
Una posible explicación sobre la concentración de la propiedad accionaria en las empresas peruanas^(*)

José A. Jiménez Chocano^(**)

Abogado. Master en Derecho por la Universidad de Toronto.

*“Equity is soft, debt hard.
Equity is forgiving, debt insistent.
Equity is a pillow, debt a sword”^(***)*
Bennet, G. y Glassman, D.

A través del análisis de información relacionada con las empresas bancarias peruanas o también llamadas “bancos multinegocios”, el autor afirma que existe una importante concentración de recursos en estas instituciones del sector financiero, y explica que esta situación se ha podido sostener en la última década -entre otros factores- gracias a la protección constitucional que existe sobre los depósitos, a una regulación bancaria estricta, a algunas limitaciones legales que existen para algunos inversionistas institucionales y, finalmente, debido al rol de los bancos en la supervisión de las empresas peruanas. El autor sostiene que la concentración de recursos en el sector bancario ha provocado que las empresas peruanas financien sus operaciones mediante préstamos, siendo eso lo que explicaría que la propiedad accionaria de éstas se encuentre

concentrada. Con el objeto de confirmar esa hipótesis, el autor ha revisado la estructura accionaria de algunas de las más importantes empresas peruanas, detectando que la mayoría de ellas posee estructuras con propiedad accionaria concentrada, así como que siendo las empresas bancarias las grandes acreedores de éstas, el rol que éstas han asumido en el sistema económico resulta especialmente importante.

1. Introducción.

Mientras que las empresas con propiedad accionaria difundida son la norma en Estados Unidos y en Reino Unido, las empresas controladas por pocos accionistas son la regla en casi todo el resto del mundo⁽¹⁾⁽²⁾. Algunos estudiosos afirman que en

(*) Título original: *A Possible Explanation of the Concentrated Corporate Ownership Structure in Peruvian Corporations*. La traducción, con autorización del autor, ha estado a cargo de Santiago Verdera Chonati, alumno del séptimo ciclo de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú y miembro de la Asociación Civil Ius et Veritas.

(**) Agradecimientos particulares son dedicados por el autor a los profesores Edward M. Iacobucci y Randal Morck por haber contribuido con el autor mediante sus brillantes lecciones en los cursos de finanzas corporativas. El artículo es dedicado a Gonzalo De Las Casas por sus continuas enseñanzas en temas corporativos en el campo profesional.

(***) BENNET, G. y David M. GLASSMAN citados por MICHAEL C. Jensen. *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review, 1989. p. 72.

(1) SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. *A Survey of Corporate Governance*. En: *The Journal of Finance*. Volumen LII. Número 2. Junio de 1997. p. 754.

(2) LA PORTA, Rafaely otros. *Corporate Ownership Around the World* en *The Journal of Finance*. Volumen LIV. Número 2. Abril 1999. p. 472.

los países de América Latina -como el Perú- las compañías mantienen estructuras accionarias con propiedad concentrada⁽³⁾. De hecho, la información que se analiza en este artículo, confirma que el sector empresarial peruano está conformado, básicamente, por empresas con propiedad accionaria concentrada, lo cual significa que el mayor porcentaje de las acciones representativas del capital social se encuentra bajo el control de grupos familiares o grupos de inversionistas nacionales y extranjeros. La concentración de la propiedad en el capital social de las empresas peruanas, revelaría, entonces, que éstas no financian sus negocios mediante la emisión de nuevas acciones representativas de capital social para colocarlas en el mercado de valores peruano.

A su vez, la información obtenida a través de la página web de diversos organismos estatales pone en evidencia que en los bancos pertenecientes al sistema financiero peruano existe una importante concentración de recursos, la cual se ha consolidado a lo largo de la última década.

La información analizada en el presente artículo permite sostener que la estructura del sistema financiero peruano y la forma como éste se encuentra regulado ha contribuido no sólo a la concentración de los recursos en este sector de la economía, sino, incluso, a que la estructura de las finanzas corporativas de las empresas peruanas se caracterice por la concentración de la propiedad accionaria. Más aun, la regulación emitida a lo largo de la última década es lo que habría incentivado que el público concentre sus inversiones en las empresas bancarias mediante depósitos, siendo eso lo que habría permitido que las empresas bancarias actúen como la más común e importante fuente de financiamiento para las actividades empresariales de las corporaciones peruanas.

Y, claro, debido a que la mayoría de sus actividades de negocios se han financiado a través de préstamos provenientes del sector bancario, es lógico que las empresas peruanas presenten

significativos niveles de endeudamiento con este sector. Justamente, la información que ha servido de base para este análisis confirma que pese a concentrar los recursos de nuestro sistema económico, las empresas bancarias no están dispuestas a invertir en capital social. Su participación en el sector empresarial se reduce al otorgamiento de préstamos en diversas modalidades, lo cual no debe sorprender, pues también ocurre en países desarrollados como Canadá⁽⁴⁾.

Lo propuesto a través de este trabajo no pretende desconocer que las empresas peruanas pueden recurrir a otras fuentes de financiamiento externas como créditos comerciales o de proveedores, o emisiones de bonos, e incluso, a financiamientos internos como retenciones de ingresos o capitalización de dividendos.

2. Acerca de la información encontrada y sus limitaciones.

2.1. Información sobre las estructuras accionarias de las empresas peruanas.

Debido a que en el Perú no existe un registro público de acciones y transferencias, ha resultado difícil encontrar información que ayude a conocer la estructura accionaria de las empresas peruanas. Aún así, en la página web de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores en el Perú (CONASEV), organismo estatal al que determinadas empresas peruanas deben comunicar -por imposición legal- la emisión de acciones representativas de su capital social y sus transferencias cuando éstas superan un determinado porcentaje establecido por ley⁽⁵⁾, se ha podido ubicar un ranking que recopila información relevante de 2,500 empresas peruanas en el año 1999. Sobre la base de esa data, se ha intentado determinar la estructura accionaria de las 30 primeras empresas que lideran ese ranking (Ver Cuadro No. 1). El resultado de esa investigación se explica en los párrafos siguientes.

(3) SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. Op. cit.; p. 754. Estos estudiosos mencionan lo siguiente: "(e)n la mayor parte del mundo, incluyendo la mayoría de Europa (por ejemplo Italia, Finlandia y Suecia), así como en América Latina, las empresas típicamente tienen dueños que las controlan, quienes usualmente son los fundadores de las mismas".

(4) DANIELS, J. Ronald y Edward IACOBUCCI. *Some of the Causes and Consequences of Corporate Ownership Concentration in Canada*. En MORK, K. *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: Randall, University of Chicago Press, 2000. p. 87.

(5) La información relativa al accionariado de las empresas analizadas puede encontrarse en la página web de CONASEV: www.conasev.gob.pe.

Cuadro No. 1

Ranking de las 30 Empresas líderes en el Perú en el año 1999

#	EMPRESA	CII U	Ingresos 1999	TOTAL DE ACTIVOS 1999	TOTAL ACTIVO 1999	EQUITY NET WORTH 1999	Ganancias o Pérdidas 1999
1	TELEFONICA DEL PERU S.A.A.	6420	4,238,284	11,443,699	8,723,364	4,720,764	687,374
2	REFINERIA LA PAMPILLA S.A.	2320	2,793,487	903,132	472,264	538,557	114,818
3	BANCO DE CREDITO DEL PERU	6519	2,060,945	16,485,685	600,318	1,642,897	106,317
4	SOUTHERN PERU COPPER CORPORATION	1320	2,040,378	3,286,814	2,027,187	2,187,431	-37,647
5	OCCIDENTAL PERUANA INC. SUCURSAL DEL PERU	1110	1,511,552	1,278,424	922,317	343,662	-22,064
6	BANCO WIESE SUDAMERIS S.A.A	6519	1,437,013	14,626,179	692,108	1,162,114	13,135
7	ALICORP, SOCIEDAD ANONIMA	1549	1,400,422	1,874,056	970,777	741,466	-72,868
8	BANCO CONTINENTAL	6519	1,218,354	9,425,699	299,434	917,769	72,191
9	MOBIL OIL DEL PERU S.A.	2320	1,146,355	387,875	123,397	80,907	-11,988
10	COMPAÑÍA DE PETROLEO SHELL DEL PERU S.A.	5141	1,025,615	435,089	280,643	254,688	18,242
11	LUZ DEL SUR S.A.A.	4010	940,446	1,350,856	1,063,939	793,139	142,763
12	COMPANIA MINERA SANIGNACIO DE MOROCOCHA S.A.	5122	931,065	80,836	5,444	-73,506	11,893
13	CARGILL PERÚ S.A	5190	923,665	172,356	2,877	26,991	13,207
14	UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A.	1553	895,905	2,271,397	830,148	1,643,025	177,014
15	EDELNOR S.A.A.	4010	890,361	2,053,086	1,733,508	1,284,327	107,323
16	PERUANA DE COMBUSTIBLES S.A.	5141	854,594	49,759	2,805	12,934	5,001
17	MINERA BARRICK MISQUICHILCA S.A.	1429	852,220	2,654,746	544,908	1,650,118	169,499

18	BANCO INTERNACIONAL DEL PERU S.A.A. - INTERBANK	6519	728,026	5,216,560	184,572	401,636	10,521
19	FERREYROS S.A.A.	5150	682,462	793,165	184,377	230,327	-10,443
20	MOLINOS MAYO S.A.	0122	661,333	372,325	127,704	129,229	9,534
21	GLORIA S.A.	1520	659,160	1,034,082	377,522	465,708	34,710
22	GRANA Y MONTERO S.A.	4520	656,275	505,698	152,161	149,864	8,509
23	QUIMICA SUIZA S.A.	5190	630,731	243,946	28,599	33,568	112
24	REPSOL YPF COMERCIAL DEL PERU S.A.	5141	620,923	545,806	352,923	174,894	-30,229
25	SUPERMERCADOS SANTA ISABEL S.A.	5211	590,187	272,866	152,983	99,556	-10,212
26	BANCO SANTANDER - PERU	6519	586,181	5,219,371	249,978	494,333	47,156
27	NESTLE PERU S.A.	1520	553,367	385,251	219,063	134,512	1,844
28	PROCTER & GAMBLE PERU S.A.	5190	541,768	243,977	73,742	139,497	11,632
29	SAGA FALABELLA	5239	535,511	270,504	154,205	98,145	13,923
30	SOCIEDAD MINERA REFINERIA DE ZINC DE CAJAMARCA	2720	524,867	862,414	598,007	320,194	21,732

Fuente: CONASEV www.conasev.gob.pe

De la muestra sometida a análisis, sólo en 17 de ellas se pudo encontrar información relacionada con su estructura accionaria, y ésta permitió constatar que el 82.4 por ciento de éstas presenta accionariado claramente concentrado, con niveles de un único propietario, así como que éstos concentran más del 66.6 por ciento del total de las acciones, lo cual resulta especialmente relevante debido a que ese es el porcentaje que se necesita en nuestro país para controlar en forma absoluta una empresa. En función de lo previsto en el artículo 127 de la Ley General de Sociedades, los acuerdos más estrictos, como las modificaciones del estatuto social, aumentos y reducciones de capital o fusiones y otro tipo de reorganizaciones, se adoptan con el voto de acciones que representen, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con

derecho a voto. Aunque el artículo en referencia permite que los accionistas impongan porcentajes mayores para la aprobación de ese tipo de acuerdos, eso no resta importancia a la concentración accionaria constatada, ni tampoco, a que ésta es de suma utilidad para conseguir el control de una compañía.

De otro lado, tras analizar la composición accionaria del 17.6 por ciento restante se pudo comprobar no sólo que éstas no presentan niveles absolutos de concentración accionaria, sino que todas tienen pocos accionistas (entre 3 y 6) que poseen entre el 5 por ciento y el 25 por ciento de acciones cada uno, que en conjunto -y en casi todos los casos- sirven para consolidar mayorías simples (51 por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto). En todo caso, es notorio que estas empresas

presentan niveles relativos de concentración accionaria, por lo menos el necesario para controlar a la empresa conforme su estatuto social, de modo que a éstas podríamos clasificarlas como empresas de accionariado concentrado “relativo”.

Del análisis de esta pequeña data se corrobora que las empresas peruanas tienen accionariado concentrado en su mayoría en niveles muy elevados y en su minoría con niveles relativos. Asimismo, queda en evidencia que en nuestro país no existen empresas con accionariado altamente difundido, es decir, en donde no existe un accionista que ejerza el control de la empresa -como en países como los Estados Unidos o el Reino Unido.

Es conveniente advertir que el análisis que sirve como sustento del presente trabajo, no ha tomado en cuenta el “dueño final” de las acciones. Sólo ha considerado la información accionaria encontrada en su nivel “visible” o “primer nivel” de accionistas. Eso se debe a que en la estructura accionaria de muchas de las empresas analizadas se ha detectado que la propiedad de las acciones recae en otras empresas que tienen sus propios accionistas. Por ello, sólo como producto de un análisis profundo, sería posible identificar a los dueños finales, quienes, por ejemplo, podrían ser grupos familiares o inversionistas institucionales extranjeros con accionariado difundidos en su nivel final. Hacemos esta advertencia no sólo por la inexistencia de un registro público que ayude en esta tarea, sino por la privacidad que conservan la mayoría de empresas del medio en esta materia. En todo caso, resulta relevante que en el primer nivel o nivel visible de dueños de las acciones, es decir, de aquellos accionistas que aparecen registrados en las empresas como tales y quienes ejercen sus derechos de voz y voto, la concentración accionaria es evidente y ello resulta trascendente para la estructura corporativa de financiamiento de estas empresas conforme se propone en este artículo.

Finalmente, resulta pertinente aclarar que dentro del grupo de empresas analizadas se encuentran cuatro exitosos bancos del sistema financiero nacional, los mismos que cuentan con estructuras de accionariado concentrado en el llamado primer nivel o el nivel visible de accionistas. Se hace esta

aclaración debido a que este rasgo ayuda a confirmar la hipótesis de este artículo, en el sentido que las empresas peruanas son de accionariado concentrado.

Sin embargo, para efecto del presente artículo, las cuatro empresas bancarias en referencia no deben ser consideradas, pues si bien su estructura accionaria es similar la de otras empresas líderes en el Perú, éstas no necesitan de “préstamos bancarios” para financiar sus operaciones. En lugar de ello, estas instituciones se sostienen no sólo con el aporte efectivo de sus fundadores, sino con el dinero depositado por sus ahorristas, debiendo preservar durante toda su vida empresarial un cierto nivel de capital social líquido (como se explicará más adelante), lo cual no ocurre con el común de las empresas peruanas constituidas al amparo de la Ley General de Sociedades.

Con todo, lo cierto es que aun excluyendo de este análisis a las cuatro empresas bancarias en mención, se puede advertir que el porcentaje de empresas con niveles agudos de accionariado concentrado es del orden del 77 por ciento, mientras que el 23 por ciento restante estaría conformado por empresas con niveles de accionariado concentrado relativo, sin que existan empresas con accionariado altamente difundido, al menos no al “nivel visible” de accionistas.

2.2. Información sobre la concentración de recursos en el sector bancario peruano.

Ahora bien, con relación a la posible concentración de recursos en el sector bancario peruano, información emitida por el Banco Central de Reserva del Perú muestra que en once años, es decir entre los años 1990 y 2001, los ahorros financieros en dicho sector han aumentado hasta 65 veces (Ver Cuadro No. 2). Ciertamente, en el año 1990, el monto total de los ahorros financieros era de S/. 777,5 millones (aproximadamente US\$ 224,8 millones); en el año 1995 dichos ahorros ascendían a S/. 19,343 millones (aproximadamente US\$ 5,606.6 millones) y finalmente, en el año 2000 el monto total de los mismos fue de S/. 51,668.0 millones (aproximadamente US\$ 14,976.0 millones).

Cuadro 2
Tema: Composición de Ahorros
Nombre : Ahorros Financieros
Moneda: Millones de Nuevos Soles
Período: 1986 – 2001
Variable: Monto
Frecuencia: Anual
Cover: Nacional

Año	Monto
1986	0.0
1987	0.1
1988	0.6
1989	14.9
1990	755.6
1991	3,301.2
1992	6,047.6
1993	9,915.0
1994	14,547.0
1995	19,343.0

1996	28,361.0
1997	34,482.0
1998	39,374.0
1999	46,075.0
2000	48,573.0
2001	51,668.0

Fuente: Banco Central de Reserva, del portal del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), 2003.
Website: www.inei.gob.pe

Con respecto a los depósitos, la situación se ha mostrado similar en las instituciones del sistema bancario peruano. Parece ser que en la década pasada, los peruanos con capacidad de ahorro han confiado más en las empresas bancarias tras considerar que éstas tienen mejor habilidad para invertir y proteger sus recursos, y descartando la posibilidad de invertir por sí mismos en el mercado de capitales, como ocurre en otros países altamente desarrollados como los Estados Unidos o el Reino Unido. En efecto, según información del Banco Central de Reserva del Perú, en 1991 el total de ahorros en moneda local incluyendo depósitos (ahorros y depósitos a plazo en moneda local) fue de S/. 555 millones (aproximadamente US \$ 161 millones), en el año 1995 fue de S/. 3,253 millones (aproximadamente US \$ 943 millones) y, finalmente, en julio del año 2000 el monto total de tales ahorros

fue de S/. 5,683 millones (aproximadamente US \$ 1,647 millones)⁽⁶⁾.

Este aumento en los depósitos que se realizaron en las empresas bancarias ocurrió aún cuando las tasas de interés nominal que se pagaban por los ahorros y depósitos a plazo disminuyeron en los últimos 10 años (Ver Cuadro No. 3), y pese a que durante este periodo (1991 - 2000) un importante número de bancos quedaron sometidos a procesos de liquidación o reorganización debido a su situación de insolvencia. Más aun, es probable que debido a estos factores y a la competencia actual en el mercado con inversionistas institucionales tales como fondos mutuos y fondos privados de pensiones, desde 1997 hasta el 2000, se aprecie que los depósitos en el Perú no han aumentado de manera significativa y la hipótesis que este artículo analiza, podría sufrir cambios en la siguiente década.

(6) Información obtenida es al 31 de julio del año 2000 y fue obtenida de la página web del Banco Central de Reserva del Perú: www.bcrp.gob.pe

Cuadro No. 3

AÑO	Tasa de interés Promedio sobre depósitos (Fijada por el Banco Central de Reserva del Perú)		Tasa de interés de promedio en ahorros (Bancos)	
	NOMINAL	REAL 1/	NOMINAL	REAL 1/
1991	7.8	-16.3	8.5	-15.7
1992	5.8	14.6	6.3	15.1
1993	5.0	-0.7	5.2	-0.5
1994	4.9	-7.8	4.6	-8.1
1995	6.2	2.1	5.1	1.0
1996	5.7	6.0	4.7	5.0
1997	5.2	3.8	4.3	2.9
1998	5.4	14.8	4.5	13.8
1999	4.9	12.2	3.8	11.0
2000	4.6	2.0	3.3	0.7
2001	2.2	-0.1	1.2	-1.1
2002	1.3	2.1	0.7	1.5

1/: Se ajusta la tasa de interés nominal por la variación del tipo de cambio últimos doce meses y se descuenta por la tasa de inflación últimos doce meses.

Fuente: Banco Central de Reserva. Por: Sub Oficina del Sector monetario. www.bcrp.gob.pe/Espanol/WEstadistica/Cuadros/Anuales/Anexo_66.xls

Luego de haber verificado que, por un lado, existe una concentración de propiedad del accionariado de importantes empresas peruanas y que, por otro lado, en la última década ha ocurrido una importante concentración de recursos en el sector financiero, como lo demuestran los niveles de ahorro financiero

y el nivel de depósitos, nos interesa ahora analizar cuál es el rol que ha jugado la regulación bancaria en la concentración de recursos, y de otro lado, cómo ésta podría haber afectado la actual estructura de accionariado concentrado en las empresas peruanas.

3. Regulación bancaria.

3.1. Protección constitucional de los depósitos.

Como se ha señalado, una de las razones que ha provocado la concentración de recursos en el sistema bancario peruano, guarda relación con la percepción del inversionista peruano común, quien confía más en los bancos, debido a que allí sus depósitos se encuentran garantizados por expreso mandato constitucional. Es cierto, la devolución de los depósitos del público constituye una preocupación constitucional, al punto que en el artículo 87 de la Constitución Política del Perú, se ha establecido que el Estado respalda y garantiza los depósitos del público, así como que con esa finalidad, la legislación bancaria debe regular con especial cuidado:

a) Las obligaciones y limitaciones que deben aplicarse a las empresas que reciben recursos del público (tales como bancos), así como la manera y el alcance de la garantía constitucional para los depósitos; y,

b) Las funciones que la Superintendencia de Banca y Seguros debe asumir como organismo autónomo e independiente del Estado.

De esta manera, los aspectos identificados constituyen los principios o la base legal por excelencia de la protección de los recursos del público depositados en las instituciones financieras. Esa protección implica que, para el público, sus depósitos poseen una garantía superior y que por lo tanto, el riesgo a perderlos es reducido. Dicho de otra manera, el público reconoce que el Estado garantiza la devolución del dinero que depositan en los bancos, y por esta razón, el riesgo en esta clase de inversión es diminuto en comparación con cualquier otro tipo de inversiones (como las realizadas en el mercado de valores, por ejemplo, en tanto carecen de esta protección constitucional). Para dar consistencia a esta garantía constitucional, existen una serie de mecanismos legalmente establecidos con la finalidad de controlar y supervisar la actividad que realizan de las entidades financieras y evitar así posibles malos manejos.

3.2. Estricta regulación bancaria.

Para asegurar la recuperación de los depósitos del público o para reducir el riesgo de perderlos, el

Estado peruano ha establecido una regulación bastante estricta que se expresa tanto en el acceso al negocio bancario, cuanto en los límites impuestos a ciertos asuntos corporativos de las empresas del sector financiero. Tener instituciones del sector financiero con buenos gobiernos corporativos, es quizás el primer paso para asegurar los depósitos del público. Por ello, La ley General del Sistema Financiero y de Seguros y la Ley Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguro, Ley No. 26702 (en adelante “Ley del Sistema Financiero”), es bastante severa en muchos aspectos dentro del campo de las finanzas corporativas de las empresas del sector financiero.

Seguidamente, analizaremos algunos de los puntos más relevantes en esta regulación.

3.2.1. Requisitos para la incorporación al sistema financiero.

La legislación nacional impone una serie de requisitos de obligatorio cumplimiento para ingresar al sistema financiero. En primer lugar, se necesita contar con un capital social mínimo aportado en efectivo y proveniente únicamente de los llamados “fundadores”, es decir, de los inversionistas interesados en ingresar al sistema financiero peruano. Así por ejemplo, el capital social requerido para constituir una empresa bancaria asciende a la suma de S/. 14 914 000 millones de Nuevos Soles (aproximadamente unos US \$ 4.3 millones)⁽⁷⁾. Un requisito como éste impide que cualquier inversionista ingrese al sector financiero con el propósito de crear un banco. Se necesita de una importante suma de dinero en efectivo, lo cual determina que este requisito actúe como una barrera legal para algunos inversionistas. Además, la posibilidad de constituir una entidad bancaria o financiera exige que sus fundadores sean personas con capacidad financiera e integridad moral, calificaciones que son supervisadas por la Superintendencia Nacional de Banca y Seguros (en adelante “la Superintendencia”).⁽⁸⁾ En otras palabras, la incursión en el negocio bancario peruano exige la participación de grandes y confiables inversionistas.

Como producto de la rigurosidad de los requisitos comentados, son catorce instituciones financieras las que están actualmente autorizadas a ejecutar toda clase de operaciones reguladas por la

(7) Ley del Sistema Financiero, artículo 16.A.1

(8) *Ibid.* Artículos 19 y 22.

Ley del Sistema Financiero (empresas bancarias o también llamadas “bancos multinegocios”). Si bien el número de bancos multinegocios no parece reducido para el mercado peruano, es interesante considerar que más del 70 por ciento de los ahorros y depósitos a plazo están concentrados en tres de los catorce bancos que conforman el sistema financiero peruano, lo cual demuestra que dentro del propio mercado de depósitos del sistema bancario peruano existe también una concentración de recursos⁽⁹⁾.

Esta situación no debe sorprender. Ciertamente, si analizamos la composición de las treinta empresas peruanas más representativas en el año 1999, advertiremos que cuatro de los catorce “bancos multinegocios” que operan en el sistema financiero, figuran en dicho ranking, lo cual de por sí destaca el buen manejo gerencial en estos bancos peruanos y a su vez, demuestra que tal éxito es realmente significativo no sólo para los ahorristas peruanos quienes han confiado en estas instituciones efectuando sus depósitos allí, sino también para los accionistas de dichos bancos gracias a los dividendos que reciben o pueden recibir y otros beneficios que podrían percibir, por ejemplo, frente a una oferta de adquisición de sus acciones por otros inversionistas.

3.2.2. Otras limitaciones y restricciones legales.

En aplicación del comentado artículo 87 de la Constitución Política del Perú existen en la Ley del Sistema Financiero diversos mecanismos a través de los cuales se puede disminuir el riesgo de los ahorristas frente a sus depósitos. Nos interesa comentar los siguientes:

Los límites y prohibiciones relacionados con el patrimonio efectivo del que pueden disponer las empresas del sistema financiero para cubrir los riesgos de crédito y de mercado⁽¹⁰⁾. Como la propia norma menciona, “(d)ichos límites tienen por objeto asegurar la diversificación del riesgo y la limitación al crecimiento de las empresas del sistema financiero

hasta un determinado número de veces el importe de su patrimonio efectivo”⁽¹¹⁾. Esta clase de prohibiciones buscan controlar el ratio patrimonial de las empresas del sistema financiero. A su vez los gerentes de estas empresas tienen que obedecer estas regulaciones pues de lo contrario se les pueden aplicar sanciones y penas por parte de la propia Superintendencia.

La constitución de una reserva legal especial, distinta a la que deben constituir las empresas peruanas constituidas y reguladas al amparo de la Ley General de Sociedades⁽¹²⁾. En efecto, es relevante considerar que las empresas del sistema financiero no pueden distribuir dividendos antes de que hayan efectuado la reserva legal establecida por la propia Ley del Sistema Financiero. De hecho, el artículo 67 de dicha ley establece que las compañías del sistema financiero deben alcanzar una reserva no menor al equivalente del treinta y cinco por ciento de su capital social, así como que la reserva en mención se constituye mediante transferencias anuales de no menos del diez por ciento de las utilidades después de impuestos, siendo sustitutoria de aquella a que se refiere el artículo 258 de la Ley General de Sociedades. Más aun, las empresas del sistema financiero sólo pueden distribuir las utilidades obtenidas luego de cubrir el capital social mínimo si fuera necesario, según el requisito legal de incorporación al sistema financiero⁽¹³⁾.

El mantenimiento de un capital social mínimo a valores reales constantes⁽¹⁴⁾. Conforme al artículo 18 de la Ley del Sistema Financiero, la cifra del capital social se actualiza trimestralmente, en función al Índice de Precios al Por Mayor que, con referencia a todo el país, publica mensualmente el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). Además de esta disposición y con relación al valor del capital social de las empresas del sector financiero, la ley antes citada prescribe que solamente podrán aumentar el capital social de estas empresas mediante aportes en efectivo o mediante la capitalización de utilidades y reexpresión del

(9) Información a octubre de 2003 encontrada en la página web de la Superintendencia, quien a su vez obtuvo la información de las respectivas empresas bancarias: www.sbs.gob.pe. Adicionalmente, dicha información revela que el patrón de concentración en los tres bancos mencionados, no solo es a nivel de depósitos, sino como resultaría lógico también lo es a nivel de préstamos bancarios y patrimonio efectivo.

(10) Ley del Sistema Financiero, artículo 132 inciso 1.

(11) *Ibid.*

(12) *Ibid.* Artículo 132 inciso 2.

(13) *Ibid.* Artículos 66. inciso 1 y 69.

(14) *Ibid.* Artículo 132 inciso 3.

capital como consecuencia de ajustes integrales contables por inflación⁽¹⁵⁾. Estos requisitos limitan a los bancos a aumentar el capital social con otra clase de activos distintos a dinero en efectivo.

De esta forma, la liquidez patrimonial de los bancos se asegura mediante estas exigencias legales, aunque también es cierto que estas restricciones no son absolutas y se aceptan algunas excepciones, que en el fondo no deberían afectar una supervisión responsable de estas exigencias por parte de la Superintendencia. Ciertamente, dicho organismo puede autorizar el aumento del capital social de las empresas del sector financiero mediante otros mecanismos que no necesariamente involucren el aporte de recursos líquidos, tales como la fusión, conversión de obligaciones de la empresa en acciones, y cualquier otra modalidad que se autorice previamente. Incluso, cuando se trata del aumento por aportes de capital mediante bienes inmuebles, la autorización de la Superintendencia, procederá únicamente cuando se trate de aumentos del capital por encima del capital mínimo requerido en efectivo, y hasta por un límite equivalente al setenta y cinco por ciento del patrimonio efectivo, a la fecha del aporte⁽¹⁶⁾.

La constitución de reservas o provisiones genéricas y específicas de cartera, individuales o preventivas globales por grupos o categorías de crédito, para la eventualidad de créditos impagos, y la constitución de las otras provisiones y cargos a resultados, tratándose de las posiciones afectas a los diversos riesgos de mercado⁽¹⁷⁾. La prevención de los riesgos del mercado es el extremo de esta disposición y se explica ampliamente en el Título II de la sección II de la Ley del Sistema Financiero. No es el propósito del presente artículo exponer dichos temas, pero sí resaltar que estas disposiciones previenen situaciones de insolvencia y crisis en las empresas financieras.

La supervisión consolidada de los conglomerados financieros o mixtos⁽¹⁸⁾. La definición de los conglomerados financieros y mixtos se encuentra en el Anexo - Glosario de la Ley del Sistema Financiero. Además, existen otras normas complementarias referidas a este tema, sin embargo, tampoco es propósito de este trabajo

analizarlas, únicamente sería conveniente anotar que este tipo de provisiones legales limita el negativo comportamiento que algunos grupos empresariales podrían ensayar de intentar crear y usar empresas del sistema financiero como agentes de financiamiento de otras empresas del grupo o conglomerado, sin tomar importancia al ahorrista y sus depósitos. Vale indicar, que este tipo de normatividad restringe pues la generación de alguno de los comúnmente llamados *agency problems*, como por ejemplo la transferencia de utilidades o beneficios de una empresa a otra o la concentración de préstamos en un solo sector o grupo empresarial, hechos que, en definitiva, incrementarían el riesgo de retorno de los depósitos del público ahorrista.

En suma, todas las disposiciones legales antes mencionadas regulan en alguna medida el funcionamiento y manejo de los bancos por parte de sus gerencias y directivos, regulan también su situación patrimonial, y por ende, reducen los riesgos en los que pueden incurrir los órganos de administración de estas entidades financieras en la medida que se les restringe la libre utilización de los depósitos del público y a su vez, se obliga a mantener límites patrimoniales y de liquidez según el tamaño de sus negocios.

A través de estas limitaciones y requisitos legales impuestos para la incorporación de inversionistas al sistema financiero peruano, se busca evitar crisis o insolvencias financieras, disminuyendo al máximo el riesgo de pérdidas de los depósitos. Es decir, se busca cumplir el mandato constitucional de protección a los ahorros (mecanismos de control *ex-ante*).

Luego de explicar el alcance de estas disposiciones y haber entendido su significado, en el siguiente punto nos ocuparemos de otro mecanismo legal que coadyuva en la protección de los depósitos del público y a su vez maximiza la labor del manejo gerencial y directivo de las entidades financieras.

3.3. Mecanismos de supervisión.

Sin duda, la supervisión de las entidades del sistema financiero es uno de los mecanismos más eficientes para evitar posibles malos manejos

(15) Ibid. Artículo 62.

(16) Ibid. Artículo 62.

(17) Ibid. Artículo 132 inciso 4.

(18) Ibid. Artículo 132 inciso 13.

gerenciales. Mediante estas reglas de monitoreo, el Estado peruano controla, supervisa y ayuda a maximizar la labor de las gerencias de las entidades del sistema financiero, lo cual en el fondo no sólo beneficia a los ahorristas sino a los propios accionistas de las empresas del sistema financiero. Como se sabe la función supervisora es realizada por la Superintendencia e incluye su intervención en muchos campos.

Antes de examinar algunos de los aspectos más importantes de esta supervisión, es propicio mencionar que siendo la Superintendencia un organismo público, ésta podría quedar sometida a ciertas presiones políticas del gobierno de turno y distorsionar su labor. Para disminuir dicho riesgo, constitucionalmente se la ha dotado de independencia, disponiéndose por vía constitucional que ésta es una institución autónoma y con personería de derecho público. En la misma línea, el artículo 345 de la Ley del Sistema Financiero ha establecido que la principal función de este organismo es “proteger los intereses del público en el ámbito de los sistemas financiero (...)”, y ello en concordancia con el ya comentado principio recogido en el artículo 87 de la Constitución de 1993.

Entonces, con relación a las labores de supervisión de la Superintendencia, el artículo 347 de la Ley del Sistema Financiero, establece en forma genérica lo siguiente:

“Corresponde a la Superintendencia defender los intereses del público, cautelando la solidez económica y financiera de las personas naturales y jurídicas sujetas a su control, velando porque se cumplan las normas legales, reglamentarias y estatutarias que las rigen; ejerciendo para ello el más amplio control de todas sus operaciones y negocios y denunciando penalmente la existencia de personas naturales y jurídicas que, sin la debida autorización ejerzan las actividades señaladas en la presente ley, procediendo a la clausura de sus locales, y, en su caso, solicitando la disolución y liquidación del infractor (...).

La Ley del Sistema Financiero proporciona amplias facultades a la Superintendencia con la finalidad de que ésta pueda supervisar prácticamente toda las actividades que podrían afectar las finanzas

corporativas de estas empresas. Más aun, dichas funciones no solo se relacionan con autorizaciones, inspecciones o el análisis de la información que se le presente o solicite a las empresas del sistema financiero, sino, incluso, permiten que la Superintendencia (en casos extremos de omisiones en el cumplimiento de las exigencias legales) disponga su sometimiento a un régimen especial de vigilancia (mecanismos de control *ex post* crisis de la empresa financiera)⁽¹⁹⁾.

En efecto, la Superintendencia aplicando las facultades de supervisión que le han sido conferidas, puede someter a las entidades financieras a este régimen de vigilancia, cuando considere -por ejemplo- que existe un comportamiento incorrecto por parte de las gerencias, tales como otorgar préstamos a sus propios accionistas por la necesidad de cumplir con el requisito legal del capital social mínimo de la empresa del sistema financiero⁽²⁰⁾. Una entidad financiera sujeta a régimen de vigilancia debe presentar en un plazo muy breve un plan de recuperación financiera para que sea puesto en ejecución con la conformidad de la Superintendencia.

Si el periodo de crisis financiera continua incluso después de un periodo de vigilancia y el capital social no ha sido satisfactoriamente reestablecido, la Superintendencia tiene la capacidad de ajustar sus facultades de supervisión, pudiendo entonces intervenir la entidad financiera, siendo el efecto inmediato de la intervención, la suspensión de las actividades de dicha entidad. El período de intervención al cual está sujeta la entidad es relativamente corto. Durante ese período, el derecho de los accionistas se encuentra limitado, al punto que sólo podrán mantener juntas que tengan por finalidad acordar el reestablecimiento del capital social. De no existir alternativa de viabilidad de la empresa intervenida, la Superintendencia tiene la potestad de declarar su disolución y liquidación⁽²¹⁾.

Como se puede apreciar, la Superintendencia tiene el poder y la facultad no sólo para monitorear y supervisar a las empresas del sistema financiero de manera general, sino, por el contrario, para emplear la supervisión como una herramienta que desincentive (*ex-ante*) los malos manejos de las gerencias y el incumplimiento de la normatividad

(19) Ibid. Artículo 95.

(20) Ibid. Artículo 95 inciso 1.c.

(21) Ibid. Artículo 105.

vigente. Claro, si aun con estos mecanismos de disuasión la crisis es evidente, la Superintendencia puede recurrir a otras medidas correctivas (*ex-post*) que van desde, una vigilancia estricta, un régimen de intervención hasta la liquidación (en caso ésta sea la solución más conveniente para proteger los depósitos del público). No debe olvidarse que la Superintendencia goza de todas estas atribuciones legales en resguardo del encargo constitucional que se le ha asignado, en protección de los intereses de los ahorristas. Por tanto, el ejercicio de las facultades de la Superintendencia deben regirse bajo esos principios debiendo buscar así la reducción de pérdida de los ahorros o en todo caso buscando maximizar el retorno de los mismos.

En el siguiente punto se explica el último nivel de protección (*ex-post*) legalmente previsto en garantía del público depositante cuando una empresa del sistema financiero debe ser liquidada.

3.4. Nivel final de la protección de los depósitos: Régimen de liquidación y el Fondo de Seguro de Depósitos.

Definitivamente, otro factor que puede haber influenciado en la concentración de recursos en el sistema bancario peruano, especialmente a nivel de los depósitos, es el régimen legal previsto para la liquidación de las empresas financieras y junto con ello, la creación del llamado “Fondo de Seguro de Depósitos”.

Cuando una empresa del sistema financiero se encuentra en situación insolvencia, a ésta no se le aplica la Ley General del Sistema Concursal, debido a que la Ley del Sistema Financiero ha diseñado un proceso especial de liquidación o rehabilitación aplicable a los bancos y otras entidades del sistema financiero⁽²²⁾. En este proceso, las obligaciones de una entidad financiera deben pagarse observando la prioridad establecida en el artículo 117 de la Ley del Sistema Financiero, lo cual significa que luego de haber pagado créditos y obligaciones laborales, deberán pagarse todos los ahorros no atendidos con cargo al Fondo de Seguro de Depósitos. En otras

palabras, en la liquidación de una empresa del sistema financiero, la devolución de los depósitos está casi garantizada, debido a que -en teoría- los activos de estas instituciones deberían ser suficientes para cubrir no sólo los gastos propios de la liquidación, sino, también, las obligaciones laborales y los depósitos de los ahorristas, aunque podría ser que, excepcionalmente, ocurra algo distinto.

Es importante señalar, que si la Ley del Sistema Concursal se aplicase a los bancos insolventes (y no así el régimen especial aplicable a las instituciones financieras), los depositantes tendrían que ser pagados como acreedores *quirografarios*, a quienes generalmente no se les paga, pierden totalmente su crédito, y consecuentemente, terminan soportando parte de las pérdidas de la empresa en liquidación.

El tema final relacionado con la protección de los depósitos está referido a los Fondos de Seguro de Depósito, los cuales son administrados por el llamado ‘Fondo de Seguro de Depósito’ que es una entidad de derecho privado especial regida por la Ley del Sistema Financiero y otras disposiciones especiales aprobadas mediante Decretos Supremos y por su propio estatuto⁽²³⁾. Su propósito es proveer protección a los depositantes de las compañías del sistema financiero mediante una cobertura a sus depósitos cuando, por ejemplo, alguna de estas entidades financieras queda sometida a un procedimiento de intervención o cuando la liquidación es declarada por la Superintendencia. El monto máximo de cobertura actualmente es de 62 000,00 Nuevos Soles (aproximadamente US\$ 17 971,00) por persona en cada empresa del sistema financiero, incluyendo ajustes por intereses⁽²⁴⁾. Este monto generalmente es pagado al poco tiempo de haberse declarado la intervención de la empresa financiera, de acuerdo a lo previsto en el artículo 156 de la Ley del Sistema Financiero. Vale la pena señalar que los recursos de los fondos de seguro de depósito están conformados por un aporte inicial que realiza el Banco Central de Reserva, así como por las primas que las propias compañías del sistema financiero deben pagar. Eso significa que el Estado

(22) El Título VII de la Sección Segunda de la Ley del Sistema Financiero regula la disolución y liquidación de las empresas del sistema financiero.

(23) Ley del Sistema Financiero. Artículo 144, modificado por Ley No. 27331.

(24) *Ibid.* Artículo 153. Según dicho artículo y en concordancia con el artículo 18, el monto de cobertura se actualiza trimestralmente, en función al Índice de Precios al Por Mayor que, con referencia a todo el país, publica mensualmente el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI).

y las propias entidades del sistema financiero asumen el riesgo de la insolvencia de aquéllas⁽²⁵⁾. La participación del Estado en esta materia, constituye otra forma de resguardar los fondos públicos.

Como se ha señalado, cuando una empresa del sistema financiero es liquidada, los depósitos que se hubieran realizado en ésta son devueltos con cargo al Fondo de Seguro de Depósito hasta en una cifra que es determinada por ley. Los depósitos no cubiertos por este Fondo deben ser pagados por la entidad insolvente durante el procedimiento de liquidación, correspondiéndoles el segundo orden prioridad (debido a que el primero le corresponde a los créditos de origen laboral). En suma, la cobertura que se consigue a través del Fondo de Seguro de Depósito y la prioridad asignada a lo largo del procedimiento de liquidación, debería permitir que casi todos los depósitos, incluyendo intereses, sean devueltos en su integridad.

Lo dicho demuestra que en nuestro país existen distintas medidas que protegen los depósitos, así como que éstos son una inversión de bajo riesgo, por lo menos, más bajo que las inversiones en la bolsa de valores que no tienen este mecanismo de protección. Sin duda, todos los factores arriba explorados (numerales 3.1 al 3.4), juegan un importante rol en la protección de los depósitos públicos en las entidades financieras.

Resumiendo, se ha dicho que las deficiencias en la administración de las entidades del sistema financiero se reducen mediante la estricta regulación bancaria y las facultades de supervisión que ejerce la Superintendencia y, por lo tanto, mejoran el funcionamiento de la administración de dichas entidades, pero en caso fallara la prevención y rectificación del funcionamiento de éstas, se ha previsto un nivel final de protección, en mérito al cual, los depósitos tendrían una prioridad especial en la liquidación de las empresas del sistema financiero y el respaldo del Fondo de Seguro de Depósitos.

En definitiva, es probable que todas esas provisiones a las que nos hemos referido constituyan el mejor argumento para que la gente con capacidad de ahorro en el Perú invierta sus recursos en instituciones financieras, pues ésta, parece ser la

inversión con menos riesgos en el mercado peruano. De hecho, eso es lo que parece explicar la concentración de recursos en el sistema financiero peruano, especialmente en el sector bancario. Es más, siendo allí donde se encuentran los recursos, parece ser lógico que las empresas peruanas consigan el financiamiento para sus negocios y proyectos a través de préstamos bancarios. El sistema financiero en el Perú es por tanto una de las principales fuentes de capital para las empresas peruanas.

Nuevamente, el hecho que cuatro “bancos multinegocios” hayan sido ubicados dentro de las treinta mejores empresas peruanas en el año 1999, así como que éstos hayan concentrado la mayoría de los recursos en el sistema bancario peruano, ha demostrado, que el supuesto de buenos resultados de los bancos más importantes mediante una regulación legal estricta y protección para los depósitos, es exacto.

Dejando de lado lo expuesto hasta aquí, resulta interesante analizar que ocurriría si los bancos decidieran invertir sus recursos en acciones, o qué sucedería si existieran otros grupos de capital distintos al sector bancario (tales como fondos de pensiones o fondos mutuos) que estén dispuestos a invertir en acciones. En el siguiente punto, se examinan estos temas.

4. Rol de los intermediarios financieros peruanos como inversionistas accionarios: fondos privados de pensiones, bancos y fondos mutuos.

4.1. Fondos privados de pensiones.

A lo largo del presente artículo se ha señalado que en el sector bancario existe una importante concentración de recursos (efectivo). Otro sector en el que se presenta una situación similar es el conformado por: los fondos privados de pensiones. De hecho, en el año 1996 la suma total de los recursos de estos fondos era de S/. 1 467 590,009.00 (aproximadamente US\$ 425 388 millones) y en octubre del año 2003 el monto total de fondos era de S/. 20 532 mil millones (aproximadamente US\$ 5 951 304 millones)⁽²⁶⁾. Como se puede apreciar, desde la creación de este

(25) Ibid. Artículo 147. Dicho artículo precisa también cuales son los otros recursos del Fondo de Seguro de Depósitos, como los ingresos que por multas impongan la Superintendencia o el Banco Central y líneas de crédito del Tesoro Público aprobadas por Decreto de Urgencia para tal efecto.

(26) Superintendencia de Banca y Seguros: www.sbs.gob.pe

sistema que administra fondos de pensiones, los recursos acumulados en estas organizaciones que son inversionistas institucionales han adquirido una presencia bastante significativa. Un dato interesante es el origen de estos recursos, pues a diferencia de lo que ocurre con los depósitos (cuya constitución depende de la decisión voluntaria del ahorrista), los fondos privados de pensiones están constituidos, en su gran mayoría, por los aportes obligatorios que realizan los trabajadores en actividad de manera mensual y en porcentajes específicos, debido a que éstos derivan de un mandato legal.

En el Perú, actualmente sólo existen cuatro instituciones que administran fondos privados de pensiones, estas son: Unión Vida, Horizonte, Integra y Profuturo. Todas estas administradoras privadas poseen accionariados concentrados en su primer nivel y casi todos ellos están vinculados a empresas del sistema financiero peruano. Eso significa que estos grupos financieros no solamente están interesados en controlar los recursos del sector financiero sino que deben tener varias razones económicas (cuyo análisis esta fuera del alcance de este artículo) en controlar los fondos privados de pensiones peruanos y la colocación de los fondos en el mercado⁽²⁷⁾.

Lo dicho nos obliga a analizar si los fondos privados de pensiones (como suma de grandes capitales) están en capacidad de invertir en la adquisición de acciones de empresas peruanas con la finalidad de obtener el control de éstas, o si por el contrario, estos fondos de pensiones están legalmente impedidos de hacerlo. Para ese propósito, es esencial analizar la regulación peruana de los fondos privados de pensiones, especialmente el régimen legal de inversión.

De acuerdo con la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, los fondos privados de pensiones pueden invertir en acciones representativas del capital social de empresas (nacionales o extranjeras). Sin embargo, sólo podrán hacerlo cuando se trate de acciones cotizadas en la Bolsa Valores⁽²⁸⁾. Esto ya representa una primera limitación para invertir en acciones de empresas nacionales, considerando que se ha demostrado que éstas en su mayoría no financian sus actividades en bolsa, aunque también vale anotar, que las limitaciones en este tipo de acciones están previstas no con la intención de restringir indiscriminadamente las inversiones en acciones que no cotizan en el mercado de valores, sino más bien, con el ánimo de cautelar los intereses de los pensionistas, y que por ende, las administradoras de los fondos no corran riesgos en este tipo de empresas que podrían teóricamente no tener buenos gobiernos corporativos. No obstante, la ley permite algunas excepciones para la adquisición de acciones no cotizadas en el mercado de capitales⁽²⁹⁾.

En adición, las instituciones que administran fondos privados de pensiones no pueden invertir individualmente en más del 35 por ciento del total del fondo en acciones⁽³⁰⁾. Es más, las inversiones en acciones que se realicen en cada compañía no pueden exceder el 7.5 por ciento de todo el fondo, y finalmente, estas inversiones no puede representar más del 15 por ciento del valor de cada clase de acción o de las acciones emitidas⁽³¹⁾. Es evidente, pues, que con estas restricciones, se busca evitar que las instituciones que administran fondos privados de pensiones consigan el control de la propiedad accionaria de las empresas en las que participan. Por efecto de ello, en el Perú no pueden

(27) La información acerca de los accionistas de los cuatros fondos de pensiones en el Perú están disponibles en la pagina web de CONASEV: www.conasev.gob.pe. Por otro lado, es cierto que en el Perú, grupos financieros o bancos están interesados en participar como accionistas en fondos privados de pensiones. Por ejemplo, de la información publica de CONASEV se desprende que Citigroup tiene el 42 por ciento de las acciones en PROFUTURO AFP; el Grupo Santander de España, es el accionista mayoritario de AFP Unión Vida con el 99.97 por ciento de las acciones; finalmente, el grupo del Banco Continental y Banco Bilbao Vizcaya -Argenteria de España tienen inversiones significativas en acciones en AFP Horizonte.

(28) Artículo 25 (k) del Texto Único Ordenado (TUO) de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones (Decreto Supremo No. 054-97-EF) establece que los Fondos Privados de Pensione deben invertir en acciones y otros títulos inscritos en Bolsa de Valores.

(29) El artículo 25 de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, indica en su parte final que de acuerdo con lo dispuesto por el inciso a) del artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo No. 861) se permiten a las Administradoras de Fondos de Pensiones adquisiciones de acciones no inscritas en el Registro Publico de Mercado de Valores siempre que se realicen sobre la base de ofertas privadas que al efecto se faculten, ello por ser inversionistas institucionales.

(30) Artículo 25 (v.) del TUO de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones.

(31) Artículos 63 (a) y (b) del Reglamento del TUO de la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones - SPP (Decreto Supremo 004-98-EF).

existir empresas con estructuras accionarias controladas por alguna de las instituciones que administran los fondos privados de pensiones. Eso pone en evidencia que a pesar de las importantes inversiones que vienen realizándose en este sector del mercado peruano, la estructura accionaria de las empresas peruanas continuarán manteniendo niveles de concentración por grupos familias o quizá por otros grandes grupos de inversionistas internacionales.

Pese a lo dicho, sería interesante revisar cómo se comportan en el mercado las instituciones que administran fondos privados de pensiones con el propósito de vigilar el curso de sus inversiones cuando éstas involucran la adquisición de acciones representativas del capital social de las empresas peruanas. Es decir, si dichos inversionistas institucionales supervisan el comportamiento y decisiones de las empresas en las cuales invierten, así como si esta actividad la desarrollan mediante alguna modalidad en específico. Es decir, a través de apoderados en las Juntas Generales de Accionistas o si lo hacen mediante coordinaciones entre los fondos para cada Junta General de Accionistas (en caso más de un fondo tenga inversiones accionarias en la misma empresa), o si participan más activamente, designando un miembro en los directorios de esas empresas.

Ahora bien, si partimos de la premisa que los fondos privados de pensiones no pueden invertir en acciones para controlar empresas (este artículo no asume si los fondos privados de pensiones actúan en perfecta coordinación para luego controlar de manera conjunta las empresas donde invierten), resulta válido preguntarse si las administradoras de los fondos privados de pensiones pueden invertir “deuda”. Obsérvese que las inversiones mediante “deuda” podrían actuar como un importante mecanismo de financiamiento para las empresas peruanas, que como se explicó, preferirían financiar sus proyectos mediante deuda. Sin embargo, estos inversionistas institucionales no pueden otorgar fondos como préstamos bancarios; ellos generalmente, invierten en deudas de empresas a través de bonos. Pero, de acuerdo con la Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones en el Perú, los bonos de empresas

privadas (sin incluir empresas del sistema financiero) no pueden representar más del 40 por ciento del valor del fondo⁽³²⁾. Aun cuando ese límite no es tan alto como el que aplica para la inversión en acciones, lo cierto es que un informe emitido por la Superintendencia, que se denomina: “Evolución del Sistema Privado de Pensiones al Segundo Trimestre de 2003”, revela que las inversiones que realizan las administradoras de fondos de pensiones en bonos privados de empresas peruanas no son significativas (Ver cuadro No. 4). Sorprendentemente, ese mismo informe revela que las inversiones en acciones sí se han incrementado aun cuando individualmente no pueden ser accionistas controladores, pero como el propio informe de la Superintendencia explica, ello se debe a la disminución de las inversiones en depósitos a plazo en el sector bancario.

Lo expuesto hasta aquí permite concluir que si bien los fondos privados de pensiones invierten importantes cantidades de capital en acciones y deuda en el mercado peruano, y que ésta representa un recurso importante en el mercado de capitales peruano, eso no significa que las empresas peruanas hayan dejado de financiar sus operaciones con los fondos que provienen de las empresas bancarias, y que por tanto, las empresas peruanas mantienen estructuras de propiedad accionaria concentrada.

4.2. Los bancos como inversionistas accionarios.

Este artículo ha explicado cómo actúa y cuál es la causa de la concentración de recursos en los bancos peruanos. Por esa razón, consideramos importante analizar si este tipo de entidades están autorizadas a invertir sus recursos en acciones representativas del capital social de empresas, y más aun, si éstas tienen la posibilidad de convertirse en accionistas que controlen a las mismas.

De acuerdo con la Ley del Sistema Financiero, los bancos peruanos pueden adquirir instrumentos representativos de capital (acciones) para la cartera negociable, que sean materia de algún mecanismo centralizado de negociación conforme a la ley de la materia⁽³³⁾. Esto significa que los bancos peruanos podrían adquirir acciones que se negocien públicamente. Sin embargo, existen restricciones establecidas en la Ley del Sistema Financiero para este tipo de inversiones bancarias. Para la tenencia

(32) Artículo 25 (iv), Ley del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones.

(33) Ley del Sistema Financiero, artículo 221(17)

Cuadro No. 4
CARTERA ADMINISTRADA POR INSTRUMENTO FINANCIERO
(En porcentaje)

Instrumento	Jun-02	Sep-02	Dic-02	Mar-03	Jun-03
Acciones y ADR de Emp. Locales	28,0	28,0	31,2	31,9	33,7
Certificados y Depósitos a Plazo	22,4	25,7	25,4	21,2	18,0
Bonos Emp. no Financieras	12,2	12,2	10,9	11,2	11,7
Bonos del Gobierno Peruano	10,4	9,0	8,6	9,3	10,9
Fondos Mutuos Exterior	4,1	3,6	4,2	3,8	6,3
Certificados BCRP	3,4	3,5	2,7	6,2	5,3
Bonos Brady	1,1	0,6	1,6	2,2	2,6
Bonos Arrendamiento Financiero	6,7	5,6	4,2	3,4	2,5
Bonos Tesoro Americano	2,7	3,4	2,8	2,5	1,6
Otros	9,0	8,3	8,4	8,2	7,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, Informe: "Evolución del Sistema Privado de Pensiones al Segundo Trimestre de 2003" www.sbs.gob.pe

de acciones y bonos listados en bolsa e inscritos a nombre de empresas establecidas en el país, así como para los certificados de participación en fondos mutuos y fondos de inversión, el límite global, en función al patrimonio efectivo del banco, es del 20 por ciento con un sub-límite de quince por ciento (15 por ciento) para cada uno de esos rubros de inversiones⁽³⁴⁾. Quizás por tales limitaciones, justificadamente establecidas por ley sobre la base de diversificación del portafolio bancario y protección del ahorrista, la información que se puede obtener de la pagina web de la Superintendencia revela que los bancos peruanos no invierten de manera significativa en acciones de empresas⁽³⁵⁾.

Esa falta de inversión de los bancos en acciones representativas de capital social no debe sorprender. El mismo fenómeno ocurre, por ejemplo, en países desarrollados como Canadá, pese a que en ese país no existen restricciones legales para ello, como sí ocurre en nuestro país. Claro, lo más probable es que lo que ocurre en Canadá obedezca a razones que no se asemejan a las del sistema financiero peruano⁽³⁶⁾. En nuestro país, además de las restricciones legales existentes, la justificación se podría encontrarse en que los bancos prefieren conseguir el control de las empresas mediante el otorgamiento de préstamos, pues tener derechos de crédito resulta mucho más efectivo que tener

(34) Ibid. artículo 200 (4)

(35) De acuerdo a información obtenida por la Superintendencia del balance de comprobación al 31 de octubre de 2003 de los 14 bancos establecidos en el Perú y que consta en el cuadro preparado por la Superintendencia, denominado *Estructura del Portafolio de Inversiones por Empresa Bancaria*, se aprecia que las inversiones de dichos bancos en valores representativos de capital, ya sea como valores negociables para intermediación financiera o como valores negociables para la venta, no son significativas, representando el 0.24 por ciento del total de las inversiones en el primero de los rubros y el 4.63 por ciento en el segundo de los rubros.

(36) DANIELS, J. Ronald y Edward IACOBUCCI. Op. cit.; p. 30.

derechos de accionistas. Recuérdesse que los bancos como acreedores tienen derecho de preferencia en el cobro de sus créditos, incluso se podría decir que a nivel judicial resultaría más eficaz el cobro de una deuda que, por ejemplo, el cobro de dividendos impagos o forzar cualquier otro derecho de accionista, debido a la probable falta de jueces especializados en gobiernos corporativos, o simplemente porque las restricciones legales de inversión sí importan.

Finalmente, la razón puede ser muy simple: los accionistas no quieren perder el control de las acciones (medidas defensivas) y por tanto no emiten acciones al público para que los bancos puedan adquirirlas.

De cualquier modo, estos hechos confirman que los bancos peruanos no invierten o no les interesa invertir sus fondos en acciones, ya sea con o sin restricciones legales estrictas.

4.3. Fondos mutuos.

¿Cuál es la contribución de los fondos mutuos en la inversión en acciones? ¿Por qué es importante mencionar a los fondos mutuos en este artículo? La información a la que hemos accedido a través de la página web del Banco Central de Reserva del Perú, refleja que el valor del patrimonio de fondos mutuos se ha incrementado significativamente en los últimos tres años. En efecto, en el año 2000 el valor del patrimonio de los fondos mutuos en el Perú ascendía a S/. 1 476 millones, en el 2001 alcanzó los S/. 3 681 millones y ya en el año 2002 llegó a los S/. 4 613 millones.⁽³⁷⁾ De igual modo, mientras que el número de participantes en los fondos en el año 2000 era de 16 949, al año 2002 los participantes llegan a S/. 55 178 millones⁽³⁸⁾.

Las cifras en mención, revelan que los fondos mutuos están creciendo, han expandido sus actividades. El crecimiento de los fondos mutuos podría responder a que los peruanos con capacidad de ahorro estaría trasladando sus depósitos (de ahorros y a plazo) al sistema de fondos mutuos debido que estos últimos han obtenido mayor rentabilidad en los últimos años. El propio Banco Central de Reserva del Perú ha explicado que⁽³⁹⁾:

“La rentabilidad nominal anual ex post de los fondos de renta fija en dólares (que constituyen el 92 por ciento del total) alcanzó en promedio 3,2 por ciento, mientras que la de los fondos de renta fija en soles fue 4,0 por ciento.”

Un dato que vale la pena comentar es que la información a la que hemos accedido permite constatar que los recursos de fondos mutuos están invertidos, principalmente, en el sistema bancario peruano. Es decir, parte de los recursos que se trasladan del sector financiero a los fondos mutuos, retorna a este sector vía las inversiones que allí se efectúan. De hecho, al 31 de diciembre del año 2002, el 37.8 por ciento de las inversiones efectuadas por los fondos mutuos se depositaron en el sistema bancario. Si bien esta cifra no debería sorprender (por las limitaciones legales y de protección de los participantes), resulta interesante señalar que el 18.3 por ciento de las inversiones se canalizaron a través de bonos del sistema financiero.

Lo dicho revela, entonces, entonces que el 56.1 por ciento de las inversiones que realizan estos inversionistas institucionales, se encuentran en el sistema financiero peruano⁽⁴⁰⁾, así como que la inversión restante se instrumenta de la siguiente manera: 18.6 por ciento en bonos del sector privado, 10.4 por ciento en bonos emitidos por el Estado, y por último, 11 por ciento en otras inversiones (probablemente en acciones)⁽⁴¹⁾.

Dada la tendencia de las inversiones de los fondos mutuos, este artículo no analizará la legislación de estos inversionistas institucionales.

Con todo, resulta razonable que aun existiendo importantes inversionistas institucionales como los fondos privados de pensiones y los fondos mutuos, los bancos representen en el Perú una de las principales fuentes de recursos, mediante préstamos bancarios. Podría decirse, además, que los fondos privados de pensiones contribuyen, hasta cierto punto, en proveer recursos a las empresas peruanas mediante inversiones en acciones y deuda, sin que eso altere su estructura accionaria pues ésta sigue siendo concentrada. Además, la información presentada, muestra que los fondos mutuos financian a los bancos mediante inversión de valores

(37) *Informe Anual del Banco Central de Reserva del Perú 2002. Sección de Actividad Económica. 2003. p. 38.*

(38) *Ibid.*

(39) *Ibid. p. 37.*

(40) *Ibid. p. 38.*

(41) *Ibid.*

de deuda y depósitos a plazo en estas instituciones financieras, en lugar de invertir en acciones en empresas peruanas. De hecho, los fondos mutuos financian más a las empresas peruanas mediante deuda, y por ese hecho, estas inversiones tampoco afectan la estructura accionaria de éstas. Finalmente, quedó demostrado que los bancos prácticamente no invierten directamente en acciones de empresas peruanas.

De esta manera, aun cuando en el presente artículo no se han analizado otros inversionistas institucionales, como las empresas de seguros por ejemplo, los que sí se han sometido a análisis (fondos mutuos, fondos privados de pensiones y bancos) ponen en evidencia que los recursos que éstos manejan no se invierten en acciones representativas de capital social, y por ello, éstos por sí mismos no son capaces de afectar la estructura concentrada de la propiedad accionaria en las compañías peruanas.

5. El rol de los bancos como intermediarios financieros y grandes inversionistas en el gobierno corporativo de las empresas peruanas.

Como se ha explicado en las secciones previas, los bancos peruanos concentran gran cantidad de recursos (dinero en efectivo) y por eso constituyen la primera fuente de capital para las empresas peruanas. Se ha señalado, además, que debido a que los fondos privados de pensiones -así como otros intermediarios financieros- tienen restricciones legales para invertir en acciones y en deuda, éstas no invierten cantidades significativas de recursos en la adquisición de acciones, menos aún como para conseguir su control. A similar conclusión nos ha conducido el comportamiento de los fondos mutuos, así como el de los bancos que actúan en el sistema financiero peruano, quienes, por lo general, no invierten en acciones.

En consecuencia, los principales inversionistas institucionales peruanos si bien pueden invertir en acciones, nunca lo hacen con el propósito de convertirse en accionistas controladores de empresas. Ello, sin duda, afecta la estructura de propiedad accionaria de las empresas peruanas, y

por ello, éstas son **concentradas**, pues si bien pueden emitir acciones a los inversionistas institucionales peruanos, saben que los accionistas controladores existentes no perderán el control. Asimismo, ha quedado demostrado que las empresas peruanas captan dinero del mercado financiero donde los recursos están concentrados, y aparentemente obtener recursos del sector financiero ha sido más fácil para las empresas peruanas que obtener recursos de otros inversionistas institucionales.

Sin embargo, si esta situación es verdadera, sería importante analizar el papel de los bancos como intermediarios financieros y grandes inversionistas (acreedores) en el gobierno corporativo de las empresas peruanas, dado que por la mencionada estructura "acciones-deuda" que presentan las empresas peruanas, bien podría ocurrir lo que podríamos denominar *problemas por fallas en la administración* entre los accionistas controladores y los titulares de los créditos, en especial los bancos como principales acreedores; entonces son los bancos quienes necesitan saber como controlar esas posibles deficiencias en la administración de las empresas peruanas en las que invierten para así poder reaccionar oportunamente para proteger sus créditos desde el momento de su otorgamiento (*ex-ante*) y poder recuperar sus inversiones (*ex-post* otorgamiento). Cuando la propiedad de las acciones de las empresas es concentrada, el "problema de agencia" entre accionistas y los administradores debería desaparecer, debido a que éstos últimos pueden perfectamente representar el interés de los accionistas controladores, y por lo tanto, otra clase de "problemas de agencia" aparecen pero esta vez, como se ha dicho entre los accionistas controladores y los titulares de créditos, especialmente los bancos como grandes acreedores.

Por lo expuesto, coincidimos con lo afirmado por Diamond, quien sugiere que los préstamos a través del sistema financiero como el de los bancos pueden ser explicados como una supervisión delegada por parte de quienes invierten en los bancos⁽⁴²⁾. De hecho no se puede desconocer que los bancos tienen un papel como intermediarios financieros, pues obtienen recursos del público y lo

(42) DIAMOND, Douglas, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*. En: *51 Rev. Econ. Stud.* p. 393. 1984 citado por TRIANTIS, George G. y Ronald J. DANIELS. *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*. En: *California Law Review*. 1995. p. 83.

invierten -entre otros- en préstamos a las empresas peruanas. Así, se puede decir que los bancos supervisan las empresas en las que invierten a nombre de los depositantes y otros inversionistas en bancos. Sobre el particular Triantis y Daniels afirman que: “[t]he role of the bank in particular as a delegated monitor for its depositors is well establish in the literature”⁽⁴³⁾. Por lo tanto, se puede argumentar que los bancos han creado y desarrollado mecanismos y sistemas de supervisión de sus inversiones, como por ejemplo, la obtención de información financiera de las empresas en las que invierten.

De este modo, si bien estos sistemas de supervisión pueden resultar costos al comienzo de la vida de un banco e incrementar el costo de sus créditos, se supone que luego, estos sistemas de supervisión representan un bajo costo dentro de la estructura de costos de los créditos que prestan dichas entidades bancarias, porque por un lado, estas pueden distribuir los costos de la supervisión sobre un gran número de transacciones, y porque por otro lado, los bancos no necesitan desarrollar y gastar recursos en nuevos sistemas por cada nuevo cliente, hay pues un ahorro que no necesariamente tendrían otro tipo de acreedores. Por ello, en el Perú existen sólo 14 bancos múltiples que supervisan a todos sus clientes, muchos de ellos comunes, y por tanto, podrían compartir información y reducir aun más los costos de monitoreo. De ahí que sostengamos que el monitoreo a las empresas peruanas se realiza a bajos costos, sin afectar el costo del crédito bancario, lo cual, a su vez, podría explicar por qué los bancos tienen un buen desempeño y obtienen importantes beneficios económicos en nuestro país.

Sin embargo, los hechos mencionados anteriormente también podrían explicar la estructura concentrada de propiedad accionaria de las empresas peruanas; pues el costo de supervisar un crédito sería sustancialmente inferior al costo que demandaría la supervisión de los recursos en acciones representativas de capital social, cuyos titulares en caso de ser difundidos o minoritarios, no tendrían este tipo de información privilegiada a bajo costo. Por ello, para las empresas peruanas es

mejor mantener estructuras concentradas de propiedad accionaria para desaparecer los “problemas de agencia” entre administradores y accionistas; y por ende, inversionistas comunes o pequeños preferirían invertir sus recursos indirectamente en las empresas a través de los bancos, porque dichos inversionistas comunes o poco significativos no tienen las ventajas de supervisión como las instituciones financieras, ni la capacidad de asumir los costos que este monitoreo implicaría. En este contexto, la función o el rol de los bancos como inversionistas intermediarios tiene, por un lado, la importancia de supervisar a bajo costo a las empresas peruanas donde invierten, y por lo tanto disminuir el costo de los créditos que otorgan, y por otro lado, incentivar a inversionistas pequeños o comunes a invertir sus recursos a través de los bancos y no directamente en las empresas. La consecuencia que de ello se deriva, nuevamente, es que la propiedad accionaria de las empresas peruanas siga siendo concentrada.

Entonces, si las empresas peruanas son principalmente financiadas por préstamos bancarios, es lógico que estas empresas presenten en sus estructuras de finanzas corporativas, altos niveles de endeudamiento con obligaciones bancarias. Eso genera que los bancos sean uno de los acreedores más importantes en las empresas peruanas, y por tanto, que éstos actúen como grandes inversionistas en aquellas. Se ha afirmado que la efectividad de los grandes inversionistas, como los bancos, depende de los derechos legales de los cuales sean titulares y de la posibilidad de hacerlos efectivos⁽⁴⁴⁾. De hecho, los bancos requieren recuperar sus créditos de la mejor manera y al menor costo, lo que significa que los bancos necesitan que se reconozcan sus derechos y los hagan valer de manera efectiva⁽⁴⁵⁾.

Por una parte, los bancos peruanos tienen estos derechos a través de procedimientos judiciales para cobrar su dinero y ejecutar sus garantías. Sin embargo, en Perú no existen juzgados ni tribunales altamente especializados en temas financieros y empresariales, y por lo tanto, es difícil ejercitar esos derechos rápidamente, pero al final parecería ser que las pretensiones de cobranza de créditos y

(43) Ibid. “El rol particular de los bancos como un supervisor delegado para sus depositantes está bien establecido en la literatura”.

(44) SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY. Op. cit.; p. 757.

(45) Ibid. p. 758.

ejecución de garantías por los bancos funcionan y los bancos recuperarían parte o el total de sus inversiones.

Por otra parte, los bancos también pueden controlar empresas en procedimientos concursales peruanos, especialmente en procedimientos concursales ordinarios, no solo porque en estos, los derechos de los accionistas se encuentran suspendidos, sino porque cuentan con facultades de cambio parcial o total de la administración de la empresa concursada y con facultades para votar por una capitalización de sus créditos y luego vender las nuevas acciones a nuevos grupos, o finalmente porque simplemente pueden vender sus créditos o decidir la liquidación de la empresa concursada si esas decisiones representan la mejor opción para recuperar sus créditos. Respecto de los procedimientos concursales es interesante hacer notar que estos en el Perú son básicamente de naturaleza administrativa y no judicial como por ejemplo en Canadá o EE.UU., y por lo tanto, las decisiones más importantes relacionadas con el deudor concursado, como su destino, son decididas exclusivamente por los acreedores en Junta, y si los bancos son grandes inversionistas en deuda de las empresas peruanas, ellos como acreedores, pueden tener el poder de decidir el destino de los deudor concursado y controlarlo en las formas ya acotadas.

Ahora bien, la propiedad accionaria concentrada de las empresas peruanas quiere decir que los accionistas también pueden actuar como grandes inversionistas, y por consiguiente, habría dos grandes grupos de inversionistas en las empresas peruanas: los accionistas controladores y los acreedores financieros, especialmente los bancos. Ambos grupos competirían por los beneficios económicos que produce la empresa. Entonces los bancos para controlar empresas con estructuras de finanzas corporativas duales concentradas “accionistas-bancos”, podrían tener el incentivo de asumir mayores riesgos (otorgar mas prestamos) y así ser el grupo de inversionistas que prevalezca en la empresa. Por ello, quizás algún riesgo en el desempeño podría ocurrir en empresas peruanas con estructuras de accionistas concentrados y acreedores concentrados. La parte final, este artículo se dedicará a evaluar en forma breve esos probables riesgos.

6. Algunos riesgos financieros de la estructura concentrada de la propiedad accionaria y la acumulación de capital en las empresas peruanas.

En el Perú, la estructura de la propiedad accionaria de las empresas es concentrada debido principalmente a que estas pueden obtener dinero para sus actividades a través de préstamos en diversas modalidades del sistema financiero peruano, especialmente de los bancos peruanos. En ese escenario, los bancos en lugar de buscar maximizar el interés de los accionistas de la empresa, lógicamente están preocupados por maximizar el flujo de caja de las empresas del cual se cobrarán sus créditos, intereses y gastos. Si dicha situación fuera cierta, entonces los flujos de caja libres o disponibles serían un tema raro en el Perú porque los bancos obligarán a los empresarios a pagarles fondos libres que de otra manera retendrían y, por lo tanto, esto a su vez podría generar bajos niveles de dividendos en las empresa peruanas con estructura de propiedad concentrada. Y puede ser cierto, porque la mayoría de las empresas peruanas no son conocidas en el mercado por los altos dividendos que pagan. ¿Existe un efecto negativo respecto a esta situación?

Los propietarios que controlan las empresas peruanas necesitan ser pagados de alguna manera en lugar de dividendos que no recibirían. En efecto, estas empresas, realmente, no están interesadas en diseñar una política de dividendos consistente porque saben que al final los bancos pueden regular esta posibilidad aumentando los cargos o las tasas de interés y disminuyendo así los fondos libres que servirían para pagar a los accionistas y porque saben también que no necesitan emitir acciones al mercado para recaudar recursos para sus proyectos y por ende presentar políticas de dividendos constantes que animen a los inversionistas. Consecuentemente, los accionistas controladores de las empresas peruanas puede recibir la misma cantidad de los dividendos que no reciben en otras formas, como salarios de ejecutivos, dietas de directorios, gastos de la empresa o simplemente canalizando dichos recursos a otra empresa relacionada con ella.

Desde luego que si los bancos fallan en su trabajo de la supervisión y altos salarios u otras ventajas para los ejecutivos aumentan el riesgo de la empresa,

el concurso es la solución para los acreedores a fin de cambiar la administración de la empresa y tomar control de los flujos de caja. Entonces, si hay un riesgo en las empresas peruanas por la ausencia de una política de pagos de dividendos consistentes. Ciertamente, se sugiere que existen altas posibilidades para empresas con accionarios concentrados de ser insolventes y por ende someterse o ser sometidas a procedimientos concursales porque su alta estructura de deudas aumenta el riesgo de incumplimiento de los pagos de sus créditos, y por lo tanto el riesgo de insolvencia también aumenta. Como este artículo ha explicado antes, en algunos casos, los procedimientos concursales son la solución para cambiar a administradores deficientes y reducir los derechos de accionistas, pero esto tiene un precio, porque los concursos son procesos costosos y por último, los accionistas controladores pueden usar el débil sistema judicial peruano en temas concursales con objetivos de defensa para evitar ser removidos. Por esto, tal vez las estructuras de propiedad empresarial concentradas tienen el inconveniente de que en algún momento de sus proyectos, los préstamos se pueden ver limitados y los problemas financieros pueden aparecer con algunos costos tanto para los bancos como para las empresas. Sin embargo, esto es sólo una explicación empírica sobre el riesgo de este tipo de finanzas corporativas y es necesaria una investigación para establecer si las empresas con accionariado difundido puede quedarse más tiempo en el mercado que empresas con capitales concentrados. Contrariamente, puede argumentarse que empresas de accionariado difundido podrían mantenerse en el mercado con una política de dividendos constantes como un mecanismo para dicho fin y seguir captando diferentes tipos de financiamiento: acciones y también préstamos del sector financiero.

Finalmente, es importante anotar que aparte de los problemas de limitación del financiamiento y tendencia a la insolvencia, también otra clase de problemas y costos podrían generarse con grandes inversionistas en empresas como lo son bancos o con accionistas concentrados, problemas que son descritos por Shleifer y Vishny, tales como la expropiación de recursos directa de otros inversionistas (accionistas mayoritarios sobre

minoritarios, acreedores significativos sobre acreedores poco significativos), administradores y empleados, y expropiación ineficiente por búsqueda de objetivos personales⁽⁴⁶⁾.

7. Conclusión.

Este artículo ha descrito una posible manera en la cual la propiedad concentrada en el accionariado de las empresas peruanas puede ser explicada. Empíricamente, este artículo dice que las corporaciones en el Perú financian o han venido financiando en la última década, la mayor parte de sus actividades con capitales externos (préstamos de bancos) en lugar de interno (utilidades no distribuidas). La razón de este hecho se debe a una concentración de capital en el sector financiero, especialmente en bancos que ocurrió en la última década. Estas instituciones financieras concentraron recursos como consecuencia de una legislación estricta con provisiones excepcionales como la protección de depósitos en la Constitución peruana y en la Ley del Sistema Financiero, la supervisión y la vigilancia de los bancos por el Estado y regímenes de liquidación (Bancos supervisados por el gobierno).

Además, las empresas peruanas probablemente han venido financiando la mayoría de sus actividades a través de préstamos bancarios porque otros intermediarios financieros importantes como fondos privados de pensiones tienen algunas restricciones legales en su política de inversión en acciones o deuda en empresas en razón de un principio de diversificación de cartera y protección de los pensionistas. De igual forma, información actual ha mostrado que los fondos mutuos invierten más en deuda y depósitos que en acciones de empresas peruanas. Así, este artículo asume que los bancos peruanos han logrado un sistema con cierta efectividad en el otorgamiento de préstamos sobre la base de mecanismos de supervisión o monitoreo a bajo costo de las empresas en las que invierten, ventajas que otros acreedores o titulares de deuda no han podido generar aún en el mercado peruano, y que ese es el importante rol que les toca a los bancos peruanos, mantener niveles eficientes de control de sus inversiones a bajo costo de manera tal que no se afecte el costo de los créditos que

(46) Ibid.: pp. 758-761.

otorgan. Finalmente, se ha probado que los bancos como grandes inversionistas en empresas peruanas no invierten significativamente sus recursos en acciones en empresas peruanas, no solo por ciertas limitaciones legales, sino porque ellos prefieren poseer créditos en vez de acciones en razón de que así estas entidades mantienen el poder mediante derechos efectivos como acreedores para recuperar sus créditos y también derechos de control significativos en procedimientos concursales (liquidación y reorganización). Por ello, las empresas peruanas por lo general no necesitan emitir acciones representativas de capital social para financiar sus proyectos y negocios, y por lo tanto, permanecen con estructuras de propiedad concentradas.

Sin embargo, este artículo no ha argumentado que las empresas peruanas no podrían tener otra clase de recursos externos como bonos o créditos comerciales o tal vez considerar emitir algunas acciones y colocarlas sobre todo a inversionistas extranjeros, pero sí que quizás los bancos son la fuente de capital predominante para ellas por las razones explicadas en este artículo. En consecuencia, las estructuras concentradas de propiedad accionaria de empresas peruanas son una respuesta a la concentración de recursos en el sector financiero y a su colocación en el mercado por medio de préstamos en sus diversas modalidades. Este artículo tampoco ha argumentado que este modo de financiar actividades en las empresas peruanas no presente problemas en sus finanzas corporativas. Por el contrario, este artículo ha

argumentado que existe una concentración de recursos en instituciones financieras peruanas y una concentración de accionistas en empresas peruanas, lo que genera empresas con finanzas corporativas concentradas al nivel de deuda y al nivel de capital. Por ello, si la diversificación de recursos es reconocido como principio ventajoso en la financiación de empresas, algunos riesgos y costos podrían surgir en las empresas y bancos peruanos en un futuro, debido a la concentración de grupos de interés en las empresas peruanas (capital-deuda).

Pero estas son sólo preocupaciones teóricas y una investigación especial es necesaria para esclarecer implicancias financieras. En este sentido, este artículo no podría concluir si estas estructuras de propiedad concentrada en las empresas peruanas son un exceso o no y si las empresas de accionariado difundido en otros países como E.E.U.U. e Inglaterra son mejor financiadas que empresas de propiedad concentradas, y por lo tanto, si el Perú necesita desarrollarlas, pero el único hecho demostrado es que ambos tipo de estructuras corporativas enfrentan problemas diferentes. De otra parte, este artículo reconoce que los bancos son entidades rentables en el Perú, en parte como una respuesta de su buen funcionamiento con una regulación estricta, y también este artículo reconoce el desarrollo de fondos mutuos y fondos de pensión como fuentes de recursos complementarias a las bancarias para comenzar una nueva modalidad de finanzas corporativas, y probablemente un cambio lento del manejo de las empresas en Perú. 卟