

ACCIONES DE INVERSIÓN:
**Implicancias de un régimen de
conversión forzosa ***



RENZO ABANTO BOSSIO

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú,
Máster en Finanzas y Derecho Corporativo por la
Universidad ESAN.

KIOMI OSORIO ISHIKAWA

Abogada por la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Sumario:

- I. Introducción.
- II. Origen y función de las acciones de inversión.
- III. Naturaleza jurídica de las acciones de inversión.
- IV. Empresas emisoras y acciones de inversión.
- V. Situación actual de las acciones de inversión.
- VI. Comentarios finales.



(*) El presente artículo refleja la opinión personal de los autores.

I. INTRODUCCIÓN

Al analizar las diversas alternativas de inversión en renta variable que existen en el mercado local, es usual el tratar a las acciones comunes sin derecho a voto y a las acciones de inversión como instrumentos equivalentes. Ello debido a las similitudes que poseen a nivel de expectativa de rendimiento y, en menor medida, por los derechos que confieren.

No obstante ello, existen una serie de diferencias sustanciales que impiden que dichos instrumentos sean calificados como homogéneos y que deberían conducirnos a descartar como posibles aquellas propuestas legislativas que buscan propiciar la conversión de acciones de inversión en acciones comunes, con o sin derecho a voto.

Aún a pesar de ello, en los últimos años hemos sido testigos de propuestas legislativas (en adelante y conjuntamente, los Proyectos de Ley), que buscan otorgar a las acciones de inversión la calidad de acciones comunes con derecho a voto, tal como se desprende de la siguiente tabla:

Tabla No. 1

Proyectos de Ley	
6700/2002—CR	Ley que restituye a las acciones de inversión su naturaleza de acciones comunes en los sectores industrias, minería, pesquería, telecomunicaciones y servicios.
7102/2002—CR	Ley que devuelve a las acciones de inversión la calidad de acciones comunes con todas sus prerrogativas que los accionistas comunes de empresas.
3736/2009—CR	Ley que propone modificar los artículos 3, 4 y 5 de la Ley No. 26739, Ley que promueve el canje de las acciones de inversión.
564/2011—CR	Proyecto de Ley que Restituye a las Acciones de Inversión su Calidad de Acciones Comunes con Voto o de Capital con Voto y a sus Titulares los Derechos Económicos, Políticos y Societarios.

Fuente: Elaboración propia

Al respecto, los Proyectos de Ley parecerían perder de vista la forma en que las acciones de inversión fueron incorporadas a nuestro mercado y, en la misma línea, las consecuencias que se derivarían de su conversión forzosa en acciones comunes con derecho a voto.

Considerando ello, el presente análisis tiene por finalidad poner en evidencia las consecuencias negativas que podrían desprenderse de un régimen de conversión forzosa como el antes referido.

Para ello partiremos de un análisis histórico, a fin de identificar la finalidad para la cual fueron creadas las acciones de inversión, el mismo que será seguido de un análisis normativo, a través del cual se identificarán sus principales características.

Sobre la base de ello identificaremos el impacto adverso que un régimen de conversión forzosa sería susceptible de generar, detallando finalmente los resultados de nuestro análisis a manera de conclusión.

Consideramos pertinente mencionar que el objetivo del presente análisis es poner en evidencia aquellos aspectos que, a nuestro entender, deberían permitirnos descartar la aplicación de un régimen de conversión forzosa de acciones de inversión en acciones comunes. Como consecuencia de ello, la propuesta de un marco regulatorio alternativo escapa de los alcances del presente trabajo.

II. ORIGEN Y FUNCIÓN DE LAS ACCIONES DE INVERSIÓN

Si bien hoy en día las acciones de inversión no se encuentran necesariamente en manos de trabajadores de las empresas emisoras de dichos valores (en adelante, las Empresas Emisoras), en su origen dichos instrumentos tuvieron como finalidad el otorgar a éstos una participación forzosa en su patrimonio.

El marco normativo que sirvió de base para su creación parte de la Constitución de 1933, cuyo artículo 45° establecía que el Estado debía

alentar la participación de los trabajadores en los beneficios de las empresas en las que trabajaban¹, así como de la Ley General de Industrias, Decreto Ley No. 18350 (en adelante, el Decreto Ley), emitida durante el gobierno militar del General Juan Velazco Alvarado.

Como se desprende de ello, la creación de dichos instrumentos respondió a un modelo económico de corte intervencionista que en la actualidad ha perdido vigencia.

Con ello en mente, procederemos a revisar los alcances del Decreto Ley. Al respecto, la norma en cuestión confirió a los trabajadores industriales derechos específicos, dentro de los cuales destacaban (i) la participación en beneficios de hasta 10% de la renta neta anual de la Empresa Emisora; y, (ii) la creación de la Comunidad Industrial, cuya función era facilitar la participación progresiva de los trabajadores en la Empresa Emisora, inicialmente a través de ella (participación indirecta) y posteriormente mediante la transferencia de las acciones detentadas por la Comunidad Industrial hacia los trabajadores (participación directa).

Para ello la Comunidad Industrial se creó como una persona jurídica cuyo objeto era la administración de los recursos que, de conformidad con lo dispuesto en el Decreto Ley, eran transferidos por mandato legal del patrimonio de la Empresa Emisora a favor de los referidos trabajadores².

Como se desprende de lo dicho, los recursos administrados por la Comunidad Industrial y los derechos de participación que le fueron conferidos a ésta en representación de los trabajadores de la Empresa Emisora eran

detráidos en estricto de las expectativas de rentabilidad y participación que correspondían a los accionistas comunes de dichas empresas.

Cabe señalar que adicionalmente a los derechos mencionados, el órgano directivo de las empresas industriales debía estar integrado por un representante de la Comunidad Industrial, concediéndole así a ésta injerencia en la gestión.

De acuerdo a lo señalado por Elías Laroza, los diversos beneficios conferidos por el Decreto Ley buscaron promover la participación de los trabajadores en la propiedad de las empresas industriales³. No obstante ello, dicha participación en la propiedad de las empresas se realizaría no en función a aportes patrimoniales de sus trabajadores, sino más bien mediante la detracción forzosa de los beneficios generados por las Empresas Emisoras.

En 1977, con la emisión del Decreto Ley No. 21789, se reformó el esquema cooperativo de la Comunidad Industrial, obligando a las empresas a deducir un 15% de la renta neta anual que sería utilizado de la siguiente manera: (i) 1.5% de la renta neta, para formar y fortalecer el patrimonio de la Comunidad Industrial, el cual debía ser entregado en efectivo, y (ii) un 13.5%, para la formación e incremento del patrimonio de los trabajadores, que de acuerdo a la libre decisión de los trabajadores se invertía en títulos representativos de derechos patrimoniales sobre la empresa en la forma de "acciones", bonos de trabajo o títulos de interés social, entre otros.

Respecto a las acciones, se debe señalar que las mismas dejaron de ser calificadas como acciones comunes y pasaron a ser denominadas

1. "Artículo 45.— El Estado favorecerá un régimen de participación de los empleados y trabajadores en los beneficios de las empresas, y legislará sobre los demás aspectos de las relaciones entre aquellos y éstas, y sobre la defensa de los empleados y trabajadores en general."
2. Así por ejemplo, en aplicación de lo dispuesto por el artículo 24 del Decreto Ley, el 15% de la renta neta anual de la empresa industrial que era objeto de retención por mandato de la norma en cuestión era transferido a favor de la Comunidad Industrial de dicha empresa, a efectos de que ésta administrase tales recursos a favor de los trabajadores de ésta.
3. ELÍAS LAROZA, Enrique. *Derecho Societario Peruano*, Tomo III, Trujillo: Editora Normas Legales, 1999, pág. 1188.

"acciones laborales", otorgando a sus titulares el derecho de participar de manera preferente en los dividendos a distribuir de la Empresa Emisora y pudiendo, de manera restringida, ser transferidas a favor de terceros. Cabe señalar que las denominadas acciones laborales fueron creadas como partes alícuotas de una cuenta patrimonial denominada "Cuenta Participación Patrimonial del Trabajo – Acciones Laborales", la cual resulta distinta a la "Cuenta Capital Social", estableciéndose así una clara diferencia entre las acciones comunes emitidas a favor de los accionistas de la Empresa Emisora y las acciones laborales.

Si bien las acciones laborales no generaban derecho a representación en juntas generales de accionistas, cabe señalar que los trabajadores continuaron teniendo participación en la gestión de empresarial a través de la designación de, por lo menos, un representante en el directorio de éstas.

Posteriormente, en 1982, con la Nueva Ley de Industrias – Ley No. 23407 – se eliminaron las restricciones a la transmisibilidad de las referidas acciones, motivo por el cual las acciones laborales podían ser vendidas a favor de cualquier persona, sean trabajadores o no, perdiéndose, así, la relación acción laboral — trabajador⁴.

Como resulta posible apreciar de ello, es a través de la Nueva Ley de Industrias que se rompe la relación trabajador – acción laboral, reconociéndose así de forma implícita su libre negociabilidad.

Luego de ello, en octubre de 1991 mediante el Decreto Legislativo No. 677 se disolvió la Comunidad Industrial y se modificó la participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa. Así, el artículo 7 de la mencionada norma estableció que en caso de aumento de capital por suscripción pública, las empresas estaban obligadas a ofrecer a sus trabajadores la primera opción en la suscripción de las acciones a ser emitidas. Asimismo se modificó la deno-

minación de las acciones laborales, las cuales pasaron a denominarse "acciones de trabajo", que conferían a sus titulares el derecho a participar en los dividendos a distribuir de acuerdo a su valor nominal y que se registraban en la "Cuenta Participación Patrimonial del Trabajo".

La Tercera Disposición Final y Transitoria de la referida norma estableció que las acciones del trabajo tendrían derecho a una distribución preferente en los dividendos de la Empresa Emisora y se mantendrían hasta que las empresas respectivas convengieran con los titulares de las mismas su rescisión. Asimismo, se dispuso que los titulares de las acciones del trabajo que efectúen aportes en caso de aumentos de capital de la Empresa Emisora, recibirían nuevas acciones del trabajo que les concederían exclusivamente derechos patrimoniales sin intervención ni voto en la junta de accionista ni en el directorio de la Empresa Emisora.

Resulta pertinente mencionar que aún a pesar de las similitudes existentes entre las acciones de trabajo y las acciones comunes sin derecho a voto reguladas por la Ley General de Sociedades, se advierte que a través del Decreto Legislativo No. 677 el legislador optó por mantener un régimen diferenciado en lugar de decretar su conversión en acciones comunes.

Finalmente, en diciembre de 1998, se publicó la Ley No. 27028 (en lo sucesivo, la Ley de Acciones de Inversión) mediante la cual se sustituyeron las "acciones de trabajo" por las "acciones de inversión", y se constituyó la "Cuenta Acciones de Inversión" en remplazo de la "Cuenta Participación Patrimonial del Trabajo".

La referida norma, actualmente vigente, delimita los derechos que las acciones de inversión confieren a sus titulares de la siguiente manera:

- (i) Participar en la distribución de dividendos;
- (ii) Mantener su proporción existente en la Cuenta Acciones de Inversión en caso de

4. Proyecto de Ley No. 10175/2003—CR.

aumento del capital social por nuevos aportes;

- (iii) Incrementar la Cuenta Acciones de Inversión por capitalización de cuentas patrimoniales.
- (iv) Redimir sus acciones en cualquiera de los casos previstos por la Ley de Acciones de Inversión.
- (v) Participar en la distribución del saldo del patrimonio, en caso de liquidación de la sociedad.

Como se puede apreciar, los derechos que las acciones de inversión confieren a sus titulares son eminentemente patrimoniales, no contemplando derechos políticos o de fiscalización, siendo esto último el principal factor que a nivel de derechos otorgados constituye una diferencia sustancial respecto de las acciones comunes sin derecho a voto.

Del análisis efectuado resulta posible inferir ciertas constantes en el marco normativo que regula a las acciones de inversión. Así, vemos que en sus orígenes las acciones de inversión fueron parte de los múltiples mecanismos que se pretendieron implementar a efectos de permitir la participación de trabajadores en las Empresas Emisoras, siendo resultado de una imposición legal antes que un esquema de participación voluntariamente acordado entre trabajadores y empresa.

No obstante ello, a medida que el esquema de participación forzosa de trabajadores en la gestión de dichas empresas fue dejado de lado, las acciones de inversión pasaron a constituirse en meros instrumentos de inversión, reconociéndose incluso su libre negociabilidad.

Hoy en día, el marco legal aplicable a este tipo de instrumentos establece en forma expresa que los derechos que estos confieren son eminentemente patrimoniales y, como veremos más adelante, son claramente diferenciables de las acciones comunes sin derecho a voto.

Cabe señalar que la situación antes descrita evidencia una posición relativamente uniforme por parte del legislador respecto de la naturaleza jurídica de las acciones de inversión, y que en estricto los Proyectos de Ley parecerían desconocer, tal como veremos en las siguientes líneas.

III. NATURALEZA JURÍDICA DE LAS ACCIONES DE INVERSIÓN

Como hemos podido apreciar a través del análisis realizado, las acciones de inversión fueron creadas como títulos representativos de participación en el patrimonio de las Empresas Emisoras, sustentándose en detracciones de los resultados de éstas antes que aportes voluntarios efectuados por parte de los trabajadores.

En un inicio, dichas acciones eran equiparables a las acciones comunes de las empresas, pero posteriormente fueron sustituidas por títulos de participación en cuentas patrimoniales distintas al capital social. En cualquier supuesto, se advierte que en ningún caso el origen de los referidos instrumentos fue el acto de aporte voluntario que sirve de sustento a la cuenta capital social, sino más bien a una imposición legal sobre los flujos generados por la propia Empresa Emisora.

Así, mientras que los aporte efectuados por los accionistas de forma voluntaria integran la Cuenta Capital Social, los recursos de la empresa que por mandato legal debían ser atribuidos a los trabajadores mediante la entrega de títulos de participación patrimonial fueron reflejados en una cuenta patrimonial distinta denominada hoy en día Cuenta de Acciones de Inversión.

Este tratamiento diferenciado en función al origen de los activos que respaldan cada una de estas cuentas patrimoniales ha sido recogido no solo a nivel de la Ley de Acciones de Inversión, sino asimismo en la Ley General de Sociedades, la cual establece en forma expresa en su Quinta Disposición Final que la referencia que dicho cuerpo normativo efectúa al término acciones excluye expresamente a las denominadas acciones de inversión.

Lo antes señalado, así como el análisis efectuado en el numeral precedente, nos permite identificar las siguientes diferencias por tipo de instrumento, conforme se desprende de la siguiente tabla:

Tabla No. 2

Instrumento	Acciones Comunes	Acciones de Inversión
Origen	Aporte voluntario.	Imposición legal. Solo de forma excepcional, en supuestos de aumentos de capital, podrán tener como sustento un aporte voluntario.
Derechos	Patrimoniales y de fiscalización. En el caso de acciones comunes con derecho a voto adicionalmente se otorgaran derechos políticos.	Exclusivamente patrimoniales.
Registro contable	Cuenta Capital Social	Cuenta Acciones de Inversión

Fuente: Ley de Acciones de Inversión y Ley General de Sociedades

Sobre el particular, si bien las acciones de inversión se asemejan a las acciones comunes sin derecho a voto, se diferencia de éstas en aspectos sustanciales.

Así, no solo se diferencian en su origen (las acciones comunes sin derecho a voto se originan por regla general en aportes voluntarios, mientras que las acciones de inversión tienen su origen en un mandato legal) y en la forma de su registro contable (las acciones comunes sin derecho a voto son alicuotas del capital social, que se registran contablemente en la Cuenta del Capital Social, mientras que las acciones de inversión solo otorgan derechos económicos que se registran en una cuenta especial -Cuenta de Acciones de Inversión); sino también en los derechos adicionales, tales como los de fiscalización, que las acciones comunes sin derecho a voto confieren a sus titulares de acuerdo a lo dispuesto por la Ley General de Sociedades⁵.

De esta manera se advierte que el titular de acciones de inversión tiene en la Empresa Emisora un rol pasivo, difícilmente equiparable al del accionista común sin derecho a voto. Ello en tanto que aún a pesar de que ninguno de dichos inversionistas tendrá injerencia directa

5. El artículo 96° de la Ley General de Sociedades confiere los siguientes derechos a las acciones sin derecho a voto:
 1. Participar en el reparto de utilidades y en el del patrimonio neto resultante de la liquidación con la preferencia que se indica en el artículo 97;
 2. Ser informado cuando menos semestralmente de las actividades y gestión de la sociedad;
 3. Impugnar los acuerdos que lesionen sus derechos;
 4. Separarse de la sociedad en los casos previstos en la ley y en el estatuto; y,
 5. En caso de aumento de capital:
 - a. A suscribir acciones con derecho a voto a prorrata de su participación en el capital, en el caso de que la junta general acuerde aumentar el capital únicamente mediante la creación de acciones con derecho a voto
 - b. A suscribir acciones con derecho a voto de manera proporcional y en el número necesario para mantener su participación en el capital, en el caso que la junta acuerde que el aumento incluye la creación de acciones sin derecho a voto, pero en un número insuficiente para que los titulares de estas acciones conserven su participación en el capital.
 - c. A suscribir acciones sin derecho a voto a prorrata de su participación en el capital en los casos de aumento de capital en los que el acuerdo de la junta general no se limite a la creación de acciones con derecho a voto o en los casos en que se acuerde aumentar el capital únicamente mediante la creación de acciones sin derecho a voto.
 - d. A suscribir obligaciones u otros títulos convertibles o con derecho a ser convertidos en acciones, aplicándose las reglas de los literales anteriores según corresponda a la respectiva emisión de las obligaciones o títulos convertibles.

en la gestión de la empresa, al no contar con derechos políticos, el accionista común sin derecho a voto posee atributos que le permiten un adecuado ejercicio de una función fiscalizadora.

Considerado ello, resulta posible concluir que las diferencias existentes entre acciones de inversión y acciones comunes sin derecho a voto impiden calificar a dichos instrumentos como homogéneos. Ello en tanto que las diferencias identificadas no resultan accesorias sino estructurales y, por ende, inherentes a la naturaleza de cada uno de dichos instrumentos.

Así, si bien desde un punto de vista financiero, tanto las acciones comunes como las acciones de inversión podrán ser clasificados como instrumentos de renta variable, desde una perspectiva jurídica, las primeras calificarán como valores mobiliarios originados en actos de aporte voluntario mientras que las segundas calificarán como valores mobiliarios originados en una imposición legal (detrimento patrimonial de flujo generado por la Empresa Emisora) de carácter obligatoria.

Al respecto, si bien bajo la Ley de Acciones de Inversión resultará posible para los titulares de acciones de inversión el efectuar aportes voluntarios adicionales a fin de mantener una participación proporcional en el patrimonio de la Empresa Emisora, dicha situación resulta excepcional y no implicaría una modificación respecto del origen de los recursos con cargo a los cuales se habrían emitido las acciones de inversión en los demás supuestos.

IV. EMPRESAS EMISORAS Y ACCIONES DE INVERSIÓN

Lo hasta aquí señalado nos permite identificar la forma en la que la regulación aplicable a acciones de inversión (antes acciones de trabajo) ha evolucionado en las últimas décadas, así como las características específicas de dichos instrumentos en la actualidad.

No obstante ello, consideramos necesario profundizar en la forma en que su existencia

puede impactar en la marcha societaria de las Empresas Emisoras, a fin de interiorizar el real alcance de los derechos patrimoniales que han sido conferidos a sus titulares.

- La participación de los titulares de las acciones de inversión en la distribución de dividendos de la Empresa Emisora implica una reducción a nivel de flujos esperados (ya sea en efectivo o en especie) que corresponderían a los titulares de las acciones comunes.
- El derecho de redención conferido a los titulares de acciones de inversión, por su parte, puede afectar en forma adversa la caja disponible de las Empresas Emisoras en escenarios de reorganización societaria. Así, en tales escenarios la administración de la Empresa Emisora no solo deberá provisionar recursos ante el posible ejercicio de un derecho de separación de accionistas comunes, sino que deberá hacer lo propio respecto del ejercicio del derecho de redención que le corresponde a los accionistas de inversión.
- Dado el derecho de los titulares de las acciones de inversión en participar en la distribución del saldo del patrimonio de la Empresa Emisora en caso de liquidación, las expectativas de participación en el remanente resultante de la liquidación que correspondería a accionistas comunes se ve reducida.

Como se desprende de ello, aún a pesar del rol pasivo que tendrían los accionistas de inversión al carecer de facultades expresas que les permitan participar en la gestión o fiscalizar la marcha societaria de la empresa, los derechos que les han sido conferidos tiene un impacto directo no solo a nivel de decisiones de índole estructural en la Empresa Emisora, sino asimismo en la expectativa de rentabilidad de accionistas comunes.

Siendo esto así, podemos afirmar que aún a pesar del rol pasivo antes mencionado el alcance de los derechos patrimoniales conferidos a los

titulares de acciones de inversión hacen de estos *stakeholders* relevantes dentro de la empresa y no simplemente meros espectadores.

V. SITUACIÓN ACTUAL DE LAS ACCIONES DE INVERSIÓN

Tal como comentamos en la parte introductoria del presente análisis, una propuesta recurrente en los últimos años ha sido el adoptar un régimen de conversión forzosa en virtud del cual las acciones de inversión sean convertidas en acciones comunes con derecho a voto.

A pesar de ello, dicha propuesta no ha sido cabalmente atendida, siendo acogida en su lugar una fórmula intermedia consistente en la promoción del canje y redención de acciones de inversión. Así, con fecha 23 de mayo de 2006 se publicó la Ley No. 28739, Ley que promueve el Canje o Redención de las Acciones de Inversión (la Ley de Canje), la misma que contempla un modelo de conversión voluntaria.

De acuerdo con la Ley de Canje, la empresa emisora de acciones de inversión, inscritas o no en el Registro Público de Mercado de Valores, puede ofrecer a sus titulares (i) su canje por otros valores mobiliarios (acciones con o sin derecho a voto o instrumentos de deuda) o (ii) la redención de las mismas mediante su pago en efectivo. Para efectos del canje o la redención de las acciones de inversión, la empresa emisora deberá formular una oferta pública, una sola vez o de manera sucesiva, dirigida a los titulares de las acciones de inversión.

No obstante lo dispuesto en la Ley de Canje, en la segunda mitad de la última década se han presentado nuevos intentos de modificar el actual régimen de canje voluntario de acciones de inversión y "restituir" a las acciones de inversión el carácter de acciones comunes con derecho a voto. Los Proyectos de Ley han propuesto modificar el régimen voluntario de canje y redención de las acciones de inversión establecido en la Ley de Canje, por un régimen obligatorio de intercambio de acciones de inversión por acciones comunes.

Conforme se advierte de las exposiciones de motivo de los diversos Proyectos de Ley los

argumentos que servirían de sustento a la propuesta de acoger un régimen de canje obligatorio destacan los siguientes (i) mediante la derogación del Decreto Ley se arrebató a los trabajadores sus acciones comunes o de capital, (ii) la voluntariedad en el intercambio o canje de las acciones de inversión para promover la conversión en acciones comunes no es un mecanismo efectivo, y (iii) el intercambio "no genera desembolso alguno de las empresas privadas" y que "tampoco genera un movimiento significativo en la propiedad".

Analicemos cada uno de dichos argumentos:

a. Acciones de inversión como acciones comunes

Los Proyectos de Ley equiparan las acciones de inversión a las acciones comunes con derecho a voto. Como hemos visto en el análisis efectuado en la sección 2 de presente documento, las acciones de inversión son valores mobiliarios que otorgan a sus titulares derechos de participación en los dividendos de las Empresas Emisoras (patrimonio), más no constituyen alícuotas del capital social de dichas empresas, es decir, jurídicamente, no constituyen acciones.

Si bien fueron creadas como acciones comunes mediante el Decreto Ley, los mismos no corresponden a aportes voluntarios sino más bien a una imposición legal que generó un detrimento patrimonial a las propias empresas a fin de poder otorgar títulos de participación patrimonial a los destinatarios de dichos instrumentos. Como se desprende de ello, aún a pesar de haber sido catalogadas en algún momento como "acciones comunes", dicha denominación no correspondía con su verdadera naturaleza jurídica.

Siendo ello así, sostener que un régimen de conversión forzosa permitiría "restituir" su calidad de acciones comunes a las acciones de inversión resultaría una aseveración inexacta.

b. El procedimiento de canje y redención establecido en la Ley de Canje

De acuerdo con lo establecido en los Proyectos de Ley, no obstante el procedimiento establecido en la Ley de Canje, desde el 2008, aproximadamente, siete (7) Empresas Emisoras de acciones de inversión han realizado ofertas públicas de canje y redención de sus acciones de inversión. Por los números mostrados, argumentan, el procedimiento establecido en dicha norma no resulta eficaz, y por ende perjudica a los tenedores de las acciones de inversión.

Al respecto, consideramos que el número de ofertas de redención y/o canje de acciones de inversión no resulta en estricto un indicador adecuado. Sobre este punto debemos recordar que el régimen vigente contempla un esquema de canje o redención voluntario, por lo cual la decisión de realizar una oferta a los accionistas de inversión descansa en la Empresa Emisora no siendo así un derecho del accionista de inversión.

Sin perjuicio de ello, no podemos dejar de mencionar que el esquema incorporado por la Ley de Canje genera un marco medianamente seguro para realizar ofertas de redención y/o canje. Ello en tanto que otorga a los potenciales destinatarios de la oferta un precio objetivamente determinado por una entidad valorizadora, así como la posibilidad de revisar el mismo a través de una segunda valorización,

En ese sentido, y a pesar de los comentarios adversos que puedan darse sobre el particular, el régimen vigente permite que la decisión de desinversión (ya sea vía canje o redención) se encuentre en cabeza del titular de la acción de inversión y por ende que sea su decisión la que determine si se mantiene como accionista de inversión o si cambia dicha condición.

Siendo ello así, consideramos que el mecanismo de canje establecido resulta eficaz, en tanto que permite a la Empresa

Emisora aproximarse a los accionistas de inversión a través de un procedimiento que mitiga la asimetría informativa (a través del uso de avisos y, según sea el caso, documentos informativos), reduce los costos de transacción a nivel de la aceptación (silencio positivo), contempla un mecanismo de determinación de precio objetivo (valorización), permite la revisión del precio en casos excepcionales (segunda valorización), pero sobre todo permite al accionista de inversión el tomar la decisión de desinversión (vía canje o redención) sin someterlo a la voluntad de terceros).

c. Efecto del intercambio en la estructura de propiedad de las Empresas Emisoras

Sin perjuicio de las dificultades que se puedan presentar en el régimen de canje y redención de las acciones de inversión contemplado en la Ley de Canje y su reglamento, no podemos perder de vista que la emisión de una norma que imponga la modificación de la naturaleza de las acciones de inversión por acciones comunes con derecho a voto implicaría la modificación de la estructura de propiedad de la Empresa Emisora, afectando el derecho de propiedad de los titulares de las acciones comunes, con o sin derecho.

Ello en tanto que daría lugar a que la tenencia de los accionistas de control, e incluso la de los minoritarios de la Empresa Emisora, se viera parcialmente licuada por el ingreso de los accionistas de inversión como nuevos accionistas comunes. Si bien la materialidad de la dilución generada dependerá de la participación relativa que la Cuenta Acciones de Inversión tenga respecto de la Cuenta Capital Social de una Empresa Emisora en cualquier supuesto la conversión forzosa implicará una "expropiación" de los derechos políticos y/o económicos que ostenta los accionistas comunes, con o sin derecho a voto, en la referida empresa.

Por tal motivo, el canje obligatorio afectaría los atributos de la propiedad de los

titulares de acciones comunes, así como una potencial variación de la unidad de control a la cual se encuentra sujeta la Empresa Emisora. Al respecto, no debemos perder de vista que la propiedad privada es un derecho fundamental de la persona recogido en el numeral 16) del artículo 2° y el artículo 59° de la Constitución Política del Perú sobre la cual se base la organización del sistema económico del Estado Peruano.⁶

Sobre el particular, es importante señalar que en la STC N° 0008—2003—AI/TC, el Tribunal Constitucional ha señalado que “[E]l origen del derecho de propiedad no reside en la voluntad política del legislador estatal, sino en la propia naturaleza humana, que impulsa al individuo a ubicar bajo su ámbito de acción y consentimiento, el proceso de adquisición, utilización y disposición de diversos bienes de carácter patrimonial”.

Así, en una sociedad, los titulares de las acciones comunes son los únicos propietarios de sus acciones y la rentabilidad que éstas generan. Dicho derecho de propiedad nace con el aporte de capital que realizaron los titulares de las acciones comunes al momento de la constitución de la sociedad. El ejercicio de la propiedad de cada titular de acciones comunes se manifiesta, entre otros, en la participación en el patrimonio de la sociedad y, consecuentemente, en el ejercicio de los derechos económicos y políticos que le confieren sus acciones⁷.

Siendo ello así, un régimen de canje obligatorio implicaría la afectación del derecho de propiedad de los accionistas de la sociedad.

En lo que respecta a la estructura de control, surgen una serie de interrogantes que se agravan en el caso de empresas listadas. Desde un punto de vista societario, la duda que se genera es si un régimen de conversión forzosa debería conllevar algún tipo de mecanismo de compensación para los accionistas comunes que se vean parcialmente licuados. ¿Debería dar lugar al ejercicio del derecho de suscripción preferente o más bien los Proyectos de Ley catalogarían este supuesto de dilución como uno legítimo y tolerable? En lo que respecta a regulación del mercado de valores, surge la duda respecto cual sería la consecuencia para adquisiciones de participación significativa derivadas de supuestos de conversión forzosa. ¿Deberían tener como consecuencia objetiva una oferta pública de adquisición o nuevamente nos encontraríamos ante un supuesto en el que la variación real o potencial en la unidad de control sería calificada como “tolerable”?

Sea cual fuera la respuesta a éstas interrogantes, consideramos que lo que en ningún supuesto podría ser “tolerable” es la expropiación que un régimen de conversión obligatoria podría implicar para aquellos accionistas comunes que han invertido recursos en una Empresa Emisora con la

6. Asimismo, el artículo 70° de la Constitución establece lo siguiente en relación al derecho de propiedad: “El derecho de propiedad es inviolable. El Estado lo garantiza. Se ejerce en armonía con el bien común y dentro de los límites de ley. A nadie puede privarse de su propiedad sino, exclusivamente, por causa de seguridad nacional o necesidad pública, declarada por ley, y previo pago en efectivo de indemnización justipreciada que incluya compensación por el eventual perjuicio. Hay acción ante el Poder Judicial para contestar el valor de la propiedad que el Estado haya señalado en el procedimiento expropiatorio.”

7. Exp. No. 1873—2007—PA/TC. f.j. 3 del Tribunal Constitucional establece “[E]l derecho de propiedad garantizado por el artículo 2, inciso 16, de la Constitución. Este derecho garantiza el poder jurídico que permite a una persona usar, disfrutar, disponer y reivindicar un bien. Así, la persona propietaria podrá servirse directamente de su bien, percibir sus frutos y sus productos, y darle destino y condición conveniente a sus intereses, siempre que ejerza tales actividades en armonía con el bien común y dentro de los límites establecidos por la ley. Por su parte, el artículo 70° de la Constitución garantiza la inviolabilidad de la propiedad.”

expectativa de adquirir una participación específica en su capital social.

En línea con lo antes señalado, somos de la opinión que los argumentos que sirven de sustento a los Proyectos de Ley parecerían no interiorizar las características particulares de las acciones de inversión, la forma en que éstas se incorporaron en nuestro ordenamiento, así como tampoco las consecuencias que se derivarían de un régimen de conversión forzoso.

VI. COMENTARIOS FINALES

Como hemos podido apreciar del análisis realizado, el marco regulatorio aplicable a las acciones de inversión ha sufrido una serie de cambios sustanciales a lo largo de las últimas décadas. Aún a pesar de ello, la posición del legislador resulta clara a la fecha en lo que respecta a las características de dichos instrumentos de renta variable y sus diferencias respecto de las acciones comunes reguladas por la Ley General de Sociedades.

No obstante ello, los recurrentes Proyectos de Ley destinados a instaurar un régimen de conversión forzoso hacen necesario revisar aquellos aspectos estructurales que a nuestro entender restringen la posibilidad de convertir acciones de inversión en acciones comunes, ya sea con o sin derecho a voto.

5.1. Las acciones de inversión son resultado de una imposición legal y no resultan equiparables a acciones comunes con o sin derecho a voto, en tanto que no se originan en aportes voluntarios al capital social de las Empresas Emisoras sino en una detracción forzosa de sus resultados; y,

5.2. Un régimen de conversión forzosa implica una afectación directa a los derechos de propiedad de los accionistas comunes, en tanto que el incorporar a los accionistas

de inversión al capital social de la Empresa Emisora conlleva la dilución de la participación patrimonial y/o política de los accionistas comunes. Como resulta evidente, dicha afectación tiene el potencial de convertirse en un serio desincentivo a la inversión privada en el mercado local.

Aún a pesar de que en nuestra opinión los argumentos mencionados deberían dar lugar a que un esquema de conversión forzosa sea descartado, consideramos necesario señalar dos factores bajo los cuales deberían revisarse los Proyectos de Ley a fin de que los mismos sirvan de base para futuras discusiones.

En primer lugar, las acciones de inversión hoy en día son instrumentos libremente negociables. Como consecuencia de ello, la titularidad de dichos instrumentos no recae necesariamente en trabajadores de Empresas Emisoras, motivo por el cual el enfoque excesivamente tuitivo que se recoge en los Proyectos de Ley no resultaría el más adecuado al momento de tratar de delimitar el marco regulatorio aplicable.

En segundo lugar, los Proyectos de Ley parecerían no interiorizar la afectación al derecho de propiedad que un mecanismo de conversión forzosa como el propuesto generaría y, por ende, no se enfocan en las medidas compensatorias que deberían ofrecerse a los accionistas comunes a efectos de mitigar el daño derivado de la implementación del referido modelo.

Sea cual fuera la opción que se elija, es decir conversión voluntaria o forzosa, se deberá interiorizar que la misma genera costos a la Empresa Emisora y a los accionistas comunes, reales y potenciales, por lo que para que la misma pueda ser implementada de una forma equitativa tales costos deberán ser claramente identificados y asignados.