

¿Cuál es el futuro de las acciones de inversión en el Perú? ¿La regulación actual sobre estos títulos valores debe mantenerse? ¿Es realmente viable la conversión o redención de las acciones de inversión en acciones comunes? Y de ser este el caso, ¿esta conversión o redención deber ser obligatoria o voluntaria? Estas son las principales interrogantes que los autores pretenden absolver a partir de un análisis detallado sobre el tratamiento actual de las acciones de inversión en nuestro ordenamiento jurídico y los incentivos de cada una de las partes que podrían verse inmersas en un proceso de canje o conversión de estos títulos valores.

---

## EL CANJE Y REDENCIÓN DE ACCIONES DE INVERSIÓN: UNA PROPUESTA PARA EL FUTURO



**Javier H. García Vélez\***



**Omar Valle Vera\*\***

### I. Introducción

En el año 2012, en el marco de la implementación y promoción del proyecto de ley<sup>1</sup> sobre la conversión obligatoria de las acciones de inversión en acciones comunes representativas del capital social, el fallecido congresista Javier Diez Canseco presentaba entre sus principales argumentos la necesidad que las acciones de inversión sean equiparadas a las acciones comunes, dotando al tenedor de este título de los derechos que son atribuidos a los accionistas con o sin derecho a voto, de acuerdo a lo establecido por la Ley General de Sociedades.

Más allá de la decisión del legislador peruano de rechazar el referido proyecto de ley y en vista de las diferentes posiciones que aún subsisten sobre el tema, hemos creído importante y necesario a más de dos años de esta iniciativa, hacer una reflexión sobre la situación actual de las acciones de inversión y sobre el tratamiento que debieran recibir en el futuro por nuevas iniciativas legislativas.

Sobre el particular, hemos identificado dos posturas claramente definidas. La primera de ellas, acorde con la iniciativa legislativa del fallecido congresista Diez Canseco, plantea la conversión o canje obligatorio de las acciones de inversión en acciones comunes, mientras que la segunda, busca promover la conversión o canje voluntario de acciones de inversión en acciones comunes, de conformidad con lo establecido en la Ley No. 28739 – Ley que Promue-

\* Bachiller en Derecho por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Asociado en Miranda & Amado Abogados. Ex coordinador general del Equipo de Derecho Mercantil.

\*\* Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Asociado en Grau Abogados. Ex director del Equipo de Derecho Mercantil.

1 Proyecto de Ley No. 00564/2011-CR presentado el 29 de noviembre de 2011.

ve el Canje o Redención de las Acciones de Inversión (en adelante, la “Ley de Promoción de Canje o Redención”).

Ambas posturas parten de la premisa que las acciones de inversión no deberían existir considerando que son una categoría *sui generis* en el ordenamiento jurídico peruano. Sin embargo, el presente artículo buscará analizar cuáles serían los incentivos para que dejen de existir estos títulos o si en verdad debemos procurar, ya sea mediante una opción legislativa voluntaria u obligatoria, por el canje o redención de las acciones de inversión.

Dicho esto nos preguntamos, ¿Deben mantenerse las acciones de inversión como una categoría *sui generis* en el ordenamiento jurídico peruano?, ¿Deben seguir los intentos de promover la conversión o canje de las acciones de inversión en acciones comunes? y ¿Esta conversión o canje debe ser obligatorio o voluntario?

Para tales efectos, el presente artículo realizará un examen de estrategias<sup>2</sup> con el objetivo de determinar cuáles son los principales incentivos de cada uno de los actores (Estado, administración, accionistas, tenedores de acciones de inversión e inversionistas en general) para mantener, convertir o redimir las acciones de inversión y los principales problemas que afrontarían en cada uno de esos escenarios.

Teniendo ello en consideración, a continuación esbozaremos un breve concepto de acciones de inversión para posteriormente presentar la situación actual de estos títulos en el mercado de valores peruano y, finalmente, analizar a cada uno de los actores antes mencionados, quienes deberían ser

2 Hacemos referencia al examen de estrategias y/o incentivos disponibles para los actores que estarían directa o indirectamente relacionados con las iniciativas de conversión o canje de acciones de inversión.

tomados en consideración si el legislador en un futuro decide optar por alguna de las posturas referidas a la conversión o canje voluntario u obligatorio de acciones de inversión en acciones comunes.

## II. Concepto de las Acciones de Inversión

Las acciones de inversión fueron emitidas en el año 1977 a favor de los trabajadores de empresas en determinados sectores productivos<sup>3</sup> y tomaron inicialmente el nombre de *acciones laborales* en el marco de lo establecido por el Decreto Ley No. 21789. No es hasta el Decreto Legislativo No. 677, dictado en el año 1991, que se modificó la denominación de las *acciones laborales* por la de *acciones del trabajo* y se derogó la obligación de seguir emitiendo este tipo de acciones.

Posteriormente, en el año 1998, la Ley No. 27028 – Ley de Acciones de Inversión (en adelante, la “Ley de Acciones de Inversión”), dispuso la sustitución de las *acciones de trabajo* por las *acciones de inversión* que conocemos actualmente, la sustitución de la Cuenta de Participación Patrimonial del Trabajo por la Cuenta de Acciones de Inversión, así como el régimen legal aplicable que permanece vigente a la fecha.

De esta manera, las *acciones laborales* emitidas inicialmente con el objetivo de permitir la participación de los trabajadores en las utilidades generadas por las sociedades en donde trabajaban, se convirtieron en un título representativo del patrimonio de

3 Bajo esta norma, se obligó a las empresas industriales y de manufactura a deducir como beneficio social para sus trabajadores 13,5% de sus utilidades netas hasta que dicho beneficio bajo la “Cuenta Participación Patrimonial del Trabajo” alcanzara un monto equivalente a 50% del capital social de la compañía. Un tercio de la referida cuenta estaba destinada a la emisión de acciones laborales que no formaban parte del capital social de la compañía y el saldo destinado a la adquisición de (i) acciones laborales adicionales, (ii) bonos laborales, (iii) bonos de reinversión laboral y (iv) valores de interés social.

una sociedad bajo la denominada Cuenta de Acciones de Inversión. Cabe señalar que actualmente, no es posible para ninguna empresa peruana emitir nuevas acciones de inversión y que sus titulares a la fecha no son necesariamente trabajadores de la sociedad emisora, en tanto no existe ninguna limitación para su transferencia.

Por otra parte, es también importante resaltar que las acciones de inversión otorgan a su titular únicamente los derechos detallados en la Ley de Acciones de Inversión y, en ningún supuesto, los derechos reconocidos a los accionistas con o sin derecho a voto de acuerdo a lo establecido en la Ley General de Sociedades.

Ello debido a que de acuerdo a la Quinta Disposición Final de la Ley General de Sociedades, dicha norma no puede ser de aplicación a las acciones de inversión, en vista que se establece expresamente que el término “acciones” en la Ley General

de Sociedades no puede comprender a las acciones de inversión ni el término “accionista” puede comprender a los tenedores de acciones de inversión.

Así, de acuerdo a la Ley de Acciones de Inversión, los tenedores de estos títulos cuentan con los siguientes derechos frente a la sociedad:

**(a) Participar en la distribución de dividendos:**

Los titulares de acciones de inversión tienen derecho a participar en la distribución de dividendos que apruebe repartir la sociedad. Este derecho implica que el monto que se deba pagar como dividendo por acción común o de inversión es la división resultante del monto a ser repartido como dividendo entre el resultado de la suma del número de acciones comunes y el número de acciones de inversión, de acuerdo al siguiente detalle:

<i>Dividendos</i>
<i>Número de acciones comunes + número de acciones de inversión</i>

A manera de ejemplo, los dividendos a ser repartidos en una determinada sociedad serían los siguientes:

- **Capital social:** S/. 7,300.00 representado por 7,300 acciones comunes de un valor nominal de S/. 1.00 cada una.

- **Cuentas de Acciones de Inversión:** S/. 2,700.00 representado por 2700 acciones de inversión de un valor nominal de S/. 1.00 cada una.

Si producto del cierre del ejercicio correspondiente, la sociedad desea repartir S/. 5,000.00 en dividendos, la repartición operaría de la siguiente manera:

<i>Dividendos</i>	=	<i>S/. 5,000</i>	= 0.5
<i>Número de acciones comunes + número de acciones de inversión</i>		<i>7300 + 2700</i>	

Por lo tanto, la sociedad pagaría S/. 5.00 como dividendo por cada acción común y por cada acción de inversión.

Por otra parte, es necesario señalar que las acciones de inversión, a diferencia de las acciones sin derecho a voto, no otorgan ningún tipo de derecho a dividendos preferenciales u obligatorios.

Por dividendos preferenciales u obligatorios nos referimos a lo establecido en el artículo 97° de la Ley General de Sociedades, el cual otorga a los titulares de acciones sin derecho a voto los siguientes derechos: (i) dividendo preferencial.- derecho a percibir un dividendo preferencial (en tiempo o en dinero) que sea establecido por el estatuto; y, (ii) dividendo obligatorio.- derecho a exigir a la sociedad el reparto de dividendos cuando existan utilidades distribuibles, sin necesidad de un acuerdo adicional de la Junta General de Accionistas.

**(b) Mantener su proporción existente en la Cuenta de Acciones de Inversión:**

Los titulares de acciones de inversión tienen derecho a mantener la proporción existente entre la Cuenta de Acciones de Inversión y el capital social en caso de aumentos de capital por nuevos aportes y/o aumentos de capital por capitalización de deudas contra la sociedad. De esta manera, los titulares de acciones de inversión tendrán derecho a suscribir acciones de inversión hasta por el porcentaje que les permita mantener la proporción de su participación accionaria en la Cuenta de Acciones de Inversión con respecto a la cuenta capital social.

Al respecto, de conformidad con lo señalado en la Ley de Acciones de Inversión, en el acuerdo que adopte la sociedad para aumentar el capital, se debe establecer el procedimiento y los plazos para el ejercicio de este derecho de suscripción preferente que corresponde a los titulares de las referidas acciones de inversión, aun cuando el acuerdo corporativo de aumento de capital sea adoptado de manera universal y los accionistas (titulares

de acciones comunes) renuncien a su derecho de suscripción preferente.

**(c) Incrementar o disminuir la Cuenta de Acciones de Inversión:**

Los titulares de acciones de inversión tienen derecho a: (i) incrementar la Cuenta de Acciones de Inversión en caso de capitalización de cuentas patrimoniales (resultados acumulados, excedente por revaluación, reservas, etc.) en proporción al aumento del capital social<sup>4</sup>; y, (ii) reducir la Cuenta de Acciones de Inversión por reducción del capital social en forma proporcional. Ello con la finalidad de mantener la proporción de su participación en la Cuenta de Acciones de Inversión con respecto al capital social.

En caso de aumento de capital por capitalización de cuentas patrimoniales se deberá incrementar el capital social, así como la Cuenta de Acciones de Inversión, de tal forma que se mantenga la proporción existente entre ellas al momento en que se adoptó el acuerdo de aumento de capital. En consecuencia, las acciones comunes

4 De conformidad con la Tercera Disposición Complementaria de la Ley de Promoción o de Canje, se entiende que esta disposición incluye aquellos casos en los que se produzcan fusiones entre sociedades en las que participen personas jurídicas con acciones de inversión emitidas. En ese sentido, la emisión de acciones comunes a que pueda haber lugar como consecuencia de la fusión, genera la obligación de emitir proporcionalmente nuevas acciones de inversión. Si bien es cierto se derogó la posibilidad de emitir acciones de inversión mediante el Decreto Legislativo No. 677, la emisión de las mismas como consecuencia de fusiones resulta ser una excepción a dicha regla. Sírvanse notar que si bien la referida disposición complementaria únicamente hace referencia a fusiones, cabe la posibilidad que la SMV extienda dicho supuesto a otros tipos de reorganizaciones societarias (escisiones, reorganizaciones simples, etc.) en el supuesto que, como consecuencia de la reorganización societaria, se emitan acciones comunes que modifiquen la proporcionalidad existente con las acciones de inversión.

y las acciones de inversión deberán ser creadas, emitidas y distribuidas entre sus titulares respetando dicha proporción.

**(d) Redimir las acciones de inversión:**

Los titulares de acciones de inversión tienen derecho a solicitar la redención de sus acciones de inversión en los casos de transformación, fusión, escisión o cualquier otra forma de reorganización societaria, así como en los casos de cambio de objeto social y traslado del domicilio de la sociedad al extranjero.

Para tales efectos, el valor de redención de las acciones de inversión será el valor que acuerden el accionista y la sociedad. En su defecto, de no haber acuerdo, las acciones de inversión se reembolsarán a la cotización media ponderada del último semestre que tengan en la Bolsa de Valores de Lima. Si no tuvieran cotización, al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del ejercicio del derecho de separación. El valor en libros es el que resulte de dividir el patrimonio neto entre la suma del número de acciones de inversión del número de acciones representativas del capital social.

**(e) Recibir el remanente del patrimonio de la sociedad:**

Los titulares de acciones de inversión tienen derecho a recibir el remanente de la sociedad o haber social neto una vez se haya liquidado ésta. Esta repartición producto de la liquidación de la sociedad se llevará a cabo a prorrata considerando la relación proporcional entre la Cuenta de Acciones de Inversión y el capital social de la sociedad.

Sin perjuicio de los derechos antes enumerados, las acciones de inversión no otorgan a sus titulares participación en la gestión de la sociedad; es decir, son acciones que no gozan de ningún tipo de derecho político, por lo que son considerados en la práctica como un instrumento de inversión representativo del patrimonio pero sin ningún tipo de derecho político.

Se entienden por derechos políticos, como mínimo, tener derecho a asistir a las sesiones de la Junta General de Accionistas, votar en las sesiones de dicha junta general, actuar por medio de representante en las sesiones de junta general, solicitar y obtener información sobre la marcha de la sociedad, obtener certificaciones de los acuerdos y decisiones de los órganos sociales, solicitar la convocatoria de la junta general, promover la acción de responsabilidad contra administradores, fiscalizar la gestión de los administradores, separarse de la sociedad y exigir el registro de la transferencia de acciones y otros actos inscribibles en la matrícula de acciones.

En ese sentido, únicamente los accionistas con derecho a voto pueden tomar los siguientes acuerdos: (i) Aprobar la gestión social y los resultados económicos del ejercicio anterior expresados en los estados financieros; (ii) resolver sobre la aplicación de las utilidades, si las hubiere; (iii) elegir cuando corresponda a los miembros del Directorio y fijar su retribución; (iv) designar o delegar en el Directorio la designación de los auditores externos, cuando corresponda; (v) remover a los miembros del Directorio y designar a sus reemplazantes; (vi) modificar el estatuto; (vii) aumentar o reducir el capital social; (viii) emitir obligaciones; (ix) acordar la enajenación, en un sólo acto, de activos cuyo valor contable exceda el 50% del capital de la sociedad; (x) disponer investigaciones y auditorías especiales; (xi) acordar la transformación,

fusión, escisión, reorganización y disolución de la sociedad, así como resolver sobre su liquidación; y, (xii) otros acuerdos que estén destinados a la Junta General de Accionistas de acuerdo con el estatuto de la sociedad.

Por otra parte, las acciones de inversión no cuentan con ningún tipo de derecho de veto ni participan en la aprobación de la transferencia de activos de la sociedad, salvo que la transferencia de dichos activos se genere como consecuencia de una reorganización societaria. En dicho supuesto, como fuera mencionado en el literal (d) precedente, los titulares de acciones de inversión tienen el derecho a solicitar su redención, de acuerdo con las condiciones antes señaladas.

Por lo tanto, las acciones de inversión no son realmente acciones puesto que no representan una alícuota del capital social ni tienen alguna incidencia en la toma de decisiones de la sociedad a través del ejercicio de derechos políticos. En tal sentido, dichas acciones de inversión son instrumentos propiamente de inversión con la particularidad de entregar determinados derechos de acuerdo a la Ley de Acciones de Inversión.

### III. Situación Actual de las Acciones de Inversión

De acuerdo a “*The Global Competitiveness Report 2013–2014*”, estudio del Foro Económico Mundial, existen doce pilares de estudio que determinan la competitividad de los países. Dentro de ellos, el octavo pilar tiene como objetivo determinar el desarrollo de los mercados financieros en un país a efectos de verificar: (i) Cuán eficiente es la adjudicación de los recursos en dicho país; y, (ii) cuán atractivo resulta para un inversionista extranjero invertir en dicho país<sup>5</sup>.

5 Para mayor información, véase: WORDL ECO-

De esta manera, el mercado de valores de un país altamente competitivo, debería ser percibido por los inversionistas extranjeros como altamente eficiente y con una regulación y supervisión efectiva. Si bien es cierto, en el Perú nuestros indicadores relacionados al mercado de valores nos ubican en el puesto 36 de 148, nos encontramos todavía por debajo de otros países de la región como Brasil, Chile o Puerto Rico<sup>6</sup>.

Uno de los aspectos que pueden explicar la falta de eficiencia en la regulación del mercado de valores peruano, se encuentra en la falta de estandarización de instrumentos representativos del patrimonio del emisor (instrumentos de renta variable), entre los cuales se encuentra la existencia de las denominadas acciones de inversión. Ello debido a que un inversionista extranjero se encuentra acostumbrado a la negociación de valores mobiliarios estándares en renta variable, cuyas particularidades varían según la legislación del país donde se realice la negociación, pero sin llegar a crear alguna categoría *sui generis* como las acciones de inversión.

No obstante, de un tiempo a esta parte y contra todo pronóstico, las acciones de inversión han resultado ser atractivas para distintos grupos de inversionistas en el mercado de valores peruano. La razón

NOMIC FORUM. “*The Global Competitiveness Report 2013-2014*”. Disponible en: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2013-14.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf) (fecha de visualización: 28.07.2014).

6 Sin embargo, es importante mencionar que nuestra ubicación en temas relacionados a la eficiencia de la regulación en el mercado de valores peruano nos ubican por encima de nuestra media ponderada en lo que respecta a los demás pilares. Nuestra ubicación general nos ubica en el puesto 65 con un puntaje de 4.2 sobre 7.0, mientras que en los aspectos referidos al mercado de valores nos ubica en el puesto 35 con un puntaje de 4.8 sobre 7.0. Para más información, véase: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2014-2015/economies/#economy=PER>.

es simple: Las acciones de inversión son percibidas como instrumentos de inversión representativas del patrimonio de la sociedad que únicamente otorga derechos económicos y que además son de libre negociabilidad.

A manera de ejemplo, en la actualidad existen inscritas en el Registro Público de Mercado de Valores (en adelante “RPMV”)

52 empresas con acciones de inversión, de las cuales solamente en junio de 2014, 31 de ellas se negociaron en el mercado secundario. Por otra parte, las acciones de inversión son también los instrumentos de capital variable más negociados después de las acciones comunes, representando en el 2013 el 3.68% del volumen total negociado en el año 2013, de acuerdo al siguiente detalle:

VOLUMEN NEGOCIADO						
MILLONES DE DÓLARES	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Acciones de capital	4,489.52	3,515.71	4,495.46	4,842.16	5,366.45	3,784.33
Acciones de inversión	396.09	257.17	361.68	685.13	230.76	221.12
ADR's	173.63	189.55	151.88	179.63	106.80	33.34
<b>TOTAL</b>	<b>7,887.66</b>	<b>5,710.10</b>	<b>6,748.56</b>	<b>7,817.16</b>	<b>7,616.56</b>	<b>6,002.35</b>

Fuente: Información pública disponible en la página web de la Bolsa de Valores de Lima

Asimismo, en términos de capitalización bursátil<sup>7</sup> las acciones de inversión únicamente representan alrededor del 4% de la capitalización de la Bolsa de Valores de Lima, teniendo en consideración que al año 2013 ésta ascendía a S/. 120'000,000.00 de los cuales S/. 4'899,000.00 representan la capitalización bursátil de las acciones de inversión, de acuerdo al siguiente detalle:

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL						
MILLONES DE DÓLARES	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Acciones de capital	55,064.04	103,673.79	155,169.83	116,930.23	146,167.98	115,753.96
Acciones de inversión	2,167.41	3,651.50	5,697.62	4,665.92	7,236.22	4,899.45
Capitalización total	57,231.44	107,325.29	160,867.45	121,596.15	153,404.20	120,653.41

Fuente: Información pública disponible en la página web de la Bolsa de Valores de Lima

No obstante, si bien es cierto las acciones de inversión no representan en el volumen de operaciones y en capitalización bursátil un número alto, es importante mencionar que sí son de los instrumentos más líquidos en la Bolsa de Valores de Lima, de acuerdo a la siguiente tabla:

7 Se entiende por capitalización bursátil al valor de mercado (en términos monetarios) de una empresa que tiene sus valores inscritos en la Bolsa de Valores. A partir de la sumatoria de las capitalizaciones bursátiles de las empresas inscritas se determina el tamaño de un mercado bursátil como la Bolsa de Valores de Lima.

NÚMERO DE OPERACIONES		
AÑO	2013	2014 <sup>8</sup>
Acciones de capital	141,484	113,101
Acciones de inversión	19,571	14,588
Juniors	14,061	5,507
ADR's	4,090	4,911
Instrumento de Deuda	2,068	3,068
Colocación Primaria	133	89
Operaciones de Reporte y Préstamo	10,695	9,712
Certificados Fondos de Inversión	137	137
<b>TOTAL</b>	<b>192,239</b>	<b>151,113</b>

Fuente: Información pública disponible en la página web de la Bolsa de Valores de Lima

Como se puede apreciar, en lo que va del año 2014 las acciones de inversión han representado alrededor del 10% del número total de operaciones realizadas en la Bolsa de Valores de Lima por detrás de las acciones de capital que representan casi el 88% del número total de operaciones.

De lo gráficos presentados se puede concluir que si bien el volumen, capitalización y número de operaciones con acciones de inversión no es un número elevado en la Bolsa de Valores de Lima, sus transacciones se ubican únicamente por debajo de las transacciones de acciones comunes. Teniendo en consideración ello, habría que preguntarnos ¿Cuál es la necesidad de eliminar un instrumento cuyo volumen transado, capitalización y número de operaciones lo hace uno de los instrumentos más líquidos y mejor cotizados en la Bolsa de Valores de Lima?

De acuerdo a información pública<sup>9</sup>, a abril del año 2014 los fondos administrados

por las Administradoras de Fondos de Pensiones (en adelante "AFPs") mantienen inversiones en acciones de inversión por un monto total ascendente a S/. 1'004,861.64. Si contrastamos dicha cifra con la capitalización bursátil de las acciones de inversión al año 2013, las AFPs tienen inversiones que representan aproximadamente el 20% de la capitalización bursátil. Ello quiere decir que el 20% del valor de las acciones de inversión se encuentra concentrado en únicamente 4 empresas que administran fondos de pensiones.

Sin perjuicio de lo anteriormente señalado, a continuación presentamos cuál ha sido el resultado de la aplicación de la Ley de Promoción de Canje o Redención. Según las Memorias Anuales de la Superintendencia de Mercado de Valores (en adelante "SMV") por el periodo comprendido entre los años 2006 y 2013, las ofertas públicas de redención y canje de acciones de inversión se realizaron de la siguiente manera:

8 Corte a agosto de 2014.

9 Nos referimos a la información disponible en la página web de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs. Para mayor información, véase:

OFERTAS PÚBLICAS DE REDENCIÓN Y CANJE DE ACCIONES DE INVERSIÓN							
2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
No se realizaron ofertas	Kraft Foods Perú S.A.	Volcan Compañía Minera S.A.A	Nestlé Perú S.A.	British American Tobacco	Asea Brown Boveri S.A.	Clariant Perú S.A.	No se realizaron ofertas
	Compañía Minera Atacocha S.A.A.	Inca Tops S.A		Productos de Aceros Cassadó S.A.	Lápices y Conexos S.A.		
	Compañía Minera Argentum S.A.				Cementos Lima S.A.A.		

Fuente: Información pública disponible en la página web de la Superintendencia del Mercado de Valores

Como se puede apreciar, de las 52 empresas con acciones de inversión inscritas en el RPMV únicamente 12 de ellas han llevado procesos de canje o redención de acciones bajo lo establecido por la Ley de Promoción de Canje o Redención.

A continuación y considerando la situación actual de las acciones de inversión, procederemos a analizar cada uno de los actores involucrados en el proceso de canje o redención de acciones a efectos de determinar cuáles son sus principales incentivos en el marco de dichos procesos.

#### IV. Análisis de Incentivos

Como fue mencionado, en el marco de los intentos por realizar la conversión o redención de las acciones de inversión se promulgó en el año 2006 la Ley de Promoción de Canje o Redención. Sin embargo, de acuerdo a información pública presentada, hasta el año 2013 únicamente se habían realizado doce ofertas públicas de canje o redención de acciones de inversión.

En ese sentido, es relevante analizar los incentivos de cada una de las partes que se podrían ver inmersas en un proceso de canje o conversión de acciones de inversión a efectos de identificar qué se hizo mal, qué se debería cambiar y si, finalmente, una propuesta de canje o redención voluntaria de acciones de inversión es viable considerando la situación actual de estos instrumentos señalada en el apartado precedente.

##### (a) Respecto a los accionistas:

De acuerdo al artículo 115° de la Ley General de Sociedades, es atribución de la Junta General de Accionistas acordar el aumento o reducción del capital de la sociedad, motivo por el cual cualquier acuerdo de conversión de acciones de inversión en acciones comunes deberá ser aprobado por la sociedad mediante Junta General de Accionistas. Ello debido a que el canje de acciones de inversión en acciones con o sin derecho a voto implicará necesariamente una reducción de la Cuenta Acciones de Inversión y un aumento del capital social de la sociedad.

No obstante, los accionistas no tienen incentivos para tomar dicho acuerdo en junta general de accionistas, toda vez que realizar una oferta de conversión de acciones de inversión en acciones con o sin derecho a voto implicará para los accionistas de la sociedad reconocer a los tenedores de acciones de inversión derechos políticos que son atribuidos a los accionistas con o sin derecho a voto.

En esa misma línea, los accionistas mayoritarios de una sociedad no tienen incentivos para acordar la realización de la oferta de conversión de acciones de inversión en acciones con o sin derecho a voto, toda vez que ello implicará contar con nuevos accionistas minoritarios que de representar el 20% o más del capital social podrán ejercer derechos como: Convocatoria a junta, derecho de información, derecho a impugnar acuerdos societarios, etc.

Teniendo en consideración lo antes mencionado, los accionistas de una sociedad no tienen incentivos suficientes para efectos de acordar la realización de una oferta de canje o conversión de acciones de inversión en acciones con o sin derecho a voto. Ejemplo de ello es que de las 52 empresas con acciones de inversión inscritas en el RPMV sólo se han llevado a cabo cuatro ofertas de canje de acciones de inversión (Compañía Minera Atacocha S.A.A., Compañía Minera Argentum S.A., Volcan Compañía Minera S.A.A. e Inca Tops S.A.) de las cuales en sólo tres de ellas se canjearon las acciones de inversión por acciones comunes<sup>10</sup>.

## (b) Respecto a los administradores:

Considerando que las ofertas de canje de acciones son atribución de la Junta General de Accionistas, la administración de las sociedades que cuenten con acciones de inversión estaría facultada a realizar y aprobar las ofertas de redención de acciones de inversión, siempre que ello no implique la enajenación, en un sólo acto, de activos cuyo valor contable exceda el cincuenta por ciento del capital de la sociedad, en cuyo supuesto este acuerdo será atribución de la Junta General de Accionistas.

Para efectos que se lleve a cabo esta oferta de redención de acciones de inversión, la administración de la sociedad deberá evaluar cuáles serían las ventajas de eliminar la Cuenta de Acciones de Inversión y cuál sería la retribución que recibirían los tenedores de acciones de inversión por la redención de estos títulos.

No obstante, creemos que las acciones de inversión no representan un problema para la administración de la sociedad, puesto que su existencia no implica un perjuicio económico, contable o financiero. Es decir, la existencia de una Cuenta de Acciones de Inversión no impide que la sociedad pueda llevar a cabo las actividades establecidas en su objeto social, pueda acceder a créditos o financiamiento para llevar a cabo estas actividades o pueda contratar en general.

En contraste, llevar a cabo una oferta de redención de acciones, implicará para la administración de una sociedad: (i) Desembolsar un monto a través del cual se vean satisfechos los intereses de los titulares de acciones de inversión; y, (ii) conciliar dicha estrategia que no beneficia ni perjudica la situación de la sociedad con los intereses de los accionistas.

<sup>10</sup> De acuerdo a la información pública disponible en la página web de la SMV, la oferta de canje de acciones en el caso de Compañía Minera Argentum S.A. implicó la conversión de una acción de inversión en un papel comercial a 90 días con un valor nominal de S/. 13.54 y un rendimiento de 5.51% anual.

Sin perjuicio de ello, la administración sí podría considerar como una estrategia válida llevar a cabo una oferta de redención de acciones de inversión si ello implicara el deslistado de todos los valores inscritos en el RPMV y la Bolsa de Valores de Lima, con lo cual el costo regulatorio que implica ser parte del mercado de valores peruano sea eliminado (envío de información financiera, reporte de hechos de importancia, etc.).

Ejemplo de ello es que de las ocho empresas que llevaron a cabo ofertas de redención de acciones de inversión, seis de estas empresas a la fecha ya no cuentan con ningún valor inscrito en el RPMV (Kraft Foods Perú S.A., Nestlé Perú S.A., Productos de Aceros Cassadó S.A., Asea Brown Boveri S.A. – ABB S.A., Lápices y Conexos S.A. y Clairant Perú S.A.) y por lo tanto no asumen el costo regulatorio que implica ser partícipe del mercado de valores peruano.

Sin embargo, para que dicha estrategia sea válida el precio a pagar por la sociedad por la redención de las acciones de inversión debería representar un beneficio frente al costo regulatorio que implica para la sociedad ser parte del mercado de valores peruano.

De esta manera, consideramos que es poco probable que la administración de una sociedad pueda encontrar suficientes incentivos para llevar a cabo una oferta de redención de acciones de inversión, salvo que ello implique la eliminación del costo regulatorio por ser parte del mercado de valores peruano.

**(c) Respecto a los tenedores de acciones de inversión**

Como fuera indicado con anterioridad, los accionistas no cuentan con suficientes incentivos para llevar a cabo una

oferta de canje de acciones de inversión en acciones con o sin derecho a voto. Sin perjuicio de ello, aún en el supuesto que se lleve a cabo esta oferta de canje o redención de acciones de inversión, creemos que tampoco existen suficientes incentivos en los tenedores de acciones de inversión para convertirse en accionistas con o sin derecho a voto.

Ello debido a que la potencial relación de canje que se otorgará a los tenedores de acciones de inversión razonablemente implicará una menor valoración de las acciones de inversión frente a acciones con o sin derecho a voto, por lo que el *ratio* de canje implicaría recibir menos acciones con o sin derecho a voto de las acciones de inversión de las cuales una persona es titular.

Como consecuencia de ello, la proporcionalidad entre la Cuenta de Acciones de Inversión y el capital social se vería alterada puesto que al aumentarse el capital social y al emitirse menos acciones con o sin derecho a voto de las acciones de inversión existentes, el dividendo a ser percibido por los antiguos titulares de acciones de inversión disminuirá.

Nos explicamos, imaginemos una sociedad con un capital social de S/. 1,000.00 representadas por 1,000 acciones comunes con derecho a voto de un valor nominal de S/. 1.00 cada una y con una Cuenta de Acciones de Inversión que asciende a S/. 1.000.00 representada por 1,000 acciones de inversión de un valor nominal de S/. 1.00 cada una.

En el supuesto que la sociedad distribuya dividendos por S/. 100,000.00 a cada acción con derecho a voto le corresponderá un dividendo de S/. 50.00, mientras que considerando la proporcionalidad entre el capital social y la Cuenta de Acciones de Inversión, a cada titular de

acciones de inversión le corresponderá, de igual manera, un dividendo ascendente a S/. 50.00 por acción de inversión.

Así, en caso se lleve a cabo una oferta de canje de acciones de dos acciones de inversión por una acción común, el capital social de la sociedad aumentaría a S/. 1,500.00<sup>11</sup> representada por 1,500 acciones de un valor nominal de S/. 1.00. En el supuesto que se distribuyan nuevamente S/. 100,000.00 cada acción recibirá como dividendos S/. 66.66 que es significativamente menos que los S/. 100.00 que recibía un tenedor de dos acciones de inversión.

Teniendo en consideración estos motivos, un accionista de inversión que no tenga un interés que justifique ejercer derechos políticos no tendría incentivos en aceptar una oferta de canje de acciones, salvo que ésta implique un *ratio* de conversión que le permita mantenerse, por lo menos, en la misma posición que tiene con respecto al reparto de dividendos mediante la tenencia de acciones de inversión.

Por estos motivos, las tres ofertas de canje de acciones de inversión por acciones comunes que se han realizado en el mercado de valores peruano implicaron el canje de una acción de inversión por una acción común. De esta manera, en los casos de Compañía Minera Atacocha S.A.A. y Volcan Compañía Minera S.A.A. se pactó un *ratio* de canje de una acción de inversión por una acción común clase B, mientras que en el caso de Inca Tops S.A. se pactó un *ratio* de una acción de inversión por una acción común.

11 Al respecto, notar que existen S/. 500.00 de la Cuenta de Acciones de Inversión que no formarían parte del capital social de la sociedad puesto que el *ratio* de conversión es de dos acciones de inversión por una acción común.

Por otra parte, las ofertas de redención de acciones de inversión siguen la misma lógica expuesta en este apartado, toda vez que el monto a ser recibido por acción implicará una desinversión que necesariamente tendrá que mejorar la situación del tenedor de acciones de inversión frente a la posibilidad de recibir dividendos periódicos o eventuales.

A ello debemos añadir que la administración en dicho supuesto deberá pactar un valor de redención que satisfaga a todos los tenedores de acciones de inversión en tanto, como fuera señalado precedentemente, el principal incentivo de una administración para llevar a cabo esta oferta se encontraría en la posibilidad de eliminar el costo regulatorio del mercado de valores mediante el deslistado de todos los valores mobiliarios inscritos en el RPMV y en la Bolsa de Valores de Lima.

En tal sentido, el monto a ser pagado por la redención de acciones de inversión tenderá a ser alto puesto que se busca la redención de la totalidad de acciones de inversión. Ejemplo de ello es que de las seis ofertas de redención de acciones de inversión de empresas ya no listadas han tenido una tasa de aceptación de aproximadamente del 90% en promedio.

Por lo tanto, no existen fuertes incentivos para la aceptación de las ofertas de canje de acciones de inversión por parte de los tenedores de acciones de inversión y, aun cuando se puede optar por una oferta de redención de acciones de inversión, el precio a pagarse tenderá a ser alto considerando que se busca redimir la totalidad de acciones de inversión existentes, supuesto en el cual la administración de una sociedad podrá no estar incentivada a pagar un precio alto por redimir a las acciones de inversión.

**(d) Respeto a otros inversionistas**

Las inversiones realizadas por terceros diferentes a los titulares de acciones de inversión pueden provenir de inversionistas locales como de inversionistas extranjeros. Respecto de los primeros, estos inversionistas tienen conocimiento del ordenamiento jurídico peruano y consecuentemente conocen las particularidades de instrumentos *sui generis* como las acciones de inversión. Quizás el ejemplo más claro de ello radique en que las AFP concentren el 20% del valor de capitalización bursátil de las acciones de inversión inscritas en la Bolsa de Valores de Lima.

No obstante, para los inversionistas extranjeros, las acciones de inversión pueden ser percibidas como una traba o desincentivo para la inversión. Imaginemos un proceso de adquisición de una empresa (en adelante “M&A”) cuyas acciones de inversión se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Lima y sobre la cual existe un interés de un inversionista extranjero en adquirir control.

En dicho supuesto, el inversionista extranjero acostumbrado a las transacciones estándar podría considerar que: (i) Los derechos económicos atribuidos a las acciones no permiten un manejo eficiente de la empresa objetivo; (ii) una oferta de canje de acciones de inversión por acciones comunes reducirá el porcentaje a ser adquirido y otorgará derechos políticos; o, (iii) la redención de las acciones de inversión se llevará a cabo por un precio alto, etc.

Ejemplos como el anterior se pueden extrapolar a todo tipo de financiamiento con entidades bancarias internacionales, organismos multilaterales, fondos de inversión extranjeros, emisión de obligaciones en mercados extranjeros, etc.

En nuestra experiencia, la existencia de acciones de inversión en una empresa, si es que no es considerada en un caso extremo como un *deal breaker*, al menos representan para nosotros, abogados, algunas semanas de informes, memorándums y cuestionarios explicando la naturaleza *sui generis* de las acciones de inversión.

**(e) Respeto al Estado**

De acuerdo al artículo 59° de la Constitución Política del Perú<sup>12</sup>, el Estado tiene como parte de sus principales atribuciones incentivar la generación de riqueza, por lo que la Ley de Promoción de Canje o Redención tiene como finalidad incentivar las inversiones en el mercado de valores peruano permitiendo su dinamización.

Sin embargo, el Estado ha considerado que la existencia de las acciones de inversión son una traba para el desarrollo del mercado de valores peruano, dado que si bien son instrumentos cuya capitalización bursátil y liquidez son importantes, no representan instrumentos estándares que permitan homogeneizar las transacciones con inversionistas extranjeros.

Al respecto, como fuera mencionado en el literal (d) precedente, el Estado ha considerado necesario desarrollar un mecanismo voluntario de canje o redención de acciones de inversión que permitan a las sociedades estandarizar instrumentos que permitan: (i) El acceso de inversionistas extranjeros a las empresas peruanas y

12 “Artículo 59. El Estado estimula la creación de riqueza y garantiza la libertad de trabajo y la libertad de empresa, comercio e industria. El ejercicio de estas libertades no debe ser lesivo a la moral, ni a la salud, ni a la seguridad pública. El Estado brinda oportunidades de superación a los sectores que sufren cualquier desigualdad; en tal sentido, promueve las pequeñas empresas en todas sus modalidades”. El subrayado es nuestro.

(ii) la búsqueda de empresas peruanas de financiamiento en el exterior.

Es por estos motivos que, sin perjuicio de las razones constitucionales que harían inviable una propuesta de canje obligatorio de acciones de inversión, el Estado ha decidido promover el desarrollo del mercado de valores peruano ofreciendo como alternativa el canje o redención voluntario de acciones de inversión.

## V. El futuro de las Acciones de Inversión

Tal como se ha desarrollado a lo largo del presente artículo, las acciones de inversión en el Perú son actualmente un instrumento *sui generis* que cuentan con un dinamismo acelerado en el mercado de valores peruano pero que no representan un instrumento estandarizado en el exterior que permita la participación de más inversionistas extranjeros y el acceso de empresas peruanas a financiamientos del exterior.

Sin embargo, como fuera presentado a lo largo del presente artículo existen pocos incentivos para las sociedades con acciones de inversión en iniciar un procedimiento de oferta de canje o redención de acciones de inversión de acuerdo a lo establecido por la Ley de Promoción de Canje o Redención. Ello debido a que los accionistas, los administradores ni los tenedores de acciones de inversión como principales actores en dicho proceso, no cuentan con suficientes incentivos para realizar o aceptar la oferta de canje o redención según sea el caso.

Es por estos motivos que de un universo de 52 sociedades inscritas en el RPMV a la fecha únicamente 12 han realizado ofertas de canje o redención de acciones de inversión, de las cuales la mitad ya no tienen ningún valor inscrito en el RPMV y listado en la Bolsa de Valores de Lima. Teniendo ello en consideración, ¿Cuál sería la razón para contar con una Ley de Promoción de Canje o Redención

que únicamente desincentiva el deslistado de valores en empresas que sólo tienen acciones de inversión inscritas en el RPMV?

Creemos que la respuesta se encuentra en el rol que cumple el inversionista extranjero, puesto que la necesidad de adecuarse a mercados internacionales ya sea en un proceso de M&A o en la búsqueda de financiamiento de inversionistas extranjeros o en mercados internacionales, es un suficiente incentivo para promover por parte de la administración y los accionistas ofertas de canje o redención de acciones de inversión y de los tenedores de estas últimas en aceptarlas.

En ese sentido, conforme a lo planteado en este artículo, la Ley de Promoción de Canje o Redención no cae en el error de obligar o buscar incentivos externos para promover el canje o redención de acciones de inversión, puesto que cabe la posibilidad que el legislador haya considerado que la sola existencia de necesidad de estandarizar a las sociedades a mercados internacionales provocará que la propia empresa encuentre incentivos suficientes para promover la existencia de ofertas de canje o redención.

Por estos motivos, a diferencia de la propuesta del fallecido congresista Diez Canseco, creemos que debería cerrarse todo debate en relación a la falta de iniciativas de ofertas bajo la Ley de Promoción de Canje o Redención y consecuentemente no promover propuestas de conversión o redención voluntarias u obligatorias, ya que bajo el régimen actual nadie mejor que los propios administradores o accionistas de una empresa para determinar cuándo resulta necesario estandarizarse para inversionistas extranjeros y un mercado internacional.

Es por ello que, por ejemplo, empresas como Unión Andina de Cementos S.A.A. (antes Cementos Lima S.A.A.), Compañía Minera Atacocha S.A.A. y Volcan Compañía Minera

S.A.A. realizaron ofertas de canje o redención respectivamente y ahora se ubican en el puesto 19 en capitalización bursátil, en el puesto 12 en empresas con más número de operaciones y en el puesto 2 con más número de operaciones respectivamente.

Por todo lo expuesto, si nos preguntáramos ¿Cuál es el futuro de las acciones

de inversión en el Perú?, tendríamos que señalar que en la medida que continúe el proceso de internacionalización de nuestro mercado de valores, las empresas irán estandarizando sus instrumentos bajo la Ley de Promoción de Canje o Redención, por lo que hasta que ello ocurra, las acciones de inversión se mantendrán en nuestro ordenamiento jurídico.