

# TÍTULOS DE PARTICIPACIÓN EN EL PATRIMONIO (TPP)

## NON-STOCK EQUITY INSTRUMENTS (NSEI)

Francisco Baldeón\*

Rodrigo, Elías & Medrano Abogados

Santiago Montes de Oca\*\*

Rodrigo, Elías & Medrano Abogados

*This article studies the Non-Stock Equity Instrument, an equity financial instrument that grants its holder a specific participation in the results of the issuing company without granting the holder the status of shareholder, which, despite being expressly provided for in Peruvian law and in comparative law, has been forgotten in financial practice.*

*The objective of this study is to understand the competitive advantages of the Non-Stock Equity Instrument for both issuers and holders, which make it a financial instrument to be considered in the capital market.*

**KEYWORDS:** Non-Stock Equity Instrument; financing; security; financial instruments; capital market.

*El presente artículo estudia al Título de Participación en el Patrimonio, un instrumento financiero de equity que otorga a su tenedor una participación específica en los resultados de la empresa emisora sin concederle la calidad de accionista, que, a pesar de estar previsto expresamente en la ley peruana y en el derecho comparado, ha sido olvidado en la práctica financiera.*

*El objetivo de este estudio es entender las ventajas competitivas del Título de Participación en el Patrimonio tanto para los emisores como para los tenedores, las que lo convierten en un instrumento financiero a considerar en el mercado de capitales.*

**PALABRAS CLAVE:** Título de Participación en el Patrimonio; financiamiento; título valor; valor mobiliario; instrumentos financieros; mercado de capitales.

\* Abogado. Master of Corporate Law por la Universidad de Cambridge (Cambridge, Inglaterra). Ex secretario de los grupos de trabajo conformados por el Ministerio de Justicia y Derechos Humanos en 2014 y 2017 para preparar el Anteproyecto de la nueva Ley General de Sociedades. Profesor de Sociedades Anónimas en la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Abogado asociado en Rodrigo, Elías & Medrano Abogados. Contacto: Fbaldeon@estudiorodrigo.com

\*\* Alumno del XI Ciclo de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima. Practicante pre-profesional en Rodrigo, Elías & Medrano Abogados. Contacto: santiago.montesdeoca@estudiorodrigo.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THÉMIS-Revista de Derecho el 18 de julio de 2023, y aceptado por el mismo el 12 de septiembre de 2023.

*“Diseñar nuevas formas de instrumentos financieros, moldeados para satisfacer las particulares preferencias de los inversionistas, constituye una parte significativa de la actividad de asesoría en finanzas corporativas”*  
(Ferran, 2014).

## I. INTRODUCCIÓN

Cuando Teseo abandonó a Ariadna en la isla de Naxos, no se percató de que, al dejarla, no solo abandonaba el hilo de oro con el que logró salir del laberinto de Creta; también dejó olvidada a una hermosa y legendaria mujer. Felizmente, fue Dionisio, dios del buen vivir y la alegría, quien la rescató del olvido y la ascendió, con él, al Olimpo. Algunas instituciones jurídicas, pese a su intrínseco valor económico, han quedado olvidadas por la práctica mercantil, como Teseo a Ariadna. Entonces, corresponde a este artículo, respecto de los títulos de participación en el patrimonio, asumir el papel de Dionisio.

Una empresa es fundada con los aportes realizados por sus miembros fundadores. En este punto, los fundadores asumen un riesgo personal al comprometer sus propios recursos financieros y esfuerzos para que la empresa inicie sus actividades. Es a través de estas contribuciones que la empresa adquiere los primeros recursos necesarios para poner en marcha sus operaciones y concretar oportunidades de negocio. Sin embargo, a medida que la empresa crece y se expande, llega un momento en el que necesita buscar recursos adicionales más allá de los aportes iniciales de sus fundadores para aprovechar oportunidades, invertir en investigación y desarrollo, adquirir activos estratégicos y expandirse en nuevos mercados. En consecuencia, para que una sociedad pueda realizar sus actividades económicas, debe conseguir en el mercado de capitales los fondos adicionales y necesarios para ello. Es aquí donde el financiamiento juega un papel fundamental en el crecimiento, la estabilidad y la viabilidad a largo plazo de las empresas.

Para financiar sus operaciones y proyectos, las empresas tienen dos opciones principales: el financiamiento con recursos propios (*equity*, esto es capital/patrimonio) y el financiamiento proveniente de terceros ajenos (deuda o *debt*). Cada una de estas fuentes de financiamiento tiene sus propias ventajas y consideraciones, y la elección entre ellas puede marcar una diferencia. El financiamiento puede realizarse a través de la colocación de instrumentos financieros por parte de la empresa y, dependiendo de la fuente de financiamiento a la que recurran, pueden ser de dos tipos: (i) instrumentos representativos de deuda (bonos

o papeles comerciales); o (ii) instrumentos de *equity* (que, a la fecha, son, esencialmente, acciones).

Considerando que el mercado de capitales es cada vez más dinámico y competitivo, las empresas compiten entre ellas para asignarse entre sí los recursos financieros disponibles, que son limitados. Siendo un proceso competitivo, las empresas deben buscar ofrecer instrumentos financieros que sean lo más atractivos posibles para la empresa (es decir, que proporcionen a esta la mayor cantidad de financiamiento) y para el inversionista (es decir, que proporcionen a este la mayor rentabilidad por dólar invertido); en ambos casos, reduciendo los costos de transacción.

En el presente artículo, se estudiará al Título de Participación en el Patrimonio (en adelante, TPP), un instrumento financiero que, a pesar de estar previsto expresamente en la ley peruana, ha sido olvidado en la práctica financiera. Antes de adentrarnos en su estudio propiamente, delinearemos las diferencias básicas entre instrumentos de deuda e instrumentos de *equity*, a fin de identificar más adelante en cuál de esas categorías se encuadra.

## II. INSTRUMENTOS REPRESENTATIVOS DE DEUDA Y EQUITY

### A. Instrumentos de deuda

Actualmente, no encontramos una definición legal general para el término ‘instrumentos representativos de deuda’ en el ordenamiento jurídico peruano. En ese sentido, la terminología utilizada para describir a los instrumentos de deuda es otorgada por la práctica del mercado más que por una definición legal (Cranston, 2002, p. 326). Como menciona Eilís Ferran, “los mercados desarrollan términos para distinguir instrumentos de deuda mediante referencia a ciertas características claves [...]” (1999, p. 50). Estas características son las siguientes:

- Son instrumentos de renta fija. Confieren el derecho a una renta a su tenedor. Otorga al tenedor del título un derecho a una prestación dineraria cierta, así como otros derechos. Se les denomina ‘de renta fija’, para distinguirlos de aquellos ‘de renta variable’, que confieren un derecho patrimonial sujeto a que el emisor tenga utilidades distribuibles (por ejemplo, en el caso de acciones).
- La renta fija consiste en el pago de intereses, que se devengan periódicamente. Si bien la tasa de interés pactada puede ser variable (por ejemplo, equivalente a tasas de interés de referencia), estas variaciones no depen-

den de la existencia de utilidades en el emisor, sino de factores de mercado exógenos.

- Los instrumentos de deuda implican un pasivo de la sociedad emisora frente a los inversionistas que adquieren su titularidad. En consecuencia, los inversionistas son acreedores de una obligación dineraria desde el momento de la suscripción o adquisición del instrumento.
- Precisamente, porque hay un crédito dinerario cierto (no eventual), es usual constituir garantías reales sobre bienes y derechos de la sociedad, y terceros para garantizar el pago del referido crédito.
- El titular de los títulos de deuda no asume el riesgo inherente a la gestión social de la empresa, razón por la cual la renta (interés) debe ser pagada cualquiera fuese el resultado económico de dicha gestión social. Asimismo, se encuentran ‘rankeados’ por encima de los accionistas para el repago de sus acreencias en caso de liquidación (Ferran, 1999, p. 52).
- El capital debe ser devuelto.

Aunque nuestra anquilosada Ley de Mercado de Valores (en adelante, LMV)<sup>1</sup> se refiere a los instrumentos de deuda, no los define. Pese a ello, la LMV establece consecuencias jurídicas para los instrumentos de deuda, pero no los establece para los instrumentos de *equity*. Por ejemplo, el artículo 86 de la LMV dispone que “los valores representativos de deuda, emitidos por oferta pública o por oferta privada, constituyen títulos valores ejecutivos” (2023), mientras que el artículo 26 de la LMV dispone que los “tenedores de valores representativos de deuda podrán solicitar la inscripción de dichos valores” (2023) en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, RPMV). Asimismo, son aplicables a los instrumentos de deuda las disposiciones sobre emisión de obligaciones contenidas en la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS).

Recogiendo las características antes descritas, podemos definir al instrumento financiero representativo de deuda como: un valor mobiliario que representa una obligación dineraria de la entidad emisora para reembolsar el capital prestado y pagar intereses sobre ese préstamo a los inversionistas. Los inversionistas que adquieren estos instrumentos financieros de deuda se convierten en

acreedores de la entidad emisora y tienen derecho a recibir el pago del capital prestado y los intereses acordados. El nivel de deuda que una sociedad está dispuesta a asumir depende de un conjunto de variables de las que se ocupan las finanzas corporativas y tienen que ver con cuál es la mejor ‘estructura de capital’ de la empresa (Villegas, 2004, p. 1044).

Los instrumentos financieros de deuda por excelencia son las denominadas obligaciones, que pueden clasificarse en: (i) bonos; y (ii) papeles comerciales. Los bonos son valores representativos de deuda emitidos a plazos mayores de un año, mientras que los papeles comerciales –o, como los define la LMV, “instrumentos de corto plazo” (2023)– son valores representativos de deuda emitidos a plazos no mayores de un año.

## B. Instrumentos de *equity*

Por otro lado, en los instrumentos financieros representativos de *equity*, el retorno (es decir, la renta) no es cierto desde un inicio, por cuanto dependerá de los resultados del emisor. No hay seguridad de percepción de la renta (en el caso de acciones, dividendos) ni de devolución del capital o valor nominal pagado para adquirir el instrumento (Barreta, 1999, p. 184). Es por ello que estos títulos son identificados como instrumentos de renta variable. En consecuencia, no conllevan la generación de un pasivo en la sociedad emisora desde el momento de la emisión. Los instrumentos de *equity* representan para sus tenedores, en términos comerciales, el capital-riesgo (*risk-capital*), ya que son los últimos en la cola para cobrar sus créditos una vez verificadas las condiciones para su pago (a diferencia de los tenedores de instrumentos de deuda, que están ‘rankeados’ por encima de ellos para el cobro), pero, si las cosas salen bien, obtendrán un beneficio considerable (Cranston, 2002, p. 326).

El instrumento financiero de *equity* por excelencia es la acción, que también es un valor mobiliario. En la doctrina moderna de Derecho Mercantil, la acción es conceptualizada como una parte alícuota del capital social, representativa de un conjunto de derechos que constituyen la ‘calidad de accionista’ y que se representa en un título accionario. Nuestra LGS, contempla los tres aspectos mencionados de la acción. El artículo 82 de la LGS establece que “las acciones representan partes alícuotas del capital social” (1997), los artículos 95 y 96 de la citada norma señalan que las acciones “confieren a su titular la calidad de accionistas” (1997) y el artículo 100 del mismo cuerpo normativo indica que las ac-

<sup>1</sup> Texto Único Ordenado aprobado por Decreto Supremo 020-2023-EF.

ciones “se representan por certificados, por anotaciones en cuenta o en cualquier otra forma que permita la ley” (López, 1998).

### C. Ventajas y desventajas del financiamiento vía deuda

Junto con las acciones (instrumentos de *equity*), las obligaciones (instrumentos de deuda) han sido y son los medios más comunes por los cuales las sociedades obtienen financiamiento (Villegas, 2004, p. 1044). El beneficio principal de contar con mayor deuda en la estructura de capital es el mayor rendimiento que como accionistas se obtiene por dólar invertido como capital a medida que se incrementa la deuda. La deuda hace que el rendimiento del negocio (todo lo que genera la empresa) aumente y, en consecuencia, la utilidad y el rendimiento del *equity* (lo que se le va a retribuir al accionista o ‘titular de participación en el patrimonio’) también se vea incrementado.

Además, la deuda es más ‘barata’. Una de las razones principales es el ‘escudo fiscal’: hay un ahorro tributario como consecuencia de poder deducir los intereses del impuesto a la renta de las sociedades. Es decir, el endeudamiento puede incrementar el valor de una empresa reduciendo sus impuestos. Dicha deducción no es ilimitada; la Ley del Impuesto a la Renta establece un límite a la deducibilidad de intereses (deducción de gastos financieros bajo la regla del EBITDA tributario<sup>2</sup>).

No obstante, el límite principal a los beneficios de contar con mayor deuda es el costo de insolvencia, que se incrementa a medida que se aumente el nivel de deuda en una sociedad. Es decir, el aumento del endeudamiento implica mayores posibilidades de quiebra (Salloum & Vigier, 1999, p. 4), al tener los acreedores la posibilidad de someter a la sociedad insolvente (que no puede atender sus obligaciones de pago) a un procedimiento concursal.

Asimismo, otro punto a considerar es que no todas las empresas pueden acceder al financiamiento vía deuda; las empresas pequeñas y medianas (en adelante, pymes) enfrentan ciertos obstáculos para acceder a la deuda. Stiglitz-Weiss (1981), Storey (1994) y Salloum-Vigier (1997; 1999), destacan algunas de las razones por las cuales las pymes tienen dificultades para obtener préstamos y que reseñamos a continuación:

1. Problema de *screening*: Los bancos suelen tener dificultades para evaluar adecuada-

mente los proyectos de las pymes, debido a la falta de información disponible en comparación con las grandes empresas. Esto puede deberse a que las pymes tienen menos historial crediticio, informes financieros menos detallados o falta de experiencia empresarial comprobada. Como resultado, los bancos pueden ser más reacios a otorgar préstamos a las pymes, debido a la incertidumbre sobre la viabilidad y el riesgo asociado con sus proyectos.

2. Problemas de información asimétrica: La búsqueda y recopilación de información por parte de los bancos sobre las pymes suele ser costosa y no necesariamente proporcional al monto del crédito solicitado. Los costos fijos asociados con la evaluación y el monitoreo de las pymes hacen que los préstamos sean más caros en relación con las grandes empresas. Esto puede llevar a que las tasas de interés sean más altas para las pymes, lo que dificulta su acceso al crédito a tasas competitivas.
3. Problemas de *insufficient collateral*: Las pymes a menudo carecen de activos suficientes para ofrecer como garantías o hipotecas, o los bienes de los que sean titulares pueden no ser considerados adecuados para gravar por los bancos. La falta de garantías sólidas dificulta la capacidad de las pymes para ofrecer seguridad a los prestamistas, lo que aumenta el riesgo percibido por los bancos y terceros al otorgarles crédito.
4. Problema de *moral hazard*: Los bancos pueden percibir a las pymes como deudores de mayor riesgo en comparación con las grandes empresas. Esto puede deberse a factores como la falta de experiencia, la menor estabilidad financiera y la mayor vulnerabilidad ante cambios económicos. Como resultado, los bancos y terceros pueden ser más cautelosos al prestar a las pymes o imponer condiciones más estrictas, como tasas de interés más altas o plazos de pago más cortos.
5. Racionamiento crediticio: En algunos casos, el precio del crédito (es decir, la tasa de interés) no ajusta el mercado de forma eficiente, debido a imperfecciones o restricciones en la oferta y la demanda de crédito. Esto puede llevar a una situación de racionamiento crediticio, donde la demanda de préstamos

<sup>2</sup> Literal a) inciso 1 del artículo 37 del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta: “[n]o son deducibles los intereses netos en la parte que excedan el treinta por ciento (30%) del EBITDA del ejercicio anterior” (2004).

supera la oferta disponible, especialmente para las pymes. Como resultado, las pymes pueden enfrentar dificultades para obtener el financiamiento necesario, incluso si están dispuestas a pagar tasas de interés más altas.

Estos obstáculos ejemplifican las dificultades —como con un lente de aumento— que existen para que las empresas accedan al mercado de financiamiento a través de deuda y que constituyen verdaderos costos de transacción que encarecen el crédito. Ello resalta la importancia de explorar nuevas alternativas de financiamiento. Diseñar nuevas formas de instrumentos financieros, moldeados para satisfacer las particulares preferencias de los inversionistas, constituye una parte significativa de la actividad de asesoría en finanzas corporativas (Ferran, 1999, p. 44).

### III. EL TÍTULO DE PARTICIPACIÓN EN EL PATRIMONIO

Como hemos destacado, en el mercado de capitales las sociedades obtienen recursos para impulsar su crecimiento y alcanzar sus objetivos a través de las dos alternativas principales de financiamiento: (i) deuda; o (ii) *equity*. Hemos mencionado que el instrumento financiero de *equity* por excelencia es la acción, representativa de una alícuota del capital social. En esta sección, se identificará al título de participación en el patrimonio como un —olvidado— tipo de instrumento de *equity*.

Según el artículo 257 de la Ley de Títulos Valores (en adelante, LTV), es posible emitir “valores mobiliarios con la denominación de Acciones que no representen el capital de sociedades sino alícuotas o alicuotas de cuentas o fondos patrimoniales distintos” (2000). Aunque el citado artículo indica que estos instrumentos deben emitirse con la denominación de ‘acciones’, el término correcto para aludirlos es TPP.

Si bien, en la teoría, el patrimonio se encuentra conformado por diversas cuentas (a saber, Acciones de Inversión, Capital Adicional, Resultados No Realizados, Excedente de Revaluación, Reservas, Resultados Acumulados) y un TPP podría representar participación en cualquiera de ellas, lo natural es que el TPP represente —para el inversionista— una participación en los resultados económicos de la empresa, es decir, en la cuenta patrimonial Resultados Acumulados. De esta forma, el TPP otorga a su tenedor el derecho a percibir una porción de las utilidades que genere la empresa, siempre y cuando exista utilidad distribuible. Puede pactarse que esta percepción ocurra una sola vez o varias veces durante un periodo o, también, que sea con cargo al haber neto resultante de la

liquidación de la sociedad. En cualquiera de los casos mencionados, puede pactarse un monto máximo de participación.

En otras palabras, el TPP es un instrumento financiero que otorga a su tenedor una participación específica en los resultados de la empresa. A pesar de que, según la ley, se emitan bajo la denominación de ‘Acciones’, no otorgan los derechos de accionista previstos en la ley o el estatuto del emisor. Por esa misma razón, la participación de un tenedor de TPP en los resultados de la empresa no es propiamente un dividendo, pues este es un término que la ley solo utiliza para referirse al derecho a las utilidades de los titulares de acciones representativas del capital social y, también, de acciones de inversión. Sobre esto último, el artículo 2, numeral 1, de la Ley 27028, Ley que sustituye las acciones del trabajo por las acciones de inversión, establece que la acción de inversión otorga a su titular el derecho a “[p]articipar en la distribución de dividendos” (1998).

Desde una interpretación literal, el artículo 257 de la LTV no establece una restricción para que personas jurídicas diferentes a las sociedades emitan TPP. Sin embargo, tal como ocurre con otros instrumentos financieros, lo más probable es que sea utilizado —en la práctica— principalmente por sociedades. Los TPP materia del presente artículo serán aquellos emitidos por sociedades.

Como se ha referido antes, el TPP puede otorgar a su tenedor el derecho a percibir un porcentaje o un monto fijo de las utilidades de la empresa, con la condición de que estas existan al momento en que deban pagarse. Puede pactarse que dicha percepción ocurra una sola vez o un número de veces (por ejemplo, anualmente, cada 1 de enero) durante un periodo determinado (por ejemplo, cinco años). En tal caso, en el momento en que corresponda liquidar la utilidad al tenedor del TPP (en nuestro ejemplo, el 1 de enero de cada año durante el plazo de cinco años), el estado de situación financiera del emisor deberá mostrar la existencia de utilidades. No consideramos que el pago de su participación en las utilidades al tenedor del TPP deba necesariamente estar sujeto a la aprobación por la junta general de accionistas de la distribución de dividendos. El pago debe ocurrir con la sola verificación de la existencia de utilidades en las fechas de liquidación acordadas. Por supuesto, es posible pactar que un requisito para dicha liquidación sea la aprobación por la junta general de accionistas, aunque ello sería un desincentivo para los posibles suscriptores de un TPP.

Cabe señalar que, en el caso de acciones de inversión, que también están incluidas en el artículo

257, numeral 4, de la LTV, la distribución de dividendos sí está supeditada a su aprobación por la junta. El artículo 3, numeral 2, de la Ley 27028 dispone expresamente que “la distribución a que se refiere el párrafo anterior deberá efectuarse en la misma oportunidad y condiciones señaladas para los titulares de las acciones representativas del capital social” (1998).

Ahora bien, el emisor puede libremente fijar el valor de suscripción de un TPP. Sin embargo, considerando que un TPP otorgaría derecho a percibir utilidades futuras (y eventuales) de la empresa, por lo que es esperable que dicho valor de suscripción se calcule en función de los flujos de caja descontados del emisor durante el periodo de tiempo en que se devengue el derecho a cobrar la participación en las utilidades, siendo la siguiente la fórmula aplicable:

$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Donde:

- $PV$  es el valor presente de un TPP.
- $CF$  es el flujo de caja para un determinado periodo.
- $r$  es la tasa de descuento.
- $n$  es el número de períodos.

A modo de ejemplo, un TPP podría otorgar el derecho de percibir anualmente el 1% de las utilidades de un emisor durante el plazo de tres años. Los asesores financieros del emisor proyectan que los flujos de caja durante dicho plazo serán los siguientes y que la tasa de retorno será 15%:

Cuadro 1: Ejemplo 1

Año 1	Año 2	Año 3
- S/ 20,000	S/ 30,000	S/ 60,000

Fuente: Elaboración propia

Bajo la proyección de flujos de caja, durante el año 1, el suscriptor no percibiría utilidad alguna,

pues el emisor tiene pérdidas. El año 2, las utilidades absorben las pérdidas del año 1, por lo que las utilidades ascenderían a S/ 10 000 y el suscriptor del TPP percibiría S/ 100 (el 1% de la utilidad distribuable). En el año 3, en el que las utilidades ascenderían a S/ 60 000, el suscriptor percibiría S/ 600. En total, de acuerdo con la proyección, el total percibido por el suscriptor ascendería a S/ 700.

En ese caso, el valor presente de los flujos de caja, siguiendo la metodología de valorización de flujos de caja descontados, es el siguiente:

$$PV = \frac{-20,000}{(1+0.15)^1} + \frac{30,000}{(1+0.15)^2} + \frac{60,000}{(1+0.15)^3} = 44,743.98$$

Considerando que el TPP del ejemplo otorga el derecho a cobrar el 1% de las utilidades, el valor de suscripción del TPP debería ser S/ 447.44.

Cabe señalar que la tasa de retorno que sea tomada en cuenta para determinar el valor de suscripción del TPP debe retribuir adecuadamente el riesgo asumido por el suscriptor, pues una posibilidad es que las utilidades proyectadas en el flujo de caja no lleguen a verificarse y que, por tanto, el suscriptor pierda completamente su inversión. Adicionalmente a ello, dicha tasa de retorno debe ofrecer un retorno comparativamente mayor al que recibiría un accionista común, pues el tenedor de un TPP no gozará de los derechos inherentes a la calidad de accionista. En otras palabras, el tenedor no estará dispuesto a invertir en un TPP, a menos que este ofrezca un retorno superior al de un accionista común.

El TPP permite a las sociedades diversificar su estructura de financiamiento, ya que pueden captar inversiones sin tener que otorgar a sus suscripto-

res derechos inherentes a la acción (como ocurre con la emisión de acciones) y sin tener que asumir los costos de transacción asociados a la asunción de deuda.

#### IV. RELACIÓN DEL TPP CON OTRAS FIGURAS PREVISTAS EN LA LEGISLACIÓN PERUANA

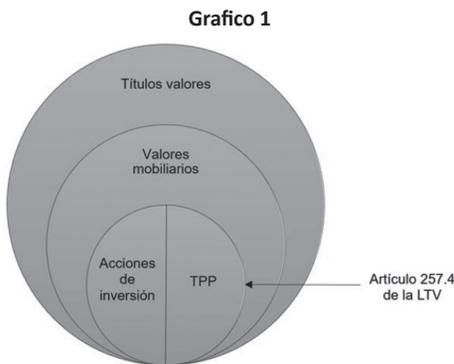
##### A. Acciones de inversión

En Perú, se denomina acciones de inversión a aquellos instrumentos regulados por la Ley 27028, Ley que sustituye las acciones del trabajo por las acciones de inversión, la cual otorgó la denominación de “acciones de inversión a aquellas emitidas por las empresas comprendidas dentro de los alcances del Decreto Legislativo 677” (1998), que regula la participación en la utilidad, gestión y propiedad de los trabajadores de las empresas que desarrollan actividades generadoras de Rentas de Tercera Categoría y que están sujetos al régimen laboral de la actividad privada.

Las acciones de inversión otorgan a sus titulares los derechos taxativamente establecidos en la Ley 27028. Entre tales derechos se cuentan, como se ha mencionado: participar en la distribución de dividendos y el saldo del patrimonio de la sociedad, suscribir nuevas acciones de inversión en caso de aumento de capital por nuevos aportes a fin de mantener su proporción, recibir acciones de inversión por capitalización de cuentas patrimoniales, entre otros (1998).

Sin embargo, a pesar de su equívoca denominación, las acciones de inversión no son acciones, pues no otorgan los derechos inherentes a la calidad de accionista y no representan una parte alícuota del capital social. De hecho, las acciones de inversión se representan contablemente como una cuenta patrimonial especial.

Ahora bien, las acciones de inversión sí son títulos valores. El ya citado artículo 257, inciso 4, de la LTV indica que son títulos valores aquellos que, con la denominación de acciones, no representen el capital de sociedades sino alícuotas o alcuantas de cuentas o fondos patrimoniales distintos (2000). Como puede apreciarse, dicho artículo comprende a las acciones de inversión, pues estas precisamente representan alícuotas de una cuenta patrimonial. Sin embargo, considerando que las acciones de inversión tienen un marco legal específico y autónomo, el TPP que es materia de estudio en el presente artículo es todo aquel título de participación en el patrimonio emitido bajo el artículo 257, inciso 4, sin contar a las acciones de inversión. Esta idea se muestra en el siguiente diagrama:



Fuente: Elaboración propia

### B. Títulos de participación bajo el artículo 104 de la LGS

El artículo 104 de la LGS regula los supuestos en los cuales la sociedad puede adquirir sus propias acciones. Cumpliendo los requisitos establecidos en dicho artículo:

[!]a sociedad puede adquirir sus propias acciones para amortizarlas sin reducir el capital y

sin reembolso del valor nominal al accionista, entregándole a cambio **títulos de participación que otorgan derecho de percibir, por el plazo que se establezca, un porcentaje de las utilidades distribuibles de la sociedad**. Estos títulos son nominativos y transferibles (1997) [el énfasis es nuestro].

Estos títulos son, sin duda, un caso especial de TPP comprendidos en el artículo 257, inciso 4, de la LTV, que se emiten como contraprestación al accionista por la amortización de sus acciones (similar a los bonos de goce de la legislación argentina y a los bonos de disfrute de la legislación española). Todo lo desarrollado en este artículo sobre TPP es aplicable a los TPP que se emitan bajo el artículo 104 de la LGS.

### C. Partes del fundador

El artículo 72 de la LGS establece que los fundadores de la sociedad:

pueden reservarse derechos especiales de diverso contenido económico, los que deben constar en el estatuto. **Cuando se trate de participación en las utilidades** o de cualquier derecho sobre éstas, los beneficios no pueden exceder, en conjunto, de la décima parte de la utilidad distribuible anual que aparezca de los estados financieros de los primeros cinco años, en un período máximo de diez años contados a partir del ejercicio siguiente a la constitución de la sociedad (1997) [el énfasis es nuestro].

El derecho de un fundador a participar en las utilidades de la sociedad puede ser incorporado a un TPP. En ese caso, el fundador tendrá su derecho representado en un título valor con las ventajas que ello conlleva en cuanto a su transmisibilidad.

### D. El TPP en el derecho comparado

Tras haber quedado claro que el TPP se encuentra recogido en la legislación peruana, resulta relevante confirmar que estos instrumentos también se encuentran reconocidos en otros sistemas legales. En esta subsección, expondremos algunas aproximaciones normativas relacionadas con los TPP en diversas jurisdicciones.

#### 1. Argentina

La Ley de Sociedades Comerciales de Argentina (Ley 19550), regula los 'bonos de goce' y los 'bonos de participación'. El artículo 227 de la citada Ley establece que "las sociedades anónimas pueden emitir bonos de goce y de participación" (1984).

En ese sentido, el artículo 228 señala que:

[l]os **bonos de goce** se emitirán a favor de los titulares de acciones totalmente amortizadas. Dan derecho a participar en las ganancias y, en caso de disolución, en el producido de la liquidación, después de reembolsado el valor nominal de las acciones no amortizadas. Además gozarán de los derechos que el estatuto les reconozca expresamente (1984) [el énfasis es nuestro].

Los bonos de goce, entonces, constituyen una contraprestación al accionista por la amortización de sus acciones.

Por otro lado, el artículo 229 señala que “los **bonos de participación** pueden emitirse por prestaciones que no sean aportes de capital. Solo dan derecho a participar en las ganancias de ejercicio” (1984) [el énfasis es nuestro]. Los bonos de participación son, por tanto, un instrumento más genérico que los bonos de goce.

Por último, el artículo 230 establece que la participación se abonará contemporáneamente con el dividendo (1984).

## 2. Brasil

La Ley de Sociedades Anónimas de Brasil (Ley 6404/1976), en su artículo 46, regula las ‘partes beneficiarias’:

La sociedad podrá crear, en cualquier momento, títulos negociables, sin valor nominal y ajenos al capital social, denominados “partes beneficiarias”.

1. Las partes beneficiarias confieren a sus titulares derecho de crédito eventual contra la sociedad, consistente en la **participación en las utilidades anuales**.
2. La participación atribuida a las partes beneficiarias, incluso para la formación de reserva

para rescate, si hubiere, no podrá exceder el 0,1 (un décimo) de las utilidades.

3. A las partes beneficiarias no les será atribuido ningún derecho privativo de accionista, excepto el derecho de fiscalización de los actos de los administradores, en los términos de esta Ley.

4. Se prohíbe la creación de más de una clase o serie de partes beneficiarias (1976) [el énfasis es nuestro] [traducción libre]<sup>3</sup>.

Por otro lado, en el artículo 201<sup>4</sup>, se señala que la sociedad sólo podrá pagar dividendos a los titulares de las ‘partes beneficiarias’ a la cuenta de la utilidad neta del ejercicio, de los resultados acumulados y de la reserva de utilidades; y a cuenta de la reserva de capital.

## 3. España

El artículo 341 de la Ley de Sociedades de Capital de España, aprobado mediante el Real Decreto Legislativo 1/2010, regula los ‘bonos de disfrute’: “En la reducción del capital con amortización de acciones podrán atribuirse bonos de disfrute a los titulares de las acciones amortizadas, especificando en el acuerdo de reducción el contenido de los derechos atribuidos a estos bonos” (2010). Bajo el artículo citado, el bono de disfrute es una contraprestación por la amortización de acciones, de manera similar a los bonos de goce de la legislación argentina.

## 4. Italia

El artículo 2353 del Código Civil italiano, regula las acciones de disfrute que son emitidas a los titulares de acciones que han sido amortizadas. Estas ‘acciones’ carecen de derecho de voto en la junta general de accionistas y concurren en la distribución de utilidades –luego de pagadas las acciones no amortizadas– con un dividendo igual al interés

<sup>3</sup> Texto original:

Artículo 46.- A companhia pode criar, a qualquer tempo, títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, denominados “partes beneficiárias”.

§ 1 As partes beneficiárias conferirão aos seus titulares direito de crédito eventual contra a companhia, consistente na participação nos lucros anuais (artigo 190).

§ 2 A participação atribuída às partes beneficiárias, inclusive para formação de reserva para resgate, se houver, não ultrapassará 0,1 (um décimo) dos lucros.

§ 3 É vedado conferir às partes beneficiárias qualquer direito privativo de accionista, salvo o de fiscalizar, nos termos desta Lei, os atos dos administradores.

§ 4 É proibida a criação de mais de uma classe ou série de partes beneficiárias (1976).

<sup>4</sup> Artículo 201.- A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital [...] (1976).

legal y, en caso de liquidación, sobre el haber neto resultante del patrimonio social tras el reembolso de las otras acciones<sup>5</sup> (1942).

## V. CARACTERÍSTICAS LEGALES DEL TPP

A pesar de que no existe una regulación orgánica para el TPP, pues apenas está reconocido por el artículo 257, inciso 4, de la LTV, este se sujeta a ciertas disposiciones legales generales que le resultan aplicables, lo que proporciona un marco legal para su emisión, negociación y sus derechos asociados.

Esta y las siguientes secciones de este artículo se sumergirán más en el tratamiento de los TPP bajo la ley peruana, explorando sus características y ventajas para las sociedades emisoras e inversionistas.

### A. Es un título valor

El TPP es un título valor. Bajo ley peruana, la creación de títulos valores se encuentra reservada a la ley (sistema conocido como *numerus clausus*)<sup>6</sup>, es decir, solamente la ley puede asignar la calidad de título valor a un valor que incorpore derechos patrimoniales. Como se ha señalado, el artículo 257, inciso 4, de la LTV expresamente prevé la posibilidad de que se emitan títulos de participación patrimonial, por lo que resulta incuestionable que estos tienen la calidad de títulos valores.

El hecho de que el título de participación patrimonial sea un título valor trae consigo evidentes consecuencias, algunas de las cuales se listan a continuación:

- a) Se encuentran materializados en un título o son representados por anotación en cuenta y registrados ante una Institución de Compensación y Liquidación de Valores.
- b) Deben señalar un valor patrimonial expresado como una suma de dinero, en moneda nacional o moneda extranjera. Este valor debería ser el valor de suscripción, es decir, el monto que el tenedor suscriptor pagó a la sociedad como contraprestación por su emisión y que será el valor nominal del título. Sin

embargo, dicho valor nominal no expresa el monto de la acreencia del tenedor contra la sociedad. El derecho al tenedor consiste en una parte de las utilidades de la sociedad en un plazo, las cuales pueden ser sustancialmente mayores o menores al valor nominal del título.

- c) Sobre ellos, es posible ejercer o constituir derechos reales y, además, trabar medidas cautelares o constituir dominio fiduciario, los cuales deben ser anotados en el mismo título o, si fuesen representados por anotación en cuenta, en el registro contable respectivo (Ley de Títulos Valores, artículo 13) (2000).
- d) Si su emisión fuera suscrita por un representante sin facultades, este se obliga a título personal, como si hubiera nombrado a nombre propio (Ley de Títulos Valores, artículo 7, inciso 1) (2000).
- e) No pueden ser emitidos al portador. El artículo 23 de la LTV dispone que “[e]l título valor al portador que contenga la obligación de pagar una suma de dinero no puede ser emitido sino en los casos permitidos expresamente por la ley [...]” (2000); y la ley no establece dicha posibilidad. En consecuencia, solo puede ser emitido de manera nominativa o a la orden.

Si el TPP es emitido a la orden, su transferencia se realiza por endoso. De acuerdo con el artículo 39, inciso 1, de la LTV, el endoso obliga al endosante solidariamente con los obligados anteriores, salvo que el endoso se realice mediante la cláusula ‘sin responsabilidad’ (2000).

Ahora bien, si el TPP es emitido de manera nominativa, la transferencia tiene efectos de cesión de derechos, no existiendo responsabilidad solidaria frente al cesionario por parte del cedente y los cedentes anteriores. Adicionalmente, de conformidad con el artículo 29, inciso 2, de la LTV:

<sup>5</sup> Artículo 2353.-

Azioni di godimento. Salvo diversa disposizione dello statuto, le azioni di godimento attribuite ai possessori delle azioni rimborsate non danno diritto di voto nell'assemblea. Esse concorrono nella ripartizione degli utili che residuano dopo il pagamento delle azioni non rimborsate di un dividendo pari all'interesse legale e, nel caso di liquidazione, nella ripartizione del patrimonio sociale residuo dopo il rimborso delle altre azioni al loro valore nominale (1942).

<sup>6</sup> Acorde con el artículo 3 de la Ley de Títulos Valores:

Artículo 3.- Creación de nuevos títulos valores

La creación de nuevos títulos valores se hará por ley o por norma legal distinta en caso de existir autorización para el efecto emanada de la ley o conforme al Artículo 276 de la presente Ley (2000).

Para que la transferencia del título valor nominativo surta efecto frente a terceros y frente al emisor, la cesión debe ser comunicada a éste para su anotación en la respectiva matrícula; o, en caso de tratarse de valor con representación por anotación en cuenta, la cesión debe ser inscrita en la Institución de Compensación y Liquidación de Valores correspondiente [...] (2000).

- f) Es posible pactar las cláusulas típicas de los títulos valores, tales como cláusula de intereses compensatorios y moratorios (en caso de que el emisor incumpla con su obligación frente al tenedor una vez verificadas las utilidades), jurisdicción y ley aplicable.

### B. Es un valor mobiliario

El TPP es un valor mobiliario. Como se ha mencionado, el TPP se encuentra expresamente recogido en el artículo 257, inciso 4, de la LTV, ubicado en la sección de Valores Mobiliarios de dicho dispositivo legal. Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor (LMV, artículo 3; LTV, artículo 255). Como se puede apreciar, el TPP encaja perfectamente en la definición de valores mobiliarios prevista en el ordenamiento jurídico peruano.

Considerando que el TPP es un valor mobiliario, cabe puntualizar lo siguiente:

- a) Puede ser inscrito en el RPMV.
- b) El TPP es libremente negociable (LTV, artículo 255, inciso 2) (2000).
- c) El TPP no requiere de protesto (LTV, artículo 255, inciso 6) (2000).
- d) Aunque la LTV prevé que los valores mobiliarios tienen mérito ejecutivo (LTV, artículo 255, inciso 6) (2000) el artículo 86 de la LMV, al establecer que los valores representativos de deuda constituyen títulos valores ejecutivos (1996), parece no reconocer mérito ejecutivo a los instrumentos de *equity*, es decir, al TPP.
- e) Al no ser un instrumento representativo de deuda, los tenedores de TPP no pueden solicitar la inscripción en el RPMV (LMV, artículo 26, 1996).
- f) Al no ser un instrumento representativo de deuda, no se les aplica las normas de emi-

sión de obligaciones previstas en la LGS, en la LMV ni en la LTV. No obstante, de acuerdo con el artículo 86 de la LMV, si el emisor desea emitir TPP en oferta pública, deberá cumplir con las regulaciones aplicables a bonos, sujetándose a las disposiciones sobre emisión de obligaciones contenidas en la Ley de Sociedades (1996).

### C. Ciclo de vida del TPP

#### 1. Emisión

El artículo 39 de la LGS dispone que la distribución de beneficios a los socios se realiza en proporción a sus aportes al capital, pero que el pacto social o el estatuto pueden fijar otras proporciones o formas distintas de distribución de los beneficios. En otras palabras, toda forma de participación en las utilidades que no siga la regla general de distribución entre los socios a prorrata de su participación debe constar en el pacto social o el estatuto. Considerando que el TPP tiene por objeto el reparto de utilidades entre terceros diferentes a los accionistas, para que una sociedad pueda emitir dicho TPP, el estatuto o el pacto social deberá preverlo.

Para tal efecto, basta con que el pacto social o estatuto disponga de manera general que la sociedad podrá emitir TPP que otorgue a su tenedor derecho de participación en las utilidades. Con esta autorización general contenida en el pacto social o estatuto, cualquier representante con facultades para emitir títulos valores en nombre de la sociedad podrá emitir un TPP.

Naturalmente, el pacto social o el estatuto puede regular una autorización más específica. Por ejemplo, podría disponer que la sociedad puede emitir TPP que otorguen derecho, en conjunto, a participar en un porcentaje máximo de utilidades o durante un plazo máximo. En tal caso, la emisión de TPP deberá respetar las limitaciones establecidas en la referida autorización.

Considerando que el estatuto se modifica por la mayoría establecida en la ley, salvo que se hayan previsto mayorías más altas, existe el riesgo de que se considere que la mayoría puede diluir el derecho de la minoría a la utilidad mediante la emisión de TPP, es decir, que la mayoría apruebe una emisión de TPP que prive a la minoría de su derecho a las utilidades. A fin de evitar este riesgo, los accionistas minoritarios estarían interesados en que el estatuto de la sociedad establezca 'supermayorías' para la emisión de TPP.

Como se ha mencionado más arriba, el TPP puede ser emitido como título cartular o mediante ano-

taciones en cuenta. Aunque la ley no establece el contenido mínimo del título, algunos elementos indispensables deberían ser los siguientes:

- (i) Nombre, documento oficial de identidad y firma del emisor.
- (ii) Promesa de pagar una participación en las utilidades o en el resultado de la liquidación del emisor indicando el plazo y cualesquiera otras condiciones que deben verificarse para dicho pago (por ejemplo, que la junta general de accionistas haya aprobado los estados financieros que arrojan utilidades o el balance final de liquidación que arroja el haber neto de la liquidación).
- (iii) Nombre del tomador del TPP (incluyendo, de ser un título a la orden, la cláusula 'a la orden').

## 2. Pago de derechos

De conformidad con el artículo 66 de la LTV, a falta de indicación del lugar de pago, los derechos derivados del TPP deben ser pagados en el domicilio que figure al lado del nombre del emisor o, en su defecto, en el domicilio real del emisor. Naturalmente, para que el tenedor del TPP pueda exigir el pago de sus derechos, deberán haberse cumplido los plazos y condiciones establecidos en el título.

Si el TPP se encontrara inscrito en el RPMV, serán de aplicación las normas contenidas en el Reglamento sobre Fecha de Corte, Registro y Entrega, aprobado por Resolución CONASEV 069-2006-EF-94.10.

## 3. Amortización, conversión en acciones, redención

Normalmente, un TPP será amortizado cuando se hayan pagado todos los derechos que otorga o se hayan cumplido los plazos o condiciones para su amortización. Por ejemplo, será amortizado cuando se hayan pagado el monto máximo de utilidades o cuando se haya cumplido el plazo o condición resolutorios pactados en él.

Sin perjuicio de ello, también es posible pactar que el TPP puede ser convertido en acciones a opción del tenedor. Para ello, sería necesario que el TPP incluya un derecho de opción para suscribir acciones, para lo que deberá cumplirse con el artículo 103 de la LGS. De conformidad con este artículo, tal opción podrá otorgarse al tenedor del TPP solo cuando lo establezca la escritura pública de constitución o lo acuerde la junta general con

el voto favorable de accionistas que representen la totalidad de las acciones con derecho a voto (1997). Este es el candado que el legislador ha previsto para evitar que terceros suscriban acciones, diluyendo la participación de los minoritarios. El plazo de la opción no podrá superar los dos años.

De ser ejercida la opción antes referida, el TPP sería amortizado y el emisor emitiría al tenedor acciones a cambio. Puede pactarse que el valor de suscripción del TPP pagado en su momento por el tenedor se impute al valor de colocación de la acción, pero, para que ello tenga sentido económico para el emisor, dicho valor de suscripción tendría que haber considerado que el TPP otorgará el derecho a percibir utilidades de la empresa de manera indefinida.

Finalmente, el TPP también será amortizado si la sociedad lo redime, es decir, lo readquiere. Dicha redención, para futura amortización, no requiere cumplir con las formalidades propias de una reducción de capital y puede ser libremente pactada, como se indicará más abajo.

## VI. VENTAJAS COMPARATIVAS DEL TPP

### A. Ventajas para el tenedor

1. Es esperable que el retorno de un tenedor de TPP sea mayor que el de un accionista

Puede llegar a pensarse que la acción es siempre un instrumento más atractivo que el TPP, pues, si bien ambos otorgan una participación en las utilidades (característica principal de los instrumentos de *equity*), la acción otorga derechos políticos establecidos imperativamente en la LGS. Más aun, algunos de esos derechos políticos pueden ser ejercidos incluso por las acciones sin derecho a voto.

Sin embargo, precisamente porque las acciones otorgan estos derechos políticos, es esperable que el emisor, al momento de establecer las condiciones de suscripción de un TPP, otorgue un retorno mayor al de un accionista. De otro modo, no existiría un mercado para los TPP; ningún inversionista adquiriría un instrumento que ofrezca un retorno similar al de una acción sin los derechos políticos de esta. Como se ha señalado antes, el mecanismo natural para fijar este mayor retorno es que el emisor, al momento de calcular el valor presente de los flujos de utilidades (que debería constituir el valor de suscripción), asigne una tasa de retorno mayor a la que asignaría para calcular el valor presente de los flujos de utilidades de una acción.

2. El derecho a la participación en las utilidades que otorga un TPP no puede ser diluido

Una ventaja del TPP respecto de las acciones sin derecho a voto es la imposibilidad de diluir el dividendo que perciben mediante la creación de nuevos TPP, como sí ocurre en el caso de las acciones sin derecho a voto. Ello incentivaría a un potencial inversionista a preferir un TPP frente a las acciones sin derecho a voto.

La LGS dispone que las acciones sin derecho a voto deben tener un dividendo preferencial. La ley no regula en qué debe consistir dicha preferencia, aunque la práctica ha identificado que esta puede ser de cantidad (es decir, que las acciones sin voto perciban un dividendo mayor que el de las acciones comunes) o de rango (es decir, que el dividendo correspondiente a las acciones sin voto se pague antes que el de las acciones comunes).

Ahora bien, según el artículo 96, inciso 5, literal c, de la LGS, en una sociedad que tenga emitidas acciones sin derecho a voto, es posible que un acuerdo de aumento de capital prevea la creación únicamente de acciones sin derecho a voto (1997). En este caso, tanto los accionistas con voto como los accionistas sin voto tienen derecho a suscribir acciones sin derecho a voto a prorrata de su participación en el capital. Al suscribir los accionistas con derecho a voto acciones sin derecho a voto,

los accionistas sin derecho a voto originarios verán diluida su preferencia en la percepción de dividendo, pues esta deberá ser compartida con los accionistas con derecho a voto. De este modo, aumentar el capital creando solamente acciones sin voto puede convertirse en una estrategia que adopten los accionistas con derecho a voto para diluir la preferencia de la que antes solamente gozaban los accionistas sin derecho a voto originarios.

A manera de ejemplo, una sociedad tiene la siguiente composición accionaria:

**Cuadro 2: Ejemplo 2.1**

Accionistas	Número de acciones	Clase
$\alpha$	50	Con voto
$\beta$	30	Con voto
$\delta$	20	Sin voto

Fuente: Elaboración propia

El estatuto de la sociedad establece que la clase de acciones sin derecho a voto percibe un dividendo preferencial consistente en el 10% de la utilidad distributable; es decir, del 100% de la utilidad distributable, el 10% es distribuido entre los accionistas sin voto, mientras que el 90% es distribuido entre todos los accionistas, a prorrata de su participación en el capital. Si se acuerda la distribución de S/ 100, esta se repartirá según se indica en el siguiente cuadro:

**Cuadro 3: Ejemplo 2.2**

Accionistas	Número de acciones	Clase	Dividendo preferente	Dividendo normal	Dividendo total
$\alpha$	50	Con voto	0	45	45
$\beta$	30	Con voto	0	27	27
$\delta$	20	Sin voto	10	18	28
			10	90	100

Ahora bien, considerando que solo los accionistas  $\alpha$  y  $\beta$  tienen derecho a voto, estos podrían acordar en una junta general de accionistas el aumento del capital social mediante la creación de, únicamente, acciones sin derecho a voto. Considérese que la junta decide la creación de 100 nuevas acciones

sin derecho a voto y que, de conformidad con el artículo 96, inciso 5, literal c, de la LGS, el accionista sin voto  $\delta$  suscribe la cantidad máxima de acciones que puede suscribir en primera rueda y lo propio hacen los accionistas con derecho a voto, tal como se indica en el siguiente cuadro:

**Cuadro 4: Ejemplo 2.3**

Accionistas	Número de nuevas acciones sin derecho a voto	Número de acciones con derecho a voto total	Número de acciones sin derecho a voto total	Número total de acciones
$\alpha$	50	50	50	100
$\beta$	30	30	30	60
$\delta$	20	0	40	40

Fuente: Elaboración propia

En este escenario, si se acuerda la distribución de S/ 100, esta se repartirá según se indica en el siguiente cuadro:

Cuadro 5: Ejemplo 2.4

Accionistas	Número total de acciones	Dividendo preferente	Dividendo normal	Dividendo total
$\alpha$	50	4.2	50	54.2
$\beta$	30	2.5	30	32.5
$\delta$	20	3.3	40	43.3
			90	100

Fuente: Elaboración propia

Como puede apreciarse, como resultado de que los accionistas con voto hayan decidido que el aumento de capital sea únicamente mediante la creación de acciones sin voto, el dividendo preferencial del accionista  $\delta$  se ve diluido en esta distribución de dividendos, pues pasa de S/ 10 a S/ 3.3.

Si el inversionista hubiera suscrito un TPP y no acciones sin derecho a voto, el TPP le habría otorgado una alícuota sobre las utilidades del emisor (en nuestro ejemplo, sobre S/ 100). El subsecuente aumento de capital mediante creación de acciones sin derecho a voto que acordaron los accionistas  $\alpha$  y  $\beta$  no habría afectado la participación en las utilidades del tenedor del TPP.

3. El TPP sí otorga a su tenedor derechos de fiscalización

Pese a que el TPP no es una acción, el tenedor de un TPP puede ejercer los derechos de fiscalización que le otorgue la ley y el estatuto. En cuanto a los primeros, si bien la ley no otorga específicamente derechos de fiscalización a los tenedores de un TPP, la LGS sí otorga algunos derechos que pueden ser ejercidos contra una sociedad por cualquier tercero con legítimo interés:

(i) Bajo el artículo 38 de la LGS:

Son nulos los acuerdos societarios (esto es, sean de la junta general de accionistas, del directorio o de cualquier otro órgano colegiado de la sociedad) adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas, contrarios a las leyes que interesan

al orden público o a las buenas costumbres, a las estipulaciones del pacto social o del estatuto, o que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios (1997).

De conformidad con el artículo 35<sup>7</sup>, que le es aplicable por remisión, la acción de nulidad puede ser iniciada por cualquier persona con legítimo interés. Un tenedor de TPP que considere que el emisor ha adoptado un acuerdo nulo puede interponer la acción de nulidad antes referida, pues resulta evidente su legítimo interés.

(ii) En el caso de sociedades anónimas, bajo el artículo 150 de la LGS<sup>8</sup>, contra los acuerdos de la junta contrarios a normas imperativas o que incurran en causales de nulidad previstas en esta ley o en el Código Civil, procede la acción de nulidad. Esta acción puede ser ejercida por cualquier persona que tenga legítimo interés. Un tenedor de TPP que considere que la junta general de accionistas del emisor ha adoptado un acuerdo nulo puede interponer la acción de nulidad antes referida, pues, al igual que en el caso anterior, resulta evidente su legítimo interés.

(iii) Como resulta evidente, en caso de que el emisor o sus directores o gerentes causen un daño al tenedor de TPP, este último puede reclamar contra los primeros una indemnización por daños y perjuicios bajo el régimen de responsabilidad civil general. En esa línea, en el caso de sociedades anónimas, el

<sup>7</sup> Artículo 35.-

La demanda de nulidad del pacto social, se tramita por el proceso abreviado, se dirige contra la sociedad y sólo puede ser iniciada por personas con legítimo interés. La acción de nulidad caduca a los dos años de inscrita la escritura pública de constitución en el Registro (1997).

<sup>8</sup> Artículo 150.-

Procede acción de nulidad para invalidar los acuerdos de la junta contrarios a normas imperativas o que incurran en causales de nulidad previstas en esta ley o en el Código Civil. Cualquier persona que tenga legítimo interés puede interponer acción de nulidad contra los acuerdos mencionados en el párrafo anterior, la que se sustanciará en el proceso de conocimiento. La acción de nulidad prevista en este artículo caduca al año de la adopción del acuerdo respectivo (1997).

artículo 182 de la LGS<sup>9</sup> prevé que los terceros pueden interponer pretensiones de indemnización contra directores por los actos de estos que lesionen directamente sus intereses (1997).

Si bien los antes citados derechos están previstos legalmente, no existe impedimento para que la sociedad emisora otorgue derechos adicionales de fiscalización al tenedor de un TPP. Por ejemplo, el derecho a ser informado sobre la marcha de la sociedad periódicamente o a requerimiento del tenedor del TPP. Algunos de esos derechos adicionales deberán necesariamente constar en el estatuto del emisor; por ejemplo, el derecho a asistir a la junta.

## B. Ventajas para el emisor

### 1. Financiamiento

Como ya ha sido explicado, el TPP es un instrumento financiero de *equity*. Permite a las sociedades acceder a financiamiento en el mercado de capitales, a cambio de otorgar un derecho a participar en sus utilidades.

Una empresa podría incluso ser constituida con un capital mínimo y financiar sus operaciones exclusivamente mediante la emisión de TPP.

### 2. No es un instrumento financiero representativo de deuda

El TPP no es un instrumento de deuda, pues no otorga una renta fija a su tenedor. Los ingresos de este dependerán exclusivamente de la existencia

de utilidades en la contabilidad del emisor. En consecuencia, el tenedor de un TPP no tiene un crédito dinerario exigible contra la sociedad, sino hasta el momento en que se hayan verificado las utilidades y, de ser el caso, se hayan cumplido las condiciones establecidas para el pago de la participación.

En esa línea, el derecho abstracto de participar en el patrimonio derivado de un TPP no podría ser reconocido como crédito en un procedimiento concursal (como sí lo podría ser el derecho concreto del tenedor del TPP o el de un accionista a cobrar su participación en utilidades ya verificadas). En ese sentido, a diferencia de lo que ocurre con la emisión de instrumentos de deuda, la emisión del TPP no incrementa el riesgo de la sociedad de ser sometido a un procedimiento concursal.

### 3. No otorga derechos políticos y económicos que la LGS reconoce a la acción

Para el emisor, uno de los principales atractivos del TPP es que no otorga los derechos inherentes a la calidad de accionistas. En ese sentido, para un emisor es más atractivo emitir un TPP en comparación con, incluso, una acción sin derecho a voto.

Como es bien sabido, la acción sin voto otorga un abanico de derechos cuyo ejercicio puede llegar a generar costos a la sociedad, entre ellos, el derecho a ser informado sobre la marcha de la sociedad (LGS, artículo 52-A<sup>10</sup>), el derecho a ser informado semestralmente (LGS, artículo 96, inciso 2<sup>11</sup>), el derecho a separarse en los casos previstos en la ley (LGS, artículo 96, inciso 4<sup>12</sup>), el derecho de suscripción preferente (LGS, artículo 96, inciso 5<sup>13</sup>).

<sup>9</sup> Artículo 182.-

No obstante lo dispuesto en los artículos precedentes, quedan a salvo las pretensiones de indemnización que puedan corresponder a los socios y a los terceros por actos de los directores que lesionen directamente los intereses de aquellos. No se considera lesión directa la que se refiere a daños causados a la sociedad, aunque ello entrañe como consecuencia daño al accionista (1997).

<sup>10</sup> Artículo 52-A.-

Las sociedades anónimas deberán proporcionar en cualquier oportunidad, a solicitud escrita de accionistas que representen al menos el cinco por ciento (5%) del capital pagado de la sociedad, información respecto de la sociedad y sus operaciones, siempre que no se trate de hechos reservados o de asuntos cuya divulgación pueda causar daños a la sociedad.

En caso de discrepancia sobre el carácter reservado o confidencial de la información, resuelve el juez del domicilio de la sociedad (1997).

<sup>11</sup> Artículo 96.- La acción sin derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos: [...] (1997).

2. Ser informado cuando menos semestralmente de las actividades y gestión de la sociedad; [...] (1997).

<sup>12</sup> Artículo 96.- La acción sin derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos: [...]

4. Separarse de la sociedad en los casos previstos en la ley y en el estatuto; y, [...] (1997).

<sup>13</sup> Artículo 96.- La acción sin derecho a voto confiere a su titular la calidad de accionista y le atribuye, cuando menos, los siguientes derechos: [...]

5. En caso de aumento de capital: [...] (1997).

En este contexto, una sociedad que emita TPP no tendrá que asumir el costo de lidiar con producir o brindar información a los tenedores de TPP. Tampoco tendrá que afrontar las dificultades de financiar el reembolso producto de un derecho de separación.

4. Puede ser redimido por el emisor sin restricciones

Una acción solo puede ser adquirida por la sociedad emisora en los supuestos establecidos en el artículo 104 de la LGS<sup>14</sup>. A diferencia de ello, siempre que exista acuerdo entre emisor y tenedor, el TPP puede ser redimido (esto es, readquirido) libremente en cualquier momento por el emisor y sin restricciones en cuanto al monto que puede ser pagado por él. El TPP también puede incluir un derecho de opción de redención a favor del emisor que, de ser ejercido, transfiera la titularidad del TPP a favor de la sociedad. Al redimir un TPP, se producirá en el emisor la consolidación de la posición de deudor y acreedor, lo que traerá como consecuencia la amortización del título.

5. La sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías para la adquisición de TPP

El artículo 106 de la LGS<sup>15</sup> prohíbe que una sociedad otorgue préstamos u otorgue garantías para la adquisición de acciones (1997). Claramente, estas restricciones solamente son aplicables respecto de acciones y no de valores mobiliarios distintos a ellas. En consecuencia, una sociedad podría otorgar préstamos o prestar garantías con la finalidad de que potenciales suscriptores suscriban una emisión de TPP. Sin perjuicio de los potenciales riesgos que ello puede representar para los accionistas minoritarios, la posibilidad de que el propio emisor otorgue asistencia financiera al tenedor del TPP podría facilitar la emisión de este tipo de instrumentos.

6. Puede ser utilizado como una *poison pill* en una adquisición hostil

Una *poison pill* es un particular mecanismo de defensa que una sociedad puede desplegar para

evitar ser objeto de una adquisición hostil (*hostile takeover*). Este escenario se produce cuando, en una sociedad con accionariado difundido, los accionistas reciben una oferta de adquisición de sus acciones formulada por un potencial adquirente y esta oferta no ha sido buscada ni planificada por el directorio. En este caso, el directorio puede implementar medidas con la finalidad de evitar que dicha adquisición se concrete. Las motivaciones del directorio para oponerse a la adquisición pueden variar; van desde un deseo egoísta de preservar sus empleos (de los cuales probablemente se verán despojados por el adquirente si se concreta la adquisición) hasta un deseo honesto de preservar la cultura corporativa y el valor de la empresa.

Una de las medidas más famosas empleadas en Estados Unidos para frenar la adquisición hostil es la conocida como *flip-in poison pill*. Esta medida *antitakeover* consiste en que el directorio emita a favor de los accionistas preexistentes la opción de suscribir acciones de la sociedad a un valor insignificante. La opción está sujeta a la condición que un tercero adquiera una participación significativa en el accionariado de la sociedad. Si el tercero concretara la adquisición, sería esperable que los accionistas preexistentes ejerzan su derecho de opción, lo cual traería como efecto que la participación significativa del tercero se diluya. La *poison pill* no se encuentra diseñada para ser ejercida, sino únicamente para desincentivar a cualquier tercero a formular una oferta a los accionistas sin negociarla previamente con el directorio.

Ahora bien, considerando que, bajo ley peruana, el directorio no tiene *per se* la facultad de emitir acciones, el TPP se puede convertir en un eficaz sustituto. Si el estatuto de la sociedad faculta al directorio a emitir TPP, un directorio podría acordar la emisión de derechos de opción para suscribir TPP a favor de los accionistas preexistentes, la cual sería ejercida en caso de que se produzca una adquisición hostil. Así, en caso de que dicha adquisición se concrete, los accionistas preexistentes suscribirían TPP a un valor mínimo, diluyendo

<sup>14</sup> Artículo 104.-

La sociedad puede adquirir sus propias acciones con cargo al capital únicamente para amortizarlas, previo acuerdo de reducción del capital adoptado conforme a ley.

Cuando la adquisición de las acciones se realice por monto mayor al valor nominal, la diferencia sólo podrá ser pagada con cargo a beneficios y reservas libres de la sociedad.

La sociedad puede adquirir sus propias acciones para amortizarlas sin reducir el capital y sin reembolso del valor nominal al accionista, entregándole a cambio títulos de participación que otorgan derecho de percibir, por el plazo que se establezca, un porcentaje de las utilidades distribuibles de la sociedad. Estos títulos son nominativos y transferibles.

La sociedad puede adquirir sus propias acciones con cargo a beneficios y reservas libres en los casos siguientes: [...] (1997).

<sup>15</sup> Artículo 106.- En ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías, con la garantía de sus propias acciones ni para la adquisición de éstas bajo responsabilidad del directorio (1997).

la participación del adquirente hostil en las utilidades del emisor.

## VII. RÉGIMEN TRIBUTARIO DE LA PARTICIPACIÓN EN LAS UTILIDADES

El inciso e) del artículo 24-A de la Ley del Impuesto a la Renta establece que, a efectos de este impuesto, se consideran dividendos y cualquier otra forma de distribución de utilidades a:

Las participaciones de utilidades provenientes de partes del fundador, acciones del trabajo y **otros títulos que otorguen** a sus tenedores la facultad de intervenir en la administración o elección de los administradores, así como el derecho **a participar, ya sea directa o indirectamente, en el capital o los resultados de la entidad emisora** (2004) [el énfasis es nuestro].

En consecuencia, la utilidad que reciba el tenedor de un TPP (en caso de existir), será considerada como dividendo para efectos del Impuesto a la Renta y estará gravada con el Impuesto a la Renta de Segunda Categoría aplicable a los dividendos, el cual se calcula a una tasa de 5%.

Asumiendo que en el ejemplo de la Sección III de este artículo, la sociedad efectivamente llega a tener las utilidades proyectadas, en el año 1, el suscriptor no percibirá utilidad alguna, pues el emisor tiene pérdidas, por lo cual no hay renta gravada y no hay impuesto a pagar. No obstante, en el año 2, cuando las utilidades absorben las pérdidas del año 1, las utilidades distribuibles ascenderán a S/ 10 000 y el suscriptor del TPP percibirá S/ 100 (el 1% de la utilidad distribuible, según el ejemplo), por lo cual la renta gravada sería S/ 100 y estaría gravada con el impuesto a los dividendos. En consecuencia, en el año 2, la sociedad emisora deberá retener S/ 5 al suscriptor del TPP.

## VIII. CONSIDERACIONES FINALES

En conclusión, el TPP es un olvidado instrumento de *equity*, reconocido tanto en la ley peruana (LTV y, en casos especiales, en la LGS) como en el derecho comparado. Este instrumento financiero es un título valor reconocido expresamente como tal por el artículo 257, inciso 4, de la LTV, el cual prevé la posibilidad de que se emitan títulos de participación en el patrimonio. Estos títulos pueden representar el derecho a percibir un porcentaje o un monto fijo de las utilidades del emisor o en el haber neto de la liquidación, con la condición de que estas existan al momento en que deban pagarse.

Como ha sido señalado, no existe una regulación orgánica para el TPP. No obstante, este se sujeta a ciertas disposiciones legales generales que le re-

sultan aplicables, debido a su naturaleza jurídica de títulos valores y valores mobiliarios. Ante este escenario, el TPP ofrece ventajas competitivas tanto para los emisores como para los tenedores, lo que lo convierte en una opción a considerar en el ámbito financiero y de inversión.

Para los emisores, los TPP representan una alternativa de financiamiento en la cual pueden captar recursos en el mercado de capitales a un menor costo y riesgo, sin necesidad de recurrir a la emisión de deuda o la dilución del control accionario.

Por su parte, para los tenedores, los TPP ofrecen la posibilidad de participar en las utilidades generadas por la entidad emisora, lo que puede generar un retorno preferencial sobre la inversión respecto de las acciones, el cual, de existir, no podrá ser diluido como ocurre en el caso de las acciones sin derecho a voto. Además, al ser títulos valores libremente transferibles, los tenedores pueden vender sus TPP en el mercado secundario si desean liquidar su inversión. 

## REFERENCIAS

- Barreta Quineche, P. (1999). La emisión de instrumentos representativos de deuda. *Ius Et Veritas*, 9(18), 182-193.
- Cranston, R. (2002). *Principles of Banking Law*. Oxford University Press.
- Ferran, E. (1999). *Company Law and Corporate Finance*. Oxford University Press.
- (2014) *Principles of Corporate Finance Law (2nda edición)*. Oxford University Press.
- López Sandoval, E. (1998). *Acciones en cartera* (tesis para optar por el grado de Bachiller en Derecho). Universidad de Lima, Lima, Perú.
- Salloum, D., & Vigier, H. (1997). Los problemas del financiamiento de la pequeña y mediana empresa: la relación bancos - PyMes una revisión. *Estudios económicos*, 13(30), 59-90. <https://doi.org/10.52292/j.estudecon.1997.458>
- (1999). *Sobre la determinación de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa*. XXXIV Reunión Anual de la AAEP.
- Stiglitz J. E. & Weiss A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Storey, D. (1994). *Understanding the Small Business Sector*. Routledge.

Villegas, C. G. (2004). *Títulos valores y valores negociables*. La Ley.

**LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES**

Aprueban el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (R.D.L. 2010, 1) (España).

Codice Civile [Cc] (1942) (It.).

Decreto Supremo 179-2004-EF, Aprueban el Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta, Diario Oficial *El Peruano*, 8 de diciembre de 2004 (Perú).

Decreto Supremo 020-2023-EF, Aprueban el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, Diario Oficial *El Peruano*, 10 de febrero de 2023 (Perú).

Ley 6404, de 15 de diciembre de 1976, Diário Oficial do Rio de Janeiro [D.O.E.R.J.] (Bras.)

Ley 19.550, 30 de marzo de 1984 (Arg.).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1997 (Perú).

Ley 27028, Ley que sustituye las acciones del trabajo por las acciones de inversión, Diario Oficial *El Peruano*, 30 de diciembre de 1998.

Ley 27287, Ley de Títulos Valores, Diario Oficial *El Peruano*, 19 de junio de 2000 (Perú).

Resolución 069-2006-EF-94.10 de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, que aprueba el Reglamento sobre Fecha de Corte, Registro y Entrega y sus normas modificatorias, Diario Oficial *El Peruano*, 21 de septiembre de 2006 (Perú).