscripción preferente de acciones de inversión a favor de los titulares de las mismas, los que permitirán suscribir estos títulos en un número tal que preserve la proporción existente entre la cuenta acciones de inversión y la cuenta capital social.

c) Incrementar la cuenta acciones de inversión en los casos de aumentos de capital por capitalización de cuentas del patrimonio neto, tales como resultados acumulados, reservas, excedentes de reevaluación y cualquier otra que no implique aportes. Este incremento deberá hacerse de forma tal que el aumento de capital no altere la proporción que existía entre la cuenta acciones de inversión y la cuenta capital social.

d) Reducir la cuenta acciones de inversión en forma proporcional a la cuenta capital social en caso de reducción de capital social.

e) Redimir las acciones de inversión en los casos de transformación, fusión o cualquier forma de reorganización prevista en la Ley General de Sociedades, así como en los casos de cambio del objeto social y traslado del domicilio de la sociedad al extranjero. La redención se sujeta el mismo procedimiento previsto en el artículo 200 de la Ley General de Sociedades para el derecho de separación del que gozan las acciones representativas del capital social.

f) Participar en el haber neto resultante de la liquidación de la sociedad, en los mismos términos que las acciones representativas del capital social.

4. El caso Bayer

La Ley 27028 desarrolló con bastante más precisión que su predecesor, el Decreto Legislativo 677, los derechos que corresponden a las acciones de inversión (a la par que modificó la denominación de acciones del trabajo por acciones de inversión). Esta norma fue concebida como una norma que, basada en la experiencia, delimitaría en forma clara los alcances de los derechos conferidos a estos títulos y evitaría en lo sucesivo conflictos derivados de la falta de regulación detallada respecto de las acciones de inversión. Uno de los puntos en los que se puso indudable énfasis al momento de diseñar y debatir la Ley 27028 fue evitar abusos contra los titulares de acciones del trabajo en casos de reorganización societaria. La exposición de Luis Chang Ching en el Congreso de la República para la aprobación de esta norma es expresa al respecto:

«Ocurre que cuando una empresa tiene utilidades, los accionistas -los que tienen derecho a voto, los que tienen derecho a mandar sobre los destinos de la sociedad- pueden fusionarse con otra empresa que tiene pérdidas; entonces, al fusionarse con esta otra empresa, las pérdidas de dicha empresa son asumidas por esta nueva sociedad; y por lo tanto, las utilidades que debieron ser entregadas a los accionistas del trabajo, se van a reducir precisamente porque han sido licuadas por la fusión.

Otras veces ocurre que más bien las empresas se subdividen en otras empresas, llevándose parte de esos dividendos, y esa situación ha sido motivo, incluso, de algunas querellas ante el Poder Judicial. Por lo tanto, no hay una adecuada protección para los accionistas del trabajo, porque no se permite redimir las acciones en caso de una reorganización de la sociedad (...)»⁽¹²⁾.

Esta preocupación llevó a conferir a los titulares de las acciones de inversión un derecho de redención, descrito en el punto 3.2. precedente, que resulta similar al derecho de separación que tienen las acciones representativas del capital de una sociedad. Así, en casos de reorganización societaria los titulares de acciones de inversión podrían solicitar la redención de sus títulos.

Sin perjuicio de lo señalado, en el año 2002 surge un conflicto vinculado al tratamiento dado a las acciones de inversión emitidas por Bayer S.A. (en adelante Bayer) en la fusión de esta sociedad con Aventis Cropscience Perú S.A. (en adelante Aventis). En este conflicto se contrastan la posición de CONASEV en relación con la interpretación de los alcances de la Ley 27028.

El caso mostró que el derecho de redención establecido no era una solución total a los posibles casos de tratamiento no equitativo a los titulares de acciones de inversión en casos de reorganización societaria. Asimismo, la interpretación de la Ley No. 27028 (concretamente del inciso 3 del artículo 2 de esta norma) realizada por CONASEV para fundamentar su resolución en el caso, fue sin lugar a dudas el fundamento directo de la tercera disposición complementaria de la Ley 28379, norma que -dentro de una ley destinada a promover el canje o redención de las acciones de inversión- busca suplir las deficiencias encontradas.

Desde nuestro punto de vista, la interpretación de los alcances del inciso 3 del artículo 2 de la Ley 27028 sustentada por CONASEV al resolver este caso fue errónea. Al ser tal interpretación el sustento de la tercera disposición complementaria de la Ley 28379, esta norma contiene una regulación parcial y conceptualmente errónea del tratamiento que deben recibir las acciones de inversión en los casos en los que la sociedad emisora de las mismas participe en una fusión.

A continuación analizaremos los puntos más importantes de la controversia y expondremos el razonamiento empleado por CONASEV.

(12) Congreso de la República. Diario de Debates. Primera Legislatura Ordinaria 1998. p. 2211. En: www2.congreso.gob.pe/indicenormas/pergob.htm.

Alfonso Montoya Stahl

AI 30-06-2002		
	Bayer	Aventis
Capital	9'153,000.00	11'187,422.33
Acciones de inversión	3'462,000.00	
Reservas legales	1'831,000.00	385,361.83
Otras reservas	23'306,000.00	
Resultados acumulados	5'677,000.00	-19'742,597.81
Total patrimonio	43'429,000.00	-8'169,813.65
N° de acciones comunes	2'877,732.00	11'030,509.00
N° de acciones de inversión	966,483.00	—
Total acciones	3'844,215.00	11'030,509.00
Valor contable	11.30	—
Valor nominal	1.00	1.00

Expresado en Nuevos Soles

AI 30-06-2002			
	Bayer	Aventis	Fusión
Patrimonio neto			
Capital	9,153	11,187	20,340
Acciones de inversión	3,462	0	3,462
Reserva legal	1,831	0	1,831
Reservas	23,306	385	23,691
Resultados acumulados	5,677	(19,742)	(14,065)
Total patrimonio Neto	43,429	(8,170)	35,259

Expresa en miles de Nuevos Soles

4.1. Los hechos

a) Bayer, acordó el 14 de de octubre de 2002 fusionarse con Aventis. El proceso de reorganización adoptaría la forma de una fusión por absorción, mediante la cual Bayer absorbería el patrimonio de Aventis, extinguiéndose esta última sociedad. Esta fusión estaba enmarcada en el proceso de fusión acordado entre Bayer A.G. y Aventis Cropscience, que llevó a diferentes formas de integración entre las subsidiarias de estas sociedades en el mundo.

Cabe agregar que Bayer había emitido acciones de inversión, las mismas que se encontraban inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores y eran negociadas en la Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima. Por su parte, Aventis no había emitido acciones de inversión.

b) Las situaciones patrimoniales de ambas sociedades antes de la fusión eran marcadamente distintas, según se detalla en los siguientes cuadros⁽¹³⁾.

c) Siendo Bayer la entidad absorbente, como consecuencia de la fusión aumentó su capital social en el monto del capital social de Aventis: S/. 11'030,509.00, emitiendo en consecuencia igual número de acciones de un valor nominal de S/. 1.00 cada una. Dada la relación de canje establecida en la fusión, estas nuevas acciones fueron distribuidas de la siguiente forma: 1'225,612 acciones proporcionalmente entre los titulares de acciones representativas de capital de Aventis y 9'804,897 proporcionalmente entre los titulares de acciones representativas de capital de Bayer⁽¹⁴⁾.

Es importante notar que esta relación de canje no fue aplicada a las 966,483 acciones de inversión emitidas por Bayer, las mismas que se mantuvieron sin variación en la sociedad luego de la fusión.

d) El 31 de octubre de 2002 la asociación de inversionistas minoritarios envía una comunicación a CONASEV en la que

(13) Considerando 15 de la Resolución 002-2003-EF/94.10.

(14) El Proyecto de Fusión presentado por Bayer a CONASEV el 14 de octubre de 2002 señala textualmente: «(...) la relación de canje resultante de la aplicación del criterio arriba indicado será de 1 a 9, es decir por cada nueve acciones de Aventis Cropscience Perú S.A. se entregará a los accionistas de dicha sociedad una acción de Bayer S.A.» El Proyecto de Fusión fue íntegramente reproducido en el acta de la junta general de accionistas de Bayer del 14 de octubre de 2002, que acordó la aprobación de dicha fusión. El texto de esta acta fue presentado ese mismo día a CONASEV como anexo a la respectiva comunicación de hecho de importancia. Puede accederse al texto de dicha comunicación de hecho de importancia y sus anexos a través de la página electrónica de CONASEV. En: www.conasev.gob.pe.

La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión

manifiesta su preocupación por el efecto que tiene la fusión respecto de los titulares de acciones de inversión de Bayer. Esta entidad sustenta la existencia de un trato no equitativo, ya que los titulares de acciones de inversión tendrían un derecho sobre las utilidades pendientes de distribución, las reservas y la reexpresión del capital social de Bayer, derecho que se vería mermado con la fusión con una entidad como Aventis, cuyo patrimonio neto era negativo. Posteriormente, otros titulares de acciones de inversión presentan reclamos adicionales, sustentando un trato no equitativo derivado de la fusión.

e) El directorio de CONASEV corre traslado de los cuestionamientos a Bayer y solicita información adicional sobre la fusión. Asimismo, remite a las partes interesadas y al accionista mayoritario de Bayer, Bayer Gesellschaft fur Beteiljungen MbH (en adelante, Bayer Alemania), el informe 196-2002-EF/94.45 mediante el cual la gerencia de mercados y emisores evalúa la fusión.

f) Mediante Resolución CONASEV 002-2003-EF/94.10⁽¹⁵⁾, del 27 de enero de 2003, CONASEV determina disponer la exclusión de oficio de las acciones de inversión de Bayer del Registro Público del Mercado de Valores, basándose en la causal de grave riesgo para la adecuada protección de los inversionistas. Tal exclusión queda sujeta a la realización de una oferta pública de compra sobre las acciones de inversión de Bayer. Se estableció que Bayer y Bayer Alemania (en su calidad de accionista mayoritario que votó a favor de la fusión, y por ende generó la causal de exclusión) estaban solidariamente obligados a realizar la indicada oferta pública de compra.

La oferta pública de compra otorgó a los titulares de acciones de inversión de Bayer la posibilidad de vender estos títulos a partir de un precio fijado por una entidad valorizadora independiente, de conformidad con las normas del mercado de valores.

g) El 21 y 25 de febrero de 2003, respectivamente, Bayer y Bayer Alemania interpusieron recursos de reconsideración contra la Resolución CONASEV 002-2003-EF/94.10.

h) Mediante Resolución CONASEV 001-2004-EF/94.10⁽¹⁶⁾ se declaran infundados los recursos de reconsideración presentados, confirmando en todos sus extremos lo resuelto mediante Resolución CONASEV 002-2003-EF/94.10.

4.2. La argumentación de CONASEV en torno a los alcances de la Ley 27028 en los casos de fusión

En este acápite haremos referencia a la argumentación de CONASEV en relación a los derechos de los titulares de acciones de inversión en la fusión acordada entre Bayer y Aventis. Esta argumentación ha sido, sin lugar a dudas, la base conceptual de la tercera disposición complementaria de la Ley 28739, referida al tratamiento de las acciones de inversión en casos de fusión. Nuestro análisis se centrará en las dos resoluciones emitidas por el directorio de CONASEV mencionadas en los literales f y h del acápite 4.1. precedente.

La Resolución 002-2003-EF/94.10 analiza la fusión y puntualiza el resultado no equitativo de la misma respecto de los titulares de acciones de inversión de Bayer. Se destaca que Bayer acordara la emisión de acciones (como producto de la fusión) únicamente a favor de los titulares de acciones representativas del capital, excluyendo a los titulares de acciones de inversión. En efecto, tal como se ha señalado, la fusión produjo la emisión de 11,030,509 acciones representativas del capital de Bayer, las que fueron repartidas entre los accionistas comunes de Bayer y Aventis de acuerdo a la relación de canje fijada. No se emitieron acciones de inversión a favor de los tenedores de estos títulos. En

(15) Esta resolución fue publicada en el Diario Oficial El Peruano el 7 de febrero de 2003.

(16) Esta resolución fue publicada en el Diario Oficial El Peruano el 4 de febrero de 2004.

Alfonso Montoya Stahl

este sentido, se señala: «Por efecto de la fusión de BAYER con AVENTIS (empresa deficitaria) en los términos y condiciones pactadas, los titulares de acciones de inversión verán diluida su participación en la empresa resultante de la fusión, y con ello, afectado su derecho a mantener la proporción respecto la cuenta capital social» (considerando 19).

Por otro lado, se establece que se pudo realizar la fusión de una forma que no afecte los intereses de los titulares de acciones de inversión, a través de la capitalización previa de las reservas y resultados acumulados de Bayer.

Sin perjuicio de todo lo señalado, CONASEV concluye en esta resolución que no hay una infracción legal específica, sin perjuicio de la existencia de un tratamiento no equitativo. Concretamente señala en el considerando 20 de la resolución «(...) en cuanto al proceso de fusión materia de análisis, debemos indicar que, si bien a partir de la documentación e información relativa al proceso de fusión no se ha podido determinar que el acuerdo societario infringe la Ley General Sociedades ni la ley que regula las acciones de inversión en lo concerniente a las obligaciones impuestas a la sociedad, dicho acuerdo así como las consecuencias que se derivan de él, resultan lesivas para los titulares de acciones de inversión pues genera un tratamiento inequitativo para estos con respecto a los accionistas comunes».

El recurso de reconsideración interpuesto por Bayer contra esta resolución contiene argumentos cuidadosamente detallados para sustentar su posición en relación con la improcedencia de la oferta pública de compra de las acciones de inversión ordenada por CONASEV. Los argumentos específicos se encuentran vertebrados en torno a la idea de que CONASEV no puede imponer una sanción sin que exista una violación concreta de normas específicas⁽¹⁷⁾. Esta idea central es expresada al inicio del

escrito de reconsideración de Bayer, bajo el título «Declaración de Principio». Concretamente señala:

«Tal como se reconoce en los considerandos 16 a 18 de LA RESOLUCIÓN, así como en el considerando 20 de la misma, en el proceso de fusión en virtud del cual nuestra compañía absorbió a Aventis Cropscience Perú S.A., cumplimos fielmente con el marco legal aplicable a los procesos de fusión, fundamentalmente: (i) La Ley 26887 (Ley General de Sociedades), (ii) la Ley 27028 (Ley que sustituye las acciones de trabajo por las acciones de inversión), (iii) el Decreto Supremo 093-2002-EF (Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores). (...)

En razón de lo expresado, nos sorprende que CONASEV sancione a quien cumple estrictamente con el marco legal aplicable a la fusión aludida⁽¹⁸⁾.

Tal como se ha señalado, la Resolución CONASEV 001-2004-EF/94.10 declaran infundados los recursos de reconsideración presentados, confirmando en todos sus extremos lo resuelto mediante Resolución CONASEV 002-2003-EF/94.10. La resolución confirmatoria, desarrolla una argumentación distinta a la de la primera resolución, señalando que la fusión en cuestión ha afectado indebidamente a los titulares de acciones de inversión transgrediendo derechos específicos consagrados en la Ley 27028. Así, el pronunciamiento de CONASEV

(17) Entre los muchos aspectos polémicos de este caso, se encuentra la afirmación contenida en el considerando 52 de la Resolución 001-2004-EF/94.10, según la cual el procedimiento no sería un procedimiento administrativo sancionador: «(...) el presente caso no se trata de un procedimiento administrativo sancionador, por el contrario, la exclusión de los valores del RPMV se ha realizado en aplicación de lo previsto en el artículo 37 de la Ley del Mercado de Valores al haberse determinado la existencia de un grave riesgo para la adecuada protección de los inversionistas, (...), derivado de los acuerdos de fusión adoptados por los accionistas comunes de Bayer S.A.».

La discusión de este y otros interesantes aspectos del caso escapa a los alcances del presente trabajo.

(18) Recurso de Reconsideración presentado por Bayer S.A., fojas 115 del expediente 2002/ 13539.

La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión

varía de una primera resolución en la que se sustenta la inexistencia de un tratamiento equitativo a los titulares de acciones de inversión en la fusión, a pesar de no existir una violación normativa concreta, a una segunda resolución en la que se sustenta la existencia de una trasgresión concreta de la Ley 27028.

La argumentación en torno a esta violación es resumida en los considerandos 18 a 27 de la Resolución CONASEV 001-2004-EF/94.10 que reproducimos a continuación:

«18. Que, la línea de argumentación de los recurrentes pretende señalar que existirían vacíos en las normas de protección a los accionistas de inversión y por tanto la determinación de la existencia de un grave riesgo para la protección a los inversionistas habría sido arbitraria.

19. Que, sobre este particular, los diversos artículos de la Ley 27028 reconocen a los titulares de acciones de inversión el derecho a participar proporcionalmente en las cuentas patrimoniales de la sociedad y en particular a incrementar la cuenta de acciones de inversión per (sic) capitalización de cuentas patrimoniales.

20. Que, 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 resultados acumulados de Bayer S.A. En tal sentido, al tratarse de una cuenta patrimonial de Bayer S.A. 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.

21. Que, de la revisión de la información financiera anual auditada, se ha evidenciado que al tratarse de la absorción de una empresa con patrimonio negativo, la capitalización de las cuentas patrimoniales mediante la afectación de la cuenta de resultados acumulados de Bayer S.A., se ha configurado en una capitalización aun cuando no ha sido expresamente consignada como tal en el proyecto de fusión aprobado en junta de accionistas.

22. Que, de acuerdo con lo dispuesto por el artículo 344 de la Ley General de Sociedades, la fusión por absorción en sí

(sic), como acto individual, solo prevé la eventual emisión de acciones a favor de los accionistas de la empresa absorbida. La emisión de nuevas acciones a favor de los accionistas de la empresa absorbente (Bayer S.A.) obedece a acuerdos complementarios pero distintos al de la fusión por absorción en sí.

23. Que, dentro de un proyecto de fusión es posible incorporar acuerdos adicionales que pueden estar estrechamente vinculados con la fusión por absorción en sí, tales como aumentos de capital por nuevos aportes, capitalización de cuentas patrimoniales o de pasivos, distribución de dividendos, etcétera. Si bien todos estos actos integran el acuerdo global de reorganización societaria adoptado

«EL PROBLEMA GIRA ENTONCES EN TORNO A LA RELACIÓN DE CANJE Y SU APLICACIÓN TANTO A LOS TITULARES DE ACCIONES DE INVERSIÓN COMO A LOS TITULARES DE ACCIONES REPRESENTATIVAS DEL CAPITAL. ES SOBRE LA BASE DE ESTE CONCEPTO QUE DEBERÍA GIRAR CUALQUIER TRATAMIENTO NORMATIVO DEL TEMA Y NO A PARTIR DE CONSIDERAR QUE SE HAN PRODUCIDO AUMENTOS DE CAPITAL POR CAPITALIZACIÓN DE CUENTAS PATRIMONIALES CUANDO ELLO NO ES ASÍ».

Alfonso **Montoya** Stahl

por la junta general de accionistas, no por ello pierden su individualidad, siendo distinguibles unos de otros.

24. Que, la fusión por absorción y capitalización de cuentas patrimoniales a favor de los accionistas comunes originales de Bayer S.A., aun cuando no haya sido denominada como tal, integran el proyecto de fusión aprobado por las juntas y deben cumplir con todos los requisitos establecidos en la Ley General de Sociedades, la Ley 27028 y otras normas aplicables para su ejecución.

25. Que, el omitir denominar el acuerdo de capitalización de cuentas patrimoniales como tal, no releva a la sociedad y a sus accionistas de la observancia de las obligaciones y derechos previstos en la legislación para este tipo de acuerdos y, consecuentemente, de cumplir con incrementar la cuenta de acciones de inversión respetando la proporcionalidad respecto de la cuenta capital social emitiendo las acciones que correspondieren.

26. Que, en el hipotético caso de que se sostuviera que al obviar la denominación del acto societario de acuerdo con su naturaleza económica y legal, no sería exigible el cumplimiento de las obligaciones y derechos inherentes a tal acto, se estarían generando indebidos incentivos para que los actos societarios no sean denominados literalmente de acuerdo con su naturaleza, con lo que vulnerarían los derechos y obligaciones que los mismos actos prevén, no solo afectando los derechos de los accionistas de inversión, sino también los de los demás accionistas comunes y de los acreedores de la sociedad.

27. Que, en el presente caso se ha determinado la existencia de un grave riesgo para la protección de los inversionistas y consecuentemente, la exclusión de las acciones de inversión del Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), luego de haberse verificado que los términos de la fusión realizada por Bayer S.A. no han respetado los derechos reconocidos a su accionistas de inversión en la Ley 27028».

La argumentación antes descrita contiene serias deficiencias conceptuales en relación a los efectos propios de una fusión. La tesis de CONASEV se puede resumir en la idea de que la fusión conllevó una capitalización de cuentas del patrimonio neto de Bayer (concretamente la cuenta resultados acumulados), trasgrediéndose el derecho de los titulares de

acciones de inversión a recibir dichos títulos como producto de tal capitalización (derecho consagrado en el inciso 3 del artículo 2 y en el artículo 7 de la Ley 27028). CONASEV presenta dicha capitalización como una capitalización soterrada, al no haber sido expresamente prevista ni mencionada como tal en el proyecto de fusión.

El aumento de capital en la entidad resultante de una fusión se produce por la natural integración de uno o más patrimonios societarios. Se deriva de una mera sumatoria de las diferentes cuentas de los balances de las sociedades participantes en la fusión. Tal aumento de capital no está sujeto a la reglas de los aportes (porque no se sustenta en un aporte), ni necesita justificarse en la existencia de cuentas superavitarias en el patrimonio neto de alguna de las sociedades participantes en la fusión.

La desaparición de los resultados acumulados que el balance general de Bayer mostraba antes de la fusión no se debe a que dicha cuenta haya sido capitalizada para la emisión de nuevas acciones derivadas de la fusión. Se debe simplemente a la integración, en una misma cuenta del patrimonio neto, de los resultados acumulados de Bayer con los resultados acumulados de Aventis. Lógicamente, la cuenta en cuestión, luego de la fusión, mostrará el resultado neto (negativo en este caso) de la integración de las cifras que cada una de las sociedades mostraba individualmente. No existe pues, la capitalización soterrada a la que alude el considerando 21 al señalar: «(...) la capitalización de las cuentas patrimoniales mediante la afectación de la cuenta de resultados acumulados de Bayer S.A., se ha configurado en una capitalización aun (sic) cuando no ha sido expresamente consignada como tal en el proyecto de fusión (...)».

La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión

El argumento de la capitalización soterrada, se refuerza con la interpretación errónea que CONASEV hace del artículo 344 de la Ley General de Sociedades. Según dicha interpretación, de acuerdo con la indicada norma «(...) la fusión en sí (sic), como acto individual, solo prevé la eventual emisión de acciones a favor de los accionistas de la empresa absorbida» (considerando 22). Sostenemos que esta interpretación es errónea por dos argumentos específicos. El primero es que la norma en cuestión señala, en su parte pertinente «(...) los socios o accionistas de las sociedades que se extinguen por la fusión reciben acciones o participaciones como accionistas o socios de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente, en su caso». La literalidad de la norma no establece que los socios de las sociedades que no se extinguen *no puedan* recibir acciones derivadas de los aumentos de capital propios de la fusión. El segundo argumento es que interpretar que la emisión de acciones derivada de una fusión solo puede darse a favor de los titulares de acciones de las sociedades que se extinguen sería limitar severamente la libertad establecida por el artículo 347 inciso 3 de la Ley General de Sociedades para que las sociedades participantes de una fusión establezcan una relación de canje entre las acciones de las sociedades participantes, relación que se basará en la libre valoración que se acuerde de cada una de las sociedades en el respectivo proyecto de fusión. En el caso de una fusión por absorción, si la sociedad absorbente tiene una mayor

valorización que la sociedad absorbida, es inevitable que la relación de canje favorezca a sus accionistas y deban emitirse acciones derivadas del aumento de capital producido por la fusión a favor de los accionistas de la sociedad absorbente. Esta situación, presentada en el caso Bayer, no viola la Ley General de Sociedades en forma alguna.

En principio, nada impide que se integre en una fusión el patrimonio superavitario de una sociedad (Bayer) con el deficitario de otra (Aventis)⁽¹⁹⁾. La fusión producirá un aumento de capital en la sociedad absorbente (en este caso Bayer), equivalente al valor de capital social de la absorbida (en este caso Aventis). Por supuesto, ello no implica que el patrimonio neto de Bayer luego de la fusión no se vea mermado por la integración de un patrimonio neto negativo como el de Aventis. Tal como se puede apreciar en la información contable de la fusión reproducida precedentemente, a pesar de producirse un aumento de capital en Bayer, el patrimonio neto de esta sociedad disminuye de S/. 43'429,000 a S/. 35'259,000. Es claro que la fusión produce

(19) Decimos en principio, ya que el Reglamento del Registro de Sociedades (Resolución 200-2001-SUNARP/SN del 24 de julio de 2001, publicada el 27 de dicho mes y año), establece en su artículo 119 inciso d) lo siguiente: «Para la inscripción de la fusión, la escritura pública deberá contener, además de lo prescrito por el artículo 358 de la Ley: (...) En caso sea negativo el valor neto del bloque patrimonial que se transfiere, se dejará 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».

Siguiendo esta norma, que ya se encontraba vigente al momento de la fusión entre Bayer y Aventis, la fusión no debió generar aumento de capital alguno. Encontramos sorprendente que CONASEV no se haya valido de esta norma para determinar la existencia de una contravención normativa expresa en el caso de la fusión entre Bayer y Aventis, y haya optado por sustentar -con argumentos sumamente discutibles- una contravención expresa a la Ley 27028.

Sin perjuicio de lo señalado, consideramos la norma registral anotada manifiestamente ilegal, al restringir la libertad de métodos de valoración de las sociedades participantes en una fusión que se deriva del inciso 3 del artículo 347 de la Ley General de Sociedades. Adicionalmente, es evidente que una reglamentación que debería ceñirse a aspectos registrales no puede dar contenido (y menos limitar) aspectos de la Ley General de Sociedades que trascienden absolutamente del campo registral. El claro desarrollo que ha hecho Italo Carrano Tarrillo del tema nos exonera de mayores comentarios (CARRANO CARRILLO, Italo. *La valoración de los bloques patrimoniales en los casos de fusiones de sociedades anónimas con patrimonio neto negativo. Una revisión al artículo 119, inciso d) del nuevo Reglamento del Registro de Sociedades*. En: *Advocatus*. Número 6. Lima, 2007. pp. 155-161).

Alfonso Montoya Stahl

un detrimento patrimonial en Bayer desde el punto de vista contable.

Ahora bien, también es evidente que la fusión de sociedades con valores patrimoniales netos negativos puede tener una racionalidad económica. El valor de una sociedad para efectos de la fusión puede ser medido de muchas maneras y dependerá de muchos factores que no se reflejan en la contabilidad de la empresa (por ejemplo, su posición específica en el mercado o las sinergias derivadas de la fusión). El valor contable de una sociedad presenta serias limitaciones para darnos una visión integral del valor de la misma.

La valorización acordada por las partes que intervienen en una fusión es la que determina la relación de canje. Sobre esta base, se determinará la participación de todos los titulares de acciones en la sociedad resultante de la fusión. El centro del problema presentado en el caso Bayer, desde nuestro punto de vista, es la exclusión absoluta de los titulares de acciones de inversión de Bayer de la aplicación de la relación de canje pactada. Los titulares de las acciones de inversión, en tanto titulares de una participación patrimonial en una de las sociedades también debieron ser tomados en cuenta en la relación de canje. En otras palabras, el universo de acciones emitidas a favor de los accionistas comunes de Bayer debió distribuirse tanto a favor de estos como de los titulares de acciones de inversión (en este último caso, lógicamente en forma de acciones de inversión y no representativas del capital social), tomando en cuenta la proporcionalidad existente la cuenta capital social y la cuenta acciones de inversión en Bayer antes de la fusión.

Ilustraremos cómo consideramos que debió procederse a partir de las cifras concretas de la fusión entre Bayer y Aventis. El proyecto de fusión de ambas sociedades señalaba en su punto 5 lo siguiente:

«El capital social de Bayer S.A. de S/. 2'877,732 será incrementado en el monto del capital inscrito de Aventis Cropscience Perú S.A., es decir, en S/. 11'030,509, por lo que el capital social de Bayer S.A. resultante del proceso de fusión será de S/. 13'908,241»⁽²⁰⁾.

(20) Véase nota a pie de página número 14.

El punto 6 de dicho proyecto, agregaba:

«Bayer S.A. procederá a emitir 11'030,509 acciones de un valor nominal de S/. 1 cada una, de las cuales un total de 1'225,612 acciones serán entregadas a los accionistas de Aventis Cropscience Perú S.A. de acuerdo a la relación de canje establecida en el numeral 4 y las restantes 9'804,897 acciones serán entregadas a los accionistas de Bayer S.A. en proporción a su participación en el capital social de Bayer S.A. antes de la fusión».

Si a partir de la valorización acordada de ambas sociedades, se determinó que 9'804,897 acciones correspondían a los accionistas de Bayer, estas debieron ser distribuidas tanto entre los accionistas comunes como entre los accionistas de inversión (en este último caso, en la forma de nuevas acciones de inversión), en proporción a la tenencia de títulos que cada grupo detentaba en Bayer antes de la fusión. Tomando en cuenta que Bayer había emitido, antes de la fusión 2'877,732 acciones representativas del capital y 966,483 acciones de inversión, la proporción porcentual entre ambos tipos de títulos es la siguiente:

Título	Unidades	Porcentaje
Acciones de capital	2'877,732	74.8587683
Acciones de Inversión	966,483	25.1412317

Sobre esta base, cabe la siguiente distribución de las nuevas 9'804,897 acciones:

Título	Unidades	Porcentaje
Acciones de capital	7'339,825.13	74.8587683
Acciones de Inversión	2'465,071.87	25.1412317
Total	9'804,897	100

La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión

Lógicamente, hubiera sido necesario aplicar un factor de redondeo para emitir unidades enteras de cada tipo de título. De esta manera los titulares de acciones de inversión hubieran recibido 2'465,072 nuevas acciones de inversión (cifra redondeada) de un valor nominal de S/. 1.00 cada una, a diferencia de la forma en la que se planteó la fusión entre Bayer y Aventis, en la que no recibieron acción de inversión alguna. Cabe también anotar que este tipo de distribución también hubiera disminuido el monto del aumento de capital en Bayer, ya que la emisión de acciones de inversión hubiera incrementado la respectiva cuenta acciones de inversión y no la cuenta capital social.

Si bien la Ley 28739 no regula expresamente los derechos de los titulares de acciones de inversión en casos de fusión, consideramos que la solución propuesta es la única compatible con la calidad de títulos de participación patrimonial de las acciones de inversión. Un título de participación patrimonial que confiere los mismos derechos que una acción representativa de capital respecto de la capitalización de cuentas del patrimonio neto (resultados acumulados, etcétera), el reparto de utilidades y el haber neto resultante de la liquidación, no puede ser excluido de participar, a través de la relación de canje, del valor específico que la sociedad que la emitió tiene en el contexto de una fusión. Sostener lo contrario sería introducir serias distorsiones a los procesos de fusión que involucren sociedades que hayan emitido acciones de inversión. Por ejemplo, si Aventis hubiera emitido acciones de inversión en lugar de Bayer, no aplicar la relación de canje a dichas acciones de inversión hubiera resultado en un perjuicio al titular de acciones representativas del capital de Aventis respecto del titular de acciones de inversión de dicha sociedad. En efecto, se produciría la situación inversa a la del caso Bayer: los titulares de acciones representativas del capital social de Aventis verían reducida su tenencia luego de la fusión (por aplicación de la relación de canje), mientras que los titulares de acciones de inversión de Aventis no sufrirían dicho efecto.

El problema gira entonces en torno a la relación de canje y su aplicación tanto a los titulares de acciones de inversión como a los titulares de acciones representativas del capital. Es sobre la base de este concepto que debería girar cualquier tratamiento normativo del tema y no a partir de considerar

que se han producido aumentos de capital por capitalización de cuentas patrimoniales cuando ello no es así.

Antes de pasar a referirnos al tratamiento expreso del tema que contiene la tercera disposición complementaria de la Ley 28739, nos detendremos brevemente en dos posibles soluciones al tratamiento desigual de los titulares de acciones de inversión en los casos de fusión y sus limitaciones: el derecho de redención y las propuestas de obligación de capitalizar cuentas del patrimonio neto antes de la fusión.

En relación al derecho de redención, tal como hemos señalado, la Ley 27028 introdujo, por primera vez en nuestra legislación, la posibilidad de que los titulares de acciones de inversión rediman estos títulos a partir de determinados acuerdos societarios significativos (reorganización, cambio de objeto social y traslado del domicilio al extranjero). Este derecho, denominado derecho de redención, es un derecho que se ejerce en la misma forma en la que se ejerce el derecho de separación previsto en el artículo 200 de la Ley General de Sociedades para los accionistas de una sociedad anónima. Tal como hemos descrito en el acápite 3.1.3 precedente, el legislador consideró que el derecho de redención sería una forma decisiva de salvaguardar los intereses de los titulares de acciones de inversión en los casos de reorganizaciones societarias. Lo que el caso Bayer demostró, es que dicho derecho no proporciona una solución integral a los eventuales abusos. Una primera limitación del derecho de redención es la forma de calcular el valor que se pagará en la redención. Como hemos señalado, dicho cálculo está referido al cálculo previsto en el artículo 200 de la Ley General de Sociedades, norma que establece en su parte pertinente lo siguiente:

Alfonso **Montoya** Stahl

«Las acciones de quienes hagan uso del derecho de separación se reembolsan al valor que acuerden los accionistas y la sociedad. De no haber acuerdo, las acciones que tengan cotización en Bolsa se reembolsarán al valor de su cotización media ponderada del último semestre. Si no tuvieran cotización, al valor en libros del último día del mes anterior al de la fecha de ejercicio del derecho de separación. El valor en libros es el que resulte de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones».

Así, de no haber acuerdo con el titular de las acciones de inversión sobre el valor de redención, se aplican dos reglas. Un promedio del valor de cotización para las acciones de inversión negociadas en rueda de bolsa y un valor patrimonial para las acciones de inversión que no negociadas en dicho mecanismo centralizado de negociación. Las limitaciones de estas formas de valorización son marcadas, porque las acciones de inversión negociadas en rueda de bolsa muestran, en algunos casos, muy baja liquidez. Asimismo, no son poco comunes las transacciones entre empresas vinculadas cuyos valores podrían distorsionar el promedio buscado. Por otro lado, el valor patrimonial aplicable a las acciones de inversión que no se negocian en rueda de bolsa puede distar mucho del valor de mercado de las mismas, al tener como único referente el balance de la sociedad a una fecha determinada.

Finalmente, el derecho de redención puede ser un remedio útil para el titular de acciones de inversión que no esté de acuerdo con la metodología empleada para valorizar la sociedad emisora de dichos títulos para efectos de la fusión, o con las perspectivas de la fusión como proceso de integración de empresas. Sin perjuicio de ello, la existencia de dicho derecho, no puede ser concebida como un remedio definitivo a una situación de tratamiento marcadamente desigual y abusivo.

Otra propuesta para evitar abusos contra los titulares de acciones de inversión en los casos de fusión es la obligación de capitalizar la cuenta resultados acumulados antes de la fusión (distribuyéndola, lógicamente, entre las cuentas capital social y acciones de inversión proporcionalmente)⁽²¹⁾. Si esta capitalización se hubiera producido en Bayer antes de la fusión, el perjuicio a los titulares de acciones de inversión no hubiera

sido tan marcado como el que se produjo. Sin perjuicio de ello, consideramos que una propuesta de este tipo (que nunca fue aprobada) es una solución meramente parcial, porque no impide que los accionistas de inversión sean excluidos del valor dado a su sociedad a través de no aplicarles la relación de canje establecida, exclusión que no se soluciona con la capitalización previa a la fusión de ninguna cuenta del balance. Si el ordenamiento garantiza que los titulares de acciones de inversión participen, al igual que los titulares de acciones representativas del capital social, en la relación de canje pactada en una fusión, la propuesta bajo análisis deviene en innecesaria. Ello garantiza que participen en el valor dado, en el contexto de la fusión, a la sociedad que emitió sus títulos (con prescindencia de la capitalización de la cuenta resultados acumulados).

5. La tercera disposición complementaria de la Ley 28739

La Ley 28739, tal como hemos señalado, reguló la promoción del canje o redención de acciones de inversión, normando aspectos específicos de las ofertas que los emisores de estos títulos podrían formular con este fin. Esta ley incluye una disposición complementaria totalmente ajena a la finalidad principal de la norma, con el siguiente texto:

«Tercera. Emisión de Acciones de Inversión en fusiones Entiéndase que el numeral 3) del artículo 2 de la Ley 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

(21) Véase, por ejemplo, el Proyecto de Ley 2792/95-CCD.

La aplicación a las acciones de inversión de la relación de canje pactada en una fusión

representativas del capital social y acciones de inversión emitidas y otra(s) solo 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».

Este texto tiene una clara inspiración en el razonamiento empleado por CONASEV para resolver el caso Bayer, ya que deriva el derecho de los titulares de acciones de inversión a recibir nuevas acciones de inversión como consecuencia de la fusión en el derecho, reconocido en el numeral 3 del artículo 2 de la Ley 27028, a incrementar su participación en la cuenta acciones de inversión en los casos de capitalización de cuentas patrimoniales. Además, el supuesto de hecho de aplicación de la norma plantea una situación idéntica a la presentada en el caso Bayer.

No hemos encontrado un sustento documentario que explique la inclusión de esta norma en la Ley 28739 y que nos permita mayores elementos interpretativos. El texto aprobado de esta ley fue propuesto por la Comisión de Economía e Inteligencia Financiera del Congreso de la República, a partir de dictamen recaído sobre nueve proyectos de ley distintos, orientados a promover la desaparición de las acciones de inversión, en algunos casos mediante su conversión compulsiva en acciones representativas del capital y en otros mediante la promoción de mecanismos de canje y redención⁽²²⁾. Ninguno de estos proyectos incluía una norma que podamos considerar un antecedente de lo que finalmente fue la tercera disposición complementaria incluida en el texto final de la ley.

Desde nuestro punto de vista, esta norma presenta las siguientes limitaciones:

a) La primera oración de la norma parte del error conceptual -tratado en extenso al referimos al caso Bayer- de considerar que la eventual emisión de acciones de inversión en una fusión se sustenta en el derecho de los titulares de las mismas a incrementar la cuenta acciones de inversión en casos de capitalización de cuentas del patrimonio neto. Desde nuestra

perspectiva la norma debió plantear un tratamiento independiente del tema, sin referirlo a normas previas. Es probable que el legislador haya considerado que la referencia a una norma previa como inclusiva de los derechos mencionados tenía un carácter tuitivo adicional, al aclarar que lo dispuesto por la tercera disposición complementaria de la Ley 28739 estuvo vigente desde la promulgación de la Ley 27028.

b) Además de lo señalado en el literal a) precedente, la primera oración de la norma parte de un supuesto de hecho limitado: la fusión de una sociedad que haya emitido acciones de inversión con otras que solo hayan emitido acciones representativas del capital. Es evidente que pueden presentarse casos de fusiones en las que más de una de las sociedades participantes de la fusión o todas ellas hayan emitido acciones de inversión, casos que en principio no estarían cubiertos por el supuesto de hecho planteado.

c) Pasando a la segunda oración de la norma, esta parece estar orientada a salvaguardar exclusivamente el derecho a que se emitan acciones de inversión a favor de sus titulares en casos de fusión. La afirmación de esta segunda oración pasa por alto una precisión fundamental: pueden darse casos en los que la sociedad emisora de acciones de inversión tenga un valor inferior al de otras sociedades participantes de la fusión, con lo cual la aplicación de la relación de canje planteada determinará que los titulares de acciones de inversión (al igual que los titulares de acciones representativas del capital) vean disminuido su número de

(22) Dictamen de la Comisión de Economía e Inteligencia Financiera del 21 de junio de 2005, recaído en los proyectos de ley 5259/2002-CR, 6700/2002-CR, 7102/2002-CR, 9663/2003-CR, 10175/2003-CR, 10717/2003-CR, 11684/2004-CR, 11806/2004-CR y 12422/2004-CR.

Alfonso **Montoya** Stahl

títulos. Esta disminución de la tenencia de los titulares de acciones de inversión podría interpretarse vedada por esta norma. Adicionalmente, una interpretación literal de la misma podría llevar a considerar que la emisión de acciones comunes como producto de la fusión, sin importar a favor de los accionistas de cuál de las sociedades participantes, origina automáticamente el derecho de recibir acciones de inversión a los titulares de estas en cualquiera de las sociedades participantes.

En resumen, la tercera disposición complementaria de la Ley 28739 contiene una primera oración prescindible y una segunda que requiere precisiones. Estas precisiones podrían ser introducidas a través del uso del concepto de relación de canje.

6. Conclusión

a) Actualmente no existe una regulación clara relativa al tratamiento de las acciones de inversión en las fusiones. A pesar de que la Ley 27028 subsanó muchos de los vacíos normativos previos que posibilitaron tratamientos no equitativos a los titulares de acciones de inversión, el conflicto que originó el caso Bayer demostró la pertinencia de una regulación específica adicional relacionada con las fusiones que involucran sociedades que han emitido acciones de inversión.

b) El razonamiento empleado para resolver el caso Bayer no se centra en el concepto

de relación de canje, sino en contemplar la existencia de capitalizaciones implícitas de cuentas del patrimonio neto en una fusión que conllevó un trato no equitativo a los titulares de acciones de inversión. Este es un tratamiento conceptualmente errado, que fue recogido como sustento de la actual tercera disposición complementaria de la Ley 28739. Ello torna a esta norma oscura y sujeta a una serie de interpretaciones erróneas.

c) Desde nuestro punto de vista, la regulación orientada a evitar tratamientos desiguales como los presentados en el caso Bayer debe centrarse en el concepto de relación de canje. Tal regulación debe precisar que, en los casos de fusiones, la relación de canje aplicada a los titulares de acciones representativas de capital de una sociedad debe ser aplicada a los titulares de acciones de inversión de tal sociedad. De esta forma, la proporción existente antes de la fusión entre la tenencia de los titulares de acciones representativas del capital de una sociedad y la tenencia de los titulares de acciones de inversión de dicha sociedad se mantendrá en la sociedad resultante de la fusión. Ello puede conllevar a que los titulares de acciones de inversión vean su tenencia disminuida o incrementada, según corresponda a la relación de canje derivada de los valores pactados, aplicada uniformemente a las acciones representativas del capital social y las acciones de inversión de una sociedad.

d) En este artículo nos hemos referido a los casos de fusión. Sin perjuicio de ello, consideramos extensiva nuestra conclusión a los casos de escisión, dado que en estos procesos de reorganización societaria, los bloques patrimoniales transferidos son también materia de valoración para determinar una relación de canje. Lógicamente, la normativa sobre el tratamiento de las acciones de inversión en casos de escisiones deberá tomar en cuenta otros aspectos adicionales, propios de esta forma de reorganización societaria.