



**Organisation for Economic Co-operation and Development**  
*In co-operation with the World Bank Group*

**Los Derechos de Voto y el Derecho a Votar:  
El Caso Peruano**

**by**

**Dr. Federico Oviedo Vidal,  
Legal Manager, Stock Exchange of Lima, Peru**

*The Second Meeting of the  
Latin American Corporate Governance Roundtable  
Shareholder Rights and Equitable Treatment  
28-30 March, 2001, The Buenos Aires Stock Exchange,  
Buenos Aires, Argentina*

**Co-hosted by:  
The Argentinean Ministry of Economy**

**With the support of:  
The Buenos Aires Stock Exchange  
The Securities and Exchange Commission of Argentina  
The Global Corporate Governance Forum**

## INTRODUCCION

---

En los últimos años, en el marco de una economía de mercado y de un mundo globalizado, las empresas han tomado conciencia sobre la necesidad de contar con estructuras de financiamiento que les proporcionen los recursos para afrontar el proceso de inversión requerido, con el fin de volverse más competitivas en su mercado de origen y, en algunos casos, en el mercado internacional.

Para esto, es necesario que las empresas logren atraer significativos flujos de capital con los cuales podrán lograr la expansión deseada. Sin embargo estos flujos implican la apertura de la empresa a grandes cantidades de inversionistas, los que formarán parte del accionariado de las mismas.

Esta situación determina un cambio en la concepción original de la estructura de propiedad de las sociedades, pasando de ser entidades familiares a ser entidades de accionariado difundido.

Bajo este esquema, las empresas requieren utilizar como herramienta fundamental el brindar solidez, seguridad y confianza a todos sus accionistas, especialmente a aquellos que no controlan la dirección de las mismas. Con el fin de lograr esto último, es fundamental que existan reglas de juego claras y justas para todos los participantes. Esto significa básicamente que todos los accionistas gocen de un trato equitativo.

A lo largo de los últimos años, se han realizado diferentes esfuerzos para plasmar esta igualdad de trato y proteger a los accionistas minoritarios de las prácticas corporativas que atentan contra ese trato equitativo, sin embargo, no han sido suficientes.

Es por este motivo que en los siguientes párrafos trataremos de identificar las condiciones actuales de esta problemática y a la vez dar algunos comentarios que puedan ayudar a tratar el tema.

Seguidamente trataremos los siguientes temas:

- I. Inadecuado tratamiento normativo para la apertura accionaria.
- II. Evolución de la negociación de acciones en la BVL.
- III. Iniciativas de conversión de acciones de inversión y sin derecho de voto a acciones con derecho de voto.
- IV. Nuestras Conclusiones.

### **I. INADECUADO TRATAMIENTO NORMATIVO PARA LA APERTURA ACCIONARIA**

---

#### **1. ACCIONES DE INVERSION**

La apertura accionaria antes de ser el producto de una reacción voluntaria de las empresas ha sido impuesta por los distintos gobiernos. Es así que tenemos, entre

muchos ejemplos, la creación de las acciones laborales en el año 1977 (luego denominadas acciones del trabajo y actualmente acciones de inversión).

Estos valores se crearon con la finalidad de hacer partícipes a los trabajadores en la propiedad de las empresas industriales y mineras donde laboraban<sup>1</sup>. Las acciones de inversión se caracterizan por tener únicamente derechos económicos. En consecuencia son semejantes a las acciones sin derecho de voto.

Las normas que regían las acciones de inversión (1978) determinaban que toda empresa que tuviera más de 20 trabajadores estaba obligada a emitir estas acciones, lo que ocasionó que muchas empresas evitaran expandirse, ya que el crecer implicaba tener que compartir las ganancias con los trabajadores.

Posteriormente, en 1991, se eliminó la obligación de distribuir a los trabajadores las acciones de inversión por la renta generada en el ejercicio, sin embargo, las empresas estaban obligadas a mantener el mismo porcentaje accionario o el porcentaje de participación en el patrimonio social de estas acciones respecto de las acciones representativas de capital social. Asimismo, para las empresas constituidas a partir de esta fecha no existía la obligación de emitir dichas acciones.

Seguidamente, en 1998, se expidió la Ley de Acciones de Inversión<sup>2</sup>, que pretendía aclarar la aplicación de los derechos y en general el régimen de estas acciones, tratando de igualar los derechos económicos de las acciones de inversión respecto de los derechos que otorgan las acciones representativas de capital, sin perjuicio de la prescindencia de los derechos políticos, es decir, la carencia del derecho de voto y la participación y asistencia a las juntas generales de accionistas y sesiones de directorio.

Esta nueva ley especifica que los titulares de acciones de inversión gozan en la actualidad de los siguientes derechos:

- Mantener su proporción existente en la Cuenta de Acciones de Inversión en caso de aumento de capital por nuevos aportes.
- Incrementar proporcionalmente la Cuenta de Acciones de Inversión por capitalización de cuentas patrimoniales.
- Redimir las acciones de inversión en los casos de transformación, fusión, escisión o cualquier otra forma de reorganización de sociedades prevista en la ley, así como los casos de cambio de objeto social, traslado de domicilio de la sociedad al extranjero. Esta disposición busca equiparar este derecho al derecho de separación de las acciones comunes.
- Recibir los dividendos objeto de distribución en la misma oportunidad y condiciones que los accionistas de capital.

---

<sup>1</sup> Se refiere a empresas que generan renta de tercera categoría, es decir, toda renta generada en base a cualquier actividad que constituya negocio habitual de compra o producción y venta, permuta o disposición de bienes, así como cualquier otra renta generada por personas jurídicas.

<sup>2</sup> Ley 27028 publicada el 30 de diciembre de 1998, que modificaba la Tercera Disposición Final y Transitoria del Decreto Legislativo 677 publicado el 7 de octubre de 1991.

Si bien es cierto que dicha norma constituye una mejora, no debe perderse de vista que es una solución parcial, ya que no se ha promovido hasta la fecha la desaparición o redención de estas acciones, a pesar de contar con el marco legal para ello desde el año 1996 establecido por la Ley del Mercado de Valores actual<sup>3</sup>, que contempla la posibilidad de su redención o conversión en acciones comunes, acciones sin derecho a voto, bonos u otros valores que emita la sociedad, en condiciones que las partes acuerden libremente.

Asimismo, es importante tener en cuenta que si bien la Ley del Mercado de Valores favorece la desaparición de las acciones de inversión, son pocos los casos en que se ha intentado la redención o conversión en acciones representativas de capital, como veremos en el punto III. Esto ocurre sin perjuicio del resultado de estas conversiones que no son totales y que implican la coexistencia de varias clases de acciones, siendo lo más común que una empresa cuente con acciones representativas de capital social con derecho de voto, acciones de inversión y acciones representativas de capital sin derecho de voto.

Es por ello importante resaltar la iniciativa recientemente planteada, que permitiría la conversión de acciones de inversión en acciones representativas de capital que cuenten o no con el derecho de voto. Ello evitaría que las sociedades, a efectos de lograr la desaparición de sus acciones de inversión, se vean obligadas a realizar Ofertas Públicas de Intercambio, u otro tipo de operaciones que imponen costos significativos y que no ofrecen un resultado totalmente satisfactorio al no asegurar la conversión de la totalidad de las acciones de inversión en acciones representativas de capital (ver punto III).

## 2. VARIEDAD DE CLASES DE ACCIONES REPRESENTATIVAS DE CAPITAL SOCIAL

Nuestras normas societarias en los últimos años, han otorgado a las sociedades anónimas completa libertad para crear diversas clases de acciones y para determinar el contenido de derechos que les corresponden. Dentro de este contexto se ha contemplado expresamente la posibilidad de emitir acciones sin derecho de voto.

La Ley General de Sociedades<sup>4</sup> vigente en el año 1985, regulaba las **Acciones Privilegiadas**<sup>5</sup>, cuya cualidad determinante era un privilegio que podía consistir en la distribución preferencial en las utilidades, siendo el contenido de este derecho libremente acordado por las juntas generales de accionistas.

Las acciones sin derecho de voto gozaban de todos los derechos que correspondían a las acciones privilegiadas que otorgaban una distribución preferencial de las utilidades, pero tenían un derecho de voto restringido, como veremos más adelante.

Las acciones sin derecho de voto emitidas por sociedades anónimas abiertas contaban con un régimen distinto al que establecía la Ley General de Sociedades.<sup>6</sup>

<sup>3</sup> Decreto Legislativo 861 publicado el 22 de octubre de 1996.

<sup>4</sup> Decreto Supremo 003-85-JUS publicado el 13 de mayo de 1985.

<sup>5</sup> La norma societaria no permitía la emisión de acciones sin derecho a voto hasta el año 1995 en el que se expidió la Ley 26356, que facultaba a las sociedades anónimas, distintas a las sociedades anónimas abiertas, a emitir acciones sin derecho de voto. Esta tendencia ha sido mantenida en la actual Ley General de Sociedades.

En consecuencia se dio un régimen dual para las acciones sin derecho de voto hasta la expedición de la Nueva Ley General de Sociedades<sup>7</sup> (1997), que unifica el régimen de las sociedades anónimas en nuestro país, es decir, regula a las Sociedades Anónimas Abiertas, las Sociedades Anónimas Regulares y las Sociedades Anónimas Cerradas.

Con esta nueva ley, estas sociedades están facultadas a crear acciones sin derecho de voto, las cuales estarán sujetas al mismo régimen, independientemente de la clase de sociedad anónima que las emita.

A diferencia de la anterior norma societaria, la característica esencial de las acciones sin derecho de voto consiste en la carencia de derecho de voto, lo cual estaría siendo compensado con un dividendo preferente.

Asimismo, cabe señalar que no existe acuerdo respecto a los derechos políticos que las acciones sin derecho de voto otorgan. En este sentido, en la doctrina nacional existen básicamente dos posiciones:

- a. Las acciones sin derecho de voto no recuperan este derecho salvo que se pretenda eliminarlas o se quiera modificar los derechos y obligaciones que les corresponden<sup>8</sup>. *“Las acciones sin derecho de voto de la Ley 26356<sup>9</sup>, no eran propiamente “sin derecho de voto” sino más bien, acciones con voto restringido...En los supuestos previstos, las acciones sin voto readquirían su derecho de voto para formar quorums y adoptar decisiones en las votaciones. En cambio, ahora, las acciones sin derecho a voto, casi son acciones sin derecho a voto, pues apenas readquieren su derecho a votar, para impugnar acuerdos que lesionen sus derechos...”<sup>10</sup>.*

---

<sup>6</sup> El Decreto Supremo 089-87-EF (Ley que regulaba a las sociedades anónimas abiertas o de accionariado difundido) en su artículo 28° del Decreto Supremo 089-87-EF establecía la posibilidad que, sociedades anónimas sean consideradas como Sociedades Anónimas Abiertas sin tener necesariamente sus acciones comunes difundidas entre el público, siempre que hubieran colocado a través de la Bolsa acciones con preferencia sin derecho a voto en más del 50% de su capital y un mínimo superior a 100 accionistas.

Estas acciones contaban con las siguientes características:

- Su creación estaba sujeta a las formalidades de la modificación de estatutos
- Sus titulares tenían derecho a una rentabilidad anual garantizada no menor al 50% de la tasa de interés activa para préstamos a largo plazo y sujeta a existencia de utilidades
- Otorgaban derecho de voz en las juntas generales de accionistas y derecho de voto en los supuestos de suspensión de cotización en Bolsa, o pérdida de la inscripción, transformación, fusión, disolución, traslado de sede, retiro de cotización y reducción de capital.

Posteriormente, este decreto es derogado por el Decreto Legislativo 755 (publicado el 08.11.1991), mediante su Disposición Final. Sin embargo este decreto mantiene un régimen semejante al contemplar la existencia de las acciones sin derecho a voto en su artículo 260° “... Serán también calificadas como sociedades anónimas abiertas, aquellas que sin cumplir con lo dispuesto en el párrafo anterior<sup>6</sup> tengan emitidos, por oferta pública, acciones con preferencia sin derecho a voto o títulos representativos de obligaciones convertibles en acciones en una proporción acumulada superior al 25% de su capital social...”

<sup>7</sup> Ley 26887 publicada el 9 de diciembre de 1997.

<sup>8</sup> El texto del artículo 88° de la Ley General de Sociedades dispone que “...La eliminación de cualquier clase de acciones y la modificación de los derechos u obligaciones de las acciones de cualquier clase se acuerda con los requisitos exigidos para la modificación del estatuto, **sin perjuicio de requerirse la aprobación previa por junta especial de los titulares de acciones de la clase que se elimine o cuyos derechos u obligaciones se modifiquen...**”

<sup>9</sup> Esta ley modificó algunos artículos del Decreto Supremo 003-85-JUS

<sup>10</sup> Página 249-250

BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo

COMENTARIOS A LA NUEVA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Copyright © OECD 2001 All rights reserved

- b. A diferencia de la primera posición, los accionistas no podrían celebrar juntas especiales para tratar asuntos que modifiquen sus derechos o que impliquen la desaparición de su clase de acciones, ya que los derechos políticos mínimos de las acciones sin derecho de voto son el derecho a ser informado cuando menos semestralmente de las actividades y gestión de la sociedad y el derecho de impugnar los acuerdos que lesionen sus derechos<sup>11</sup>.

Ahora bien, ello no implica que en virtud de la segunda posición las acciones sin derecho de voto no puedan otorgar el derecho a voto si el estatuto social lo permite. Lo que básicamente se sostiene, es que pueden existir acciones sin derecho de voto que nunca recuperen este derecho.

La segunda posición es la más cercana a los fundamentos que originaron el diseño las características de estas acciones, puesto que la exposición de motivos del proyecto de creación de esta ley *“propone eliminar totalmente el voto de estas acciones, se las convierte en verdaderas acciones sin voto”*<sup>12</sup>. Sin embargo, en nuestra opinión, la opción más adecuada consiste en que todas las acciones existentes tengan los mismos derechos, incluyendo el derecho de voto.

### 3. REGIMEN DE LAS ACCIONES SIN DERECHO A VOTO

Las diferencias entre las dos leyes societarias mencionadas en el punto anterior se pueden apreciar en el cuadro que a continuación se presenta:

<i>Antigua Ley General de Sociedades</i>	<i>Nueva Ley General de Sociedades</i>	<i>Comentario</i>
<p>Derecho de voto en los siguientes supuestos:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Junta general de accionistas para disminución de capital, transformación, fusión, escisión, disolución, liquidación, traslado de sede al extranjero, modificación del objeto social o del plazo de duración de la sociedad.</li> <li>▶ Incumplimiento con la distribución preferencial de utilidades dentro del ejercicio anual siguiente, mientras subsista el incumplimiento.</li> <li>▶ Modificación o exclusión directa o indirecta de los derechos de esta clase o serie de acciones.</li> <li>▶ Suspensión o retiro de la</li> </ul>	<p>La primera posición reconoce el Derecho de voto cuando:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Se pretenda eliminar la clase de acciones.</li> <li>▶ Se modifiquen sus derechos y/o obligaciones.</li> </ul> <p>La segunda posición no otorga el derecho de voto en ningún supuesto.</p>	<p>La anterior norma permitía la recuperación parcial del derecho de voto.</p>

<sup>11</sup> Comentarios de Enrique Elías Laroza en su “Ley General de Sociedades Comentada”

<sup>12</sup> Es importante tener en cuenta lo que señala la Exposición de Presentación del Proyecto de Ley General de Sociedades a la Comisión Revisora del Congreso de la República<sup>12</sup>, cuya posición era mucho más radical ya que en ningún caso contemplaba la posibilidad que el estatuto pudiera otorgar el derecho de voto a estas acciones: *“Se han recogido las acciones sin voto y se señala que se han recogido las acciones sin voto por cuanto actualmente existe legislación sobre acciones sin voto. Empero, el proyecto ha ido un paso más allá que la legislación vigente que permite a las acciones sin voto recuperar el voto en determinadas circunstancias. El proyecto propone eliminar totalmente el voto de estas acciones, se las convierte en verdaderas acciones sin voto. El accionista que opta por las acciones sin voto, está dispuesto a cambiar sus derechos políticos por un derecho económico especial y para eso, se ha establecido que las acciones sin voto van a tener un dividendo preferencial y además van a tener una preferencia en la distribución del haber social. Estos accionistas sin voto que no tienen derechos políticos deben ser cautelados de manera muy especial frente a la marcha de la sociedad, para ello se ha establecido en el proyecto un conjunto de normas a su favor: así se ha impuesto la obligación que se les dé informe semestral; se ha establecido el derecho de separación en determinados casos; se les ha dado el derecho de impugnar acuerdos, y, se les ha reconocido de manera muy amplia y puntual el derecho de suscripción preferente.”*

The 2<sup>nd</sup> Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable  
Buenos Aires, Argentina, 28-30 March 2001

cotización en bolsa por cualquier causa imputable a la sociedad y mientras subsista esta situación.		
En otros casos se interviene con voz pero sin voto.	No está contemplado este derecho.	Régimen anterior favorecía más a los accionistas.

<b>Antigua Ley General de Sociedades</b>	<b>Nueva Ley General de Sociedades</b>	<b>Comentario</b>
Acciones deben inscribirse en el Registro Público del Mercado de Valores.	Inscripción no es obligatoria.	Inscripción otorga mayor protección a los accionistas ya que la empresa inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores está sometida al régimen de transparencia.
Derecho a impugnar acuerdos que lesionen sus derechos.	Impugnar acuerdos que lesionen sus derechos.	Régimen similar
Acuerdos que afecten las acciones deben aprobarse previamente en junta especial de accionistas.	Opinión 1: se requiere de junta especial ante los acuerdos de desaparición de las acciones sin derecho voto, modificación de sus derechos y obligaciones. Opinión 2: no es un derecho político mínimo.	Régimen anterior más favorable a los accionistas.

Con respecto a la información de las empresas, tenemos la siguiente diferenciación:

<b>Antigua Ley General de Sociedades</b>	<b>Nueva Ley General de Sociedades</b>	<b>Comentario</b>
Fiscalización de los negocios sociales.  Acceder a documentos, mociones y proyectos a ser tratados en la junta de accionistas desde el día de la convocatoria.	Ser informado cuando menos semestralmente de las actividades y gestión de la sociedad.	Anteriormente este derecho era más amplio.
Separación por cambio de objeto social, traslado del domicilio al extranjero, creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o modificación de las existentes.	Separación por cambio de objeto social, traslado del domicilio al extranjero, creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o modificación de las existentes.	Régimen similar.

Por otro lado, la ley propone algunos cambios en los beneficios económicos de los accionistas sin derecho a voto:

<b>Antigua Ley General de Sociedades</b>	<b>Nueva Ley General de Sociedades</b>	<b>Comentario</b>
Distribución preferencial de las utilidades.	Dividendo preferencial establecido en el estatuto. En caso existan utilidades distribuibles, la sociedad está obligada al reparto del dividendo preferencial.	Mayor protección en el régimen actual.

<b>Antigua Ley General de Sociedades</b>	<b>Nueva Ley General de Sociedades</b>	<b>Comentario</b>
Participación en el patrimonio resultante de la liquidación.	Prioridad en la participación en el patrimonio resultante de la liquidación frente a los demás accionistas.	Actual régimen protege en mayor medida al accionista.
Suscripción de acciones de la misma clase y en la misma proporción de las que posea, en caso de aumentos de capital social.	Suscripción de acciones de la misma clase y en la misma proporción de las que posea, en caso de aumentos de capital social.	Régimen similar.
No esta contemplado	Suscripción de acciones con derecho de voto u otros valores distintos a las acciones sin derecho de voto y que sean convertibles en acciones con derecho de voto, en los siguientes casos: <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Si la junta acuerda aumentar el capital sólo mediante acciones con derecho a voto.</li> <li>▶ Si el número de acciones sin derecho a voto a crearse por el aumento de capital no permite que los titulares de estas acciones conserven su participación en el capital social.</li> </ul>	Actual régimen protege en mayor medida al accionista.

A pesar de cierto intento de uniformizar el régimen de las acciones - mediante la reglamentación del derecho de voto y mediante el establecimiento de un mismo valor nominal para todas las acciones de una misma sociedad - la variedad de acciones que se presentan en nuestro mercado determina el poco atractivo que estas acciones tienen para los inversionistas, especialmente para los inversionistas institucionales. Los inversionistas buscan acciones simples, fáciles de comprender y con iguales derechos, que permitan realizar análisis de inversión más eficientes y a más bajo costo.

## II. EVOLUCION DE LA NEGOCIACION EN LA BVL

Para apreciar las implicancias de las distintas características de las acciones en el mercado peruano, se han realizado un ejercicio que pretende contrastar diferentes indicadores económicos con la clasificación de las acciones.

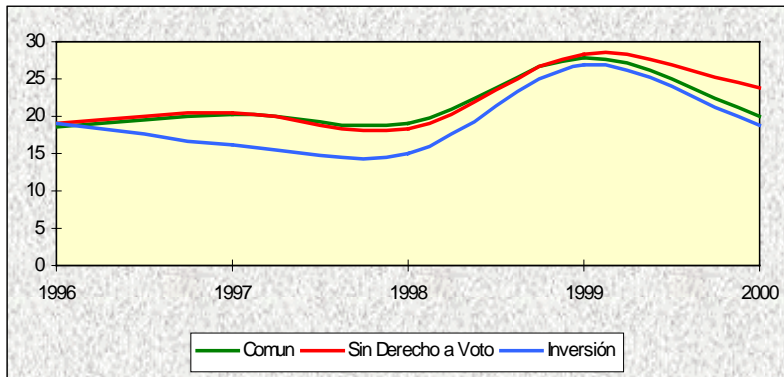
### 1. TENDENCIA DE PRECIOS POR CLASE DE ACCION

Los precios de los valores nos indican la percepción que tiene el inversionista del valor de una empresa, por tanto, de existir diferentes clases de acciones los precios de las mismas deberían ser iguales, siempre y cuando los derechos de las acciones sean los mismos.

En nuestro caso los derechos entre clases de acciones son diferentes, por ende puede haber una cierta diferencia entre un precio y otro, sin embargo esta diferencia entre precios debería estar correlacionada en el tiempo, es decir las tendencias deberían ser similares a través de los años.

Para verificar esto, hemos escogido tres ejemplos de empresas peruanas que tienen las tres clases de acciones que estamos tratando en este estudio, utilizando datos correspondientes a las tendencias de sus precios (en Nuevos Soles) para el periodo 1996 – 2000, los mismos que muestran los siguientes resultados:

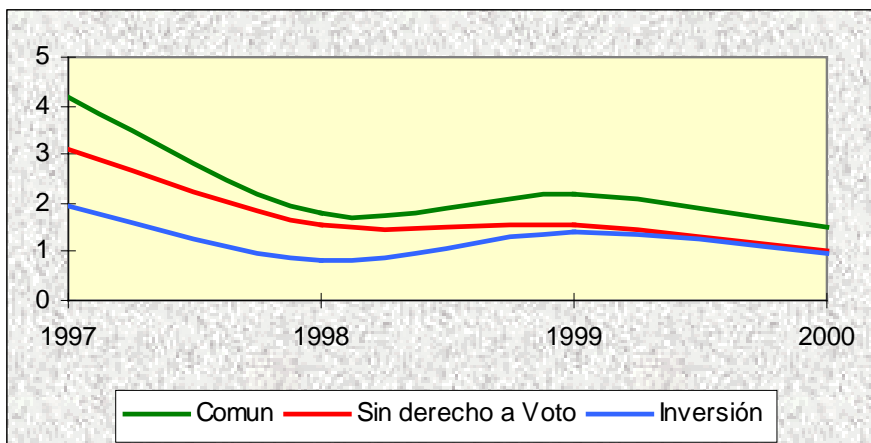
### CASO 1: Compañía de Minas Buenaventura S.A.



Fuente: BVL

En el Caso 1 vemos que la tendencia de precios entre las acciones comunes y las sin derecho a voto está correlacionada, sin embargo, las acciones de inversión han seguido una tendencia levemente diferente en los primeros años del análisis (1996-1997). Esto nos indica que el accionariado de esta empresa, en ese momento, tenía diferentes expectativas sobre la misma, sin embargo, a partir de 1997, los accionistas han respondido con las mismas expectativas, haciendo que la dirección de dicha empresa pueda contar con el apoyo oportuno y en la misma magnitud de todo su accionariado.

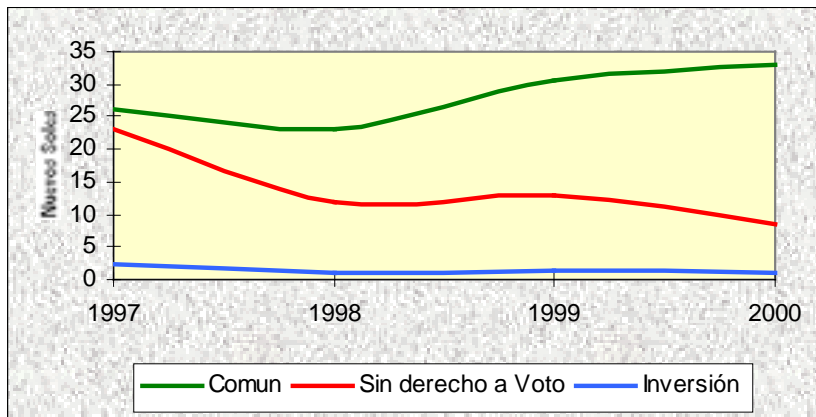
### CASO 2: Volcán Compañía Minera S.A.A.



Fuente BVL

En el Caso 2, nuevamente vemos que todas las acciones han seguido la misma tendencia por lo que podemos decir que los inversionistas entienden a la empresa como una entidad que a pesar de tener diferentes clases de acciones, estas son parte de la misma entidad por lo tanto el riesgo debe ser similar.

### CASO 3: Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston S.A.A.



Fuente: BVL

El Caso 3 nos muestra claramente situaciones encontradas respecto a la percepción del riesgo de la empresa, mientras una clase de acción sube, otra baja.

Todo esto evidencia la diversidad de intereses creados por la existencia de diferentes clases de acciones, intereses que pueden ser opuestos dentro de una misma empresa.

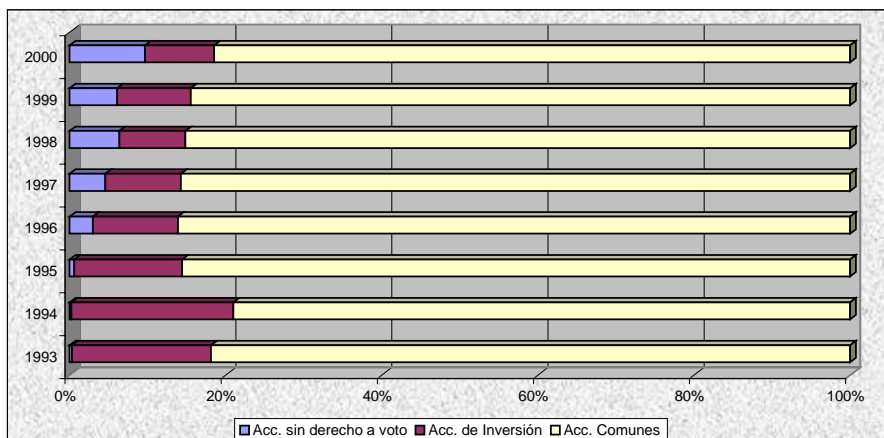
En nuestros ejemplos, tenemos los casos 1 y 2 que si bien poseen distintas clases de acciones, evidencian la percepción del riesgo similar para todas sus acciones, ello se debe a la adopción de prácticas adecuadas adoptadas por las empresas con el objetivo de expandirse a mercados internacionales.

## 2. CAPITALIZACION BURSATIL POR CLASE DE ACCION

La capitalización bursátil nos muestra el valor que los inversionistas le dan a una acción en un momento determinado en el tiempo, por tal motivo la utilizaremos como punto de referencia para verificar la perspectiva que tienen los inversionistas respecto a las diferentes clases de acciones.

Cabe mencionar que este indicador corresponde a la totalidad de acciones inscritas en la BVL por lo que la apreciación de las preferencias es muy general, sin embargo creemos que estos resultados puede dar una luz para nuestro propósito.

### PARTICIPACION EN LA CAPITALIZACION POR CLASE DE ACCION 1990 - 2000



Fuente: BVL

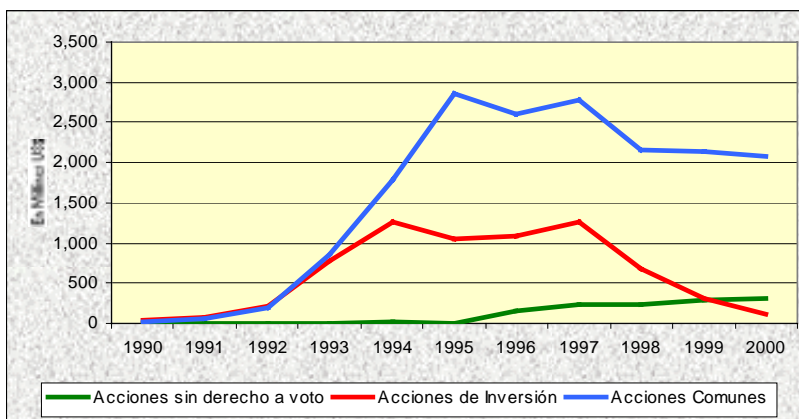
Aquí vemos que la preponderancia está dada por las acciones comunes, seguidas por las acciones de inversión y en último lugar las acciones sin derecho de voto. Cabe destacar que las cifras utilizadas están referidas al total de acciones en circulación, es decir, las que efectivamente se negocian.

Como dijimos al principio, este indicador es sensible al número de acciones de cada clase así como al precio que cada una de éstas, por tanto podemos decir que el valor del mercado de valores está dado en su mayoría por las acciones comunes de las empresas inscritas.

### 3. VOLUMEN DE NEGOCIACION POR CLASE DE ACCION

El volumen de negociación por clase de acción nos muestra la preferencia de los inversionistas por ciertas clases de acciones a través del tiempo como lo muestra el siguiente gráfico:

**VOLUMEN DE NEGOCIACION POR CLASE DE ACCION  
1990 - 2000**



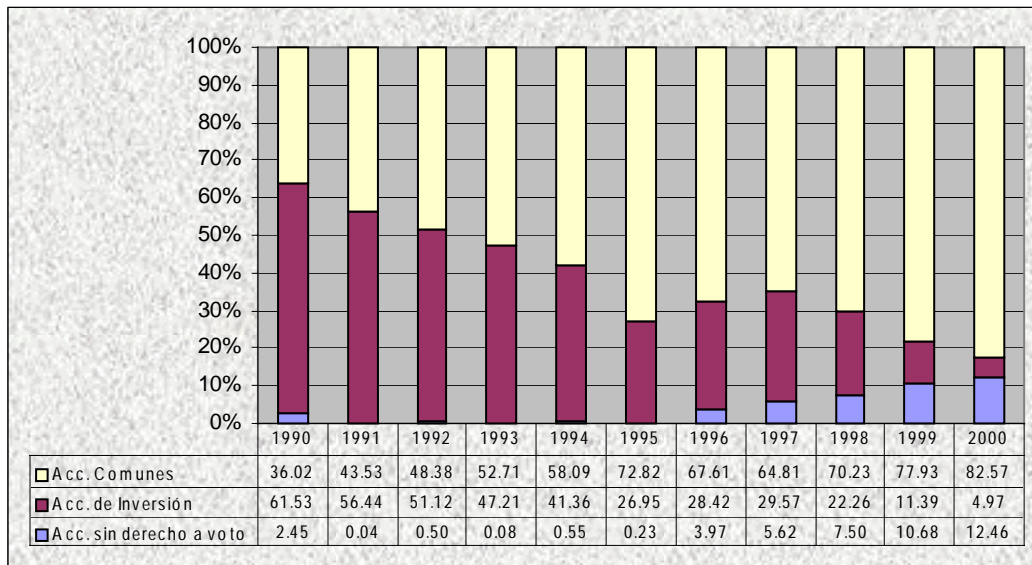
Fuente: BVL

Como vemos, la mayor cantidad del monto negociado en acciones ha sido dada por las acciones comunes, seguido de las acciones de inversión y en última instancia, las acciones sin derecho a voto. Sin embargo, en el último año, la tendencia muestra que las acciones sin derecho de voto han visto incrementado su demanda, aunque, en todo momento la preferencia fue dada a las acciones que **sí** dan al inversionista decisión en el manejo de la empresa.

Esto también lo podemos verificar en la participación porcentual, la misma que se visualiza en el siguiente cuadro:

**PARTICIPACION EN EL VOLUMEN DE NEGOCIACION  
POR CLASE DE ACCION  
1990 - 2000**

(% del monto total)



Fuente: BVL

Como vemos, la negociación con acciones de inversión ha ido disminuyendo drásticamente en comparación a las otras dos clases, asimismo vemos que ha habido un incremento en la negociación de las acciones sin derecho de voto respecto al total general, sin embargo el porcentaje de negociación de estas acciones sigue siendo pequeño en contraste a las acciones comunes.

Todo esto corrobora la idea que el inversionista ha cambiado su percepción respecto a su participación en el manejo de la empresa, es decir, cada vez más, prefiere acciones que le devenguen mayor información y poder en la empresa.

Asimismo, se puede concluir que independiente de la crisis que ha determinado la disminución de la negociación de todos los valores que se negocian en la bolsa de valores, se observa una tendencia cada vez mayor a valorar más las acciones representativas de capital respecto de las acciones de inversión, y a valorar más las acciones de capital con derecho a voto respecto de las que no cuentan con este derecho.

Finalmente, si bien el número de acciones sin derecho de voto ha aumentado en los últimos años, no lo han hecho en un número significativo, lo que sugiere que esta práctica no ha sido una herramienta exitosa para el desenvolvimiento del mercado, por tanto sería adecuada la implementación de otras alternativas o tal vez un esquema menos rígido y más realista en nuestra legislación.

### III. INICIATIVAS DE CONVERSION DE ACCIONES DE INVERSION Y SIN DERECHO DE VOTO A ACCIONES CON DERECHO DE VOTO

Antes del año 1990, la creación de acciones preferentes no era usual. Sólo tres empresas, Compañía de Servicios Eléctricos, Electrolima e Hidrandina S.A. habían dispuesto su creación.

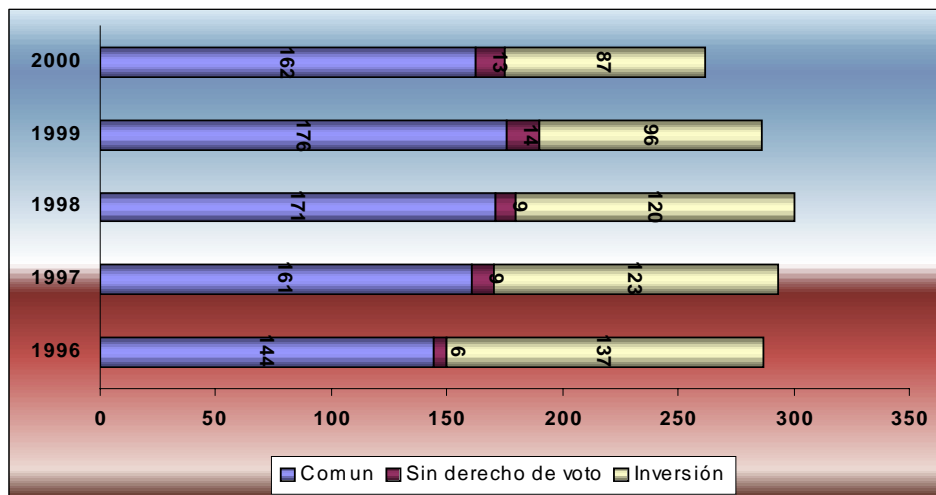
Luego de 1990, y en respuesta a los incentivos de nuestra legislación para la redención de las acciones de inversión, aparecieron una variedad de acciones privilegiadas, en su mayoría acciones sin derecho de voto. Sin embargo, el número de empresas que han emitido estas acciones es limitado.

Como puede apreciarse del cuadro comparativo contenido en el **Anexo I**, las empresas han emitido acciones sin derecho de voto para que éstas últimas se puedan negociar en bolsa y para obtener financiamiento en el mercado de valores, sin que los accionistas mayoritarios pierdan el control de la sociedad.

Asimismo, muy pocas empresas han intentado redimir sus acciones de inversión. En estos últimos años, como puede apreciarse del cuadro contenido en el **Anexo II**, sólo tres (3) empresas han realizado ofertas públicas de intercambio de acciones, y dos de ellas han lanzado estas ofertas movidas por el ánimo de apertura en mercados internacionales.

Estos intercambios están orientados principalmente a la conversión de las acciones de inversión en acciones representativas de capital sin derecho de voto, con la tendencia a luego unificar las clases de acciones en una sola, es decir, a que la totalidad del capital social esté representado por la misma clase de acciones: acciones con derecho de voto.

Número de Valores Inscritos en la BVL  
(1996-2000)



Fuente: BVL

Es importante tener en cuenta que, como se puede apreciar en el cuadro anterior, la tendencia de redención y conversión de acciones de inversión en acciones sin derecho de voto se ha incrementado en los últimos años, no siendo aún un número significativo de casos. Se espera que en los siguientes años la tendencia se oriente a la unificación de acciones con derecho de voto en la medida que las preferencias del mercado lo demanden.

#### IV. NUESTRAS CONCLUSIONES

La creación de acciones sin derecho de voto en el Perú no cuenta con restricción alguna, a diferencia de otras legislaciones como la mejicana, en la que se requiere autorización especial para su creación, se establece que titulares de acciones que representen como mínimo el 10% del capital social, tienen derecho a elegir un miembro del directorio, y el directorio debe estar compuesto por un 20% de miembros independientes.

Por esta razón, los inversionistas institucionales en nuestro país, han sugerido la eliminación de las acciones de inversión y la modificación del régimen de las acciones sin derecho de voto, mediante el establecimiento de límites respecto de su porcentaje en el capital social total, permitiendo su creación solamente a empresas que adopten estándares adecuados de gobierno corporativo. Ello sin perjuicio de la unificación de las clases de acciones en valores con iguales derechos, como meta de largo plazo.

Consideramos necesaria la implementación inmediata de medidas que tiendan a unificar estas clases de acciones, teniendo en cuenta las siguientes razones:

- La tendencia mundial, así como la tendencia en nuestro mercado, es valorar el derecho de voto de las acciones, esto lo prueba la disminución en el interés de negociar acciones de inversión que carecen del derecho de voto y de participación en el Directorio en todos los supuestos.
- Las acciones más atractivas para los inversionistas son las que les permiten ver mejor protegidos sus derechos.
- **El mercado considera que el derecho de voto es la mejor forma de proteger los derechos de los accionistas**, no solamente porque aumenta el nivel de transparencia, sino porque hace este proceso de protección menos costoso. El menor costo de transacción en estos temas de fiscalización e información se alcanza al brindar a todos los accionistas la oportunidad de asistir, participar y votar en las juntas generales de accionistas y de estar representados en los directorios de las empresas, es decir, el derecho de prevenir la adopción de acuerdos o medidas que atenten contra sus derechos, antes que el de otorgar un derecho de protección a ser ejercido a posteriori.

Un ejemplo claro de este mayor costo de transacción puede observarse en el caso que una sociedad adopte acuerdos que vulneren los derechos de los accionistas sin derecho de voto. Al no haber participado en la junta, el único recurso que tienen estos accionistas, es acudir a un proceso judicial o arbitral para defender sus derechos que resulta más costoso en tiempo y dinero, que además puede afectar la marcha de la empresa.

- El estado y los organismos públicos como la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) y los mercados a través de sus bolsas de valores, pueden brindar cierta información y supervisar a las empresas a efectos que cumplan con las normas de transparencia y otras, pero su poder de intervención es limitado cuando las empresas cometen irregularidades.

Por ello, el modelo normativo debiera considerar solamente la emisión de acciones con derecho de voto, para que como consecuencia de ello, disminuyan o se resuelvan mejor los conflictos de intereses.

- El que se pueda controlar una sociedad a través de acciones con derecho de voto en una sociedad que además cuenta con acciones sin derecho de voto, incrementa los antagonismos entre los accionistas, ya que implica la formación de dos grupos de interés al interior de una sociedad, que en ciertas circunstancias, pueden ser opuestos, lo que crea una barrera en la inversión de este tipo de acciones debido a la percepción de desprotección por parte de los accionistas sin derecho de voto.

Es por ello que la identidad entre propiedad de acciones y control societario reduce los conflictos de intereses e incrementa el valor de las acciones.

- No se justifica la privación del derecho de voto a cambio de un derecho económico privilegiado, que en nuestra legislación puede consistir únicamente en una prioridad en el pago. Es decir, hay casos donde ni siquiera la compensación económica es tangible.
- No debemos buscar resultados limitados o de corto plazo en nuestras regulaciones. El tema no debe responder a arreglos parciales en nuestra legislación, sino a una estructura planificada e integral. Se debe involucrar a las autoridades gubernamentales en esta tarea.