

EMISION Y COLOCACION INTERNACIONAL DE ACCIONES EMITIDAS POR SOCIEDADES PERUANAS A TRAVES DE AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS (ADR)

Albert Forsyth Solari
Profesor de Derecho Civil
Pontificia Universidad Católica del Perú

El creciente dinamismo de las actividades mercantiles y la globalización de la economía han motivado la creación de nuevos mecanismos para financiar a las empresas. Entre esos mecanismos merecen especial atención los que permiten captar capitales en el mercado externo mediante los denominados Recibos de Depósito o Depositary Receipts, títulos o certificados negociables que representan acciones o títulos de deudas de una empresa ubicada fuera del mercado local del inversionista.

Los Depositary Receipts se presentan bajo dos modalidades: los GDR (Global Depositary Receipts) que pueden negociarse en cualquier mercado del mundo, y las ADR (American Depositary Receipts) que se transan en el mercado norteamericano y son el objeto del presente artículo.

El doctor Albert Forsyth desarrolla el concepto de ADR, sus modalidades de aplicación y su utilización por las empresas peruanas. Especial atención merece el régimen tributario de las ADR, pues tal como explica el autor las ganancias de capital en estas transacciones se encuentran exoneradas del Impuesto a la Renta hasta el año 2000.

THĒMIS - Revista de Derecho considera de especial importancia la difusión de las nuevas figuras jurídicas, para permitir su mejor conocimiento y facilitar así su aplicación por los operadores jurídicos nacionales.

Entre los mecanismos de financiamiento establecidos para la captación de capital en el mercado externo se encuentra aquél que permite acceder al mismo a través de los denominados Recibos de Depósitos conocidos internacionalmente como *Depositary Receipts*, títulos o certificados negociables que representan acciones o títulos de deuda de una empresa ubicada fuera del mercado local del inversionista.

Existen dos tipos de *Depositary Receipts*, en función al origen de la plaza en que los mismos serán negociados: (1) *American Depositary Receipts* o ADR, a negociarse en el mercado norteamericano; y (2) *Global Depositary Receipts* o GDR, que puede transarse en cualquier otro mercado del mundo, inclusive en el norteamericano. En el caso de los ADR, se denominarán *American Depositary Shares* (ADS), cuando representen acciones.

Estos instrumentos pueden clasificarse también atendiendo a quién gestione su emisión; es decir, se consideran como programas: (1) promovidos, si aquél es impulsado por la propia empresa emisora; y (2) no promovidos, si son gestionados por un tercero, generalmente un banco de inversión.

Tratándose de una emisión de acciones realizada por una empresa no norteamericana, el mecanismo funciona de la siguiente manera: el emisor deposita sus acciones en custodia en un banco local en cuenta abierta a nombre de un banco extranjero que será el banco depositario; éste procederá a emitir ADR o GDR, según corresponda, con lo cual dicho certificado, que representará la propiedad de un determinado número de acciones del emisor, podrá ser libremente negociado en la respectiva plaza.

Existen tres niveles para la colocación de ADR: (1) el Nivel I o Primer Nivel corresponde a emisoras no registradas en la *Securities and Exchange Commission* (SEC) cuyos ADR no se listan en Bolsa, pero que pueden ser negociados en el mercado denominado *over the counter* (OTC) a través transacciones directas; (2) el Nivel II o Segundo Nivel permite la inscripción de los ADR, bajo la regulación de la SEC, en una Bolsa de Valores como la *New York Stock Exchange* (NYSE), la *American Stock Exchange* (AMEX) o la *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System* (NASDAQ); y (3) el Nivel III o Tercer Nivel, en los que se encuentran los ADRs conformados por la emisión de nuevas acciones.

Los emisores peruanos que tengan las acciones representativas de su capital social listadas en una Bolsa de Valores podrán recurrir, a efectos de captar nuevos capitales en la plaza norteamericana y emitir y colocar internacionalmente las mismas a través de ADR, al Nivel III. A dicho efecto, el proceso, desde el punto de vista del emisor y de la legislación peruana, consiste en efectuar un aumento de capital y emitir certificados de suscripción preferente, realizar una oferta privada o una oferta pública de acciones, con la participación de un banco de inversión que usualmente suscribe en forma definitiva las acciones producto del aumento a través de un contrato de *underwriting* en firme, para luego colocarlas en el mercado por medio de ADR. No obstante que el banco de inversión *underwriter* suscribe las acciones de manera definitiva, sólo detenta su titularidad por un corto tiempo en tanto procede a su colocación a los inversionistas finales.

A continuación, nos referiremos a los tipos de acciones que pueden ser emitidos por una empresa local y que pueden ser sustento de un ADR, así como los procedimientos y las connotaciones que se debe considerar en cada caso.

I. TIPOS DE ACCIONES QUE PUEDEN EMITIRSE

Nuestra legislación permite a las sociedades anónimas la emisión de tres tipos de acciones: las acciones comunes y acciones sin derecho a voto, que son reguladas por la Ley General de Sociedades (LGS), modificada por la Ley N° 26356, y las acciones del trabajo, que son normadas por el Decreto Legislativo N° 677.

1.1. Acciones comunes

Son aquellas que representan una parte alícuota del capital de una sociedad anónima y que confie-

ren a su poseedor la calidad de socio. Se representan mediante títulos emitidos únicamente en forma nominativa; es decir, con designación expresa de su titular, debiendo ser cuando menos emitidas por su valor nominal.

Estos valores mobiliarios, además de representarse en títulos o certificados de acciones, pueden también hacerse utilizando el denominado sistema de anotaciones en cuenta de la Caja de Valores (CAVAL), siempre que se trate, en este último caso, de acciones inscritas en el Registro Público de Valores e Intermediarios de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) y que se coticen en una Bolsa de Valores. Conforme a dicho sistema, las acciones estarán representadas por medio de anotaciones en cuenta, considerándose emitidos los valores representados en éstas cuando se efectivice su inscripción en el registro contable de la institución de compensación y liquidación de valores que corresponda.

Para su transmisión, se requerirá de una transferencia contable, produciendo la inscripción respectiva a favor del adquirente los mismos efectos que la tradición de los títulos. De esta manera, quien aparezca con derecho inscrito en los asientos del registro contable, será considerado como titular legítimo de tales anotaciones, pudiendo exigir al emisor el cumplimiento de las prestaciones que se derivan del valor así representado.

Los derechos mínimos que conceden las acciones comunes están expresamente establecidos en la LGS. Estos derechos son de dos tipos: (1) derechos económico-patrimoniales, entre los que se encuentran el derecho de participar en el reparto de utilidades, el derecho de participar en el patrimonio resultante de la liquidación y el derecho preferente de suscripción en la emisión de nuevas acciones producto de un aumento de capital, y (2) derechos de carácter político y de naturaleza personal, como son el fiscalizar la gestión de los negocios sociales e intervenir y votar en las juntas generales de accionistas.

No obstante establecerse legalmente que las acciones de igual clase confieren los mismos derechos a sus titulares, también se permite la existencia de diversas clases de acciones. Las diferencias entre ellas pueden consistir en el valor nominal, en el contenido de los derechos o en ambas cosas a la vez. Sin embargo, lo que no puede es alterarse el derecho a voto dado que se prohíbe expresamente la creación de acciones de voto plural; es decir, acciones con derecho a más de un voto respecto de otras de similar naturaleza.

En este sentido, nada obsta para establecer preferencias para el cobro de dividendos o la cuota de liquidación. Tratándose de dividendos podría, por ejemplo, establecerse el cobro de un dividiendo fijo o un porcentaje de los mismos, concurriendo por el saldo con los demás accionistas, o estipularse además que dicho dividiendo es acumulable si en uno o más ejercicios no hubieran existido utilidades para pagarlo. Del mismo modo, podría acordarse que una clase de acciones elige a un número mayor de miembros del directorio que la otra u otras clases, a fin de mantener el control de la administración, no obstante participar en una menor proporción que las demás en el capital social de la empresa.

1.2 Acciones sin derecho a voto

Las acciones sin derecho a voto fueron creadas recientemente por la Ley N° 26356, la cual modificó expresamente los artículos 108, 109 y 143 de la LGS, permitiendo a las sociedades anónimas la emisión de las referidas acciones.

Básicamente, estas acciones tienen los mismos derechos que las acciones comunes antes referidas, con excepción de los siguientes derechos: (1) derecho a una distribución preferente de utilidades; (2) no tienen derecho a voto en las juntas generales de accionistas (con las salvedades que se indican más adelante); (3) intervienen con derecho a voz en las juntas generales de accionistas; (4) son preferidas en la suscripción de acciones sin derecho a voto en los casos de aumento de capital en que se opte por este tipo de acciones; y (5) la emisión de acciones sin derecho a voto, ya sea que se trate de una emisión pública o privada, debe ser necesariamente registrada por la sociedad en el Registro Público de Valores e Intermediarios, siéndole de aplicación las normas de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por el Decreto Legislativo N° 755 (LMV).

Los supuestos de excepción en los que este tipo de acciones serán computables para el quórum y mayoría de las juntas generales de accionistas son los siguientes: (i) junta que se convoque con el objeto de disminuir capital, transformar la sociedad, fusionar, rescindir, disolver, liquidar, trasladar la sede social al extranjero, modificar el objeto social o el plazo de duración de la sociedad, (ii) cuando la sociedad incumpla con realizar la distribución preferencial de utilidades dentro del ejercicio siguiente, mientras subsista el incumplimiento, o cuando pretenda modificar o excluir directa o indirectamente los derechos de esta clase o serie de acciones; y, (iii) cuando se suspenda o retire de cotización en bolsa las acciones sin derecho a voto

por cualquier causa imputable a la sociedad, mientras subsista esta situación.

Tema que merece especial comentario es el referente a la distribución preferente de utilidades. Sobre el particular la Ley N° 26356, al modificar el artículo 108 de la LGS, señala expresamente que las acciones cuyo privilegio patrimonial consiste en el derecho a una distribución preferencial de utilidades, podrán carecer de derecho a voto excepto cuando la sociedad incumpla con efectuar dicha distribución preferencial dentro del ejercicio anual siguiente, mientras subsista el incumplimiento.

Las utilidades constituyen el beneficio realmente obtenido por la sociedad en cada ejercicio económico como consecuencia del desarrollo de sus actividades. Dicho de otra manera, es la diferencia de activos adicionales existentes en el patrimonio de la sociedad, comparado al principio y al fin de cada ejercicio. Estos activos adicionales no deben provenir de aportes de capital, disminución de pasivos, revaluación de activos o reexpresión de capital por efecto de la inflación. A estas utilidades también se les denomina «utilidades brutas».

Conforme a la LGS, de las utilidades brutas que obtiene una sociedad debe deducirse y aplicarse a pérdida la parte que corresponda, de ser el activo menor que el capital social, y a la constitución de reservas legales y estatutarias luego de deducirse el Impuesto a la Renta. Del mismo modo, deberá detraerse la participación de los trabajadores de la renta anual antes de impuestos, según lo establecido por el artículo 2 del Decreto Legislativo N° 677. A estas utilidades se les denomina «utilidades netas», y es a la cantidad resultante a la que se aplica el concepto de utilidades referido en el artículo de la LGS modificado.

Resulta importante determinar qué sucede cuando en un ejercicio determinado no se generan utilidades susceptibles de ser repartidas entre los accionistas. En estos casos, las acciones sin derecho a voto sólo tendrían el derecho de ejercerlo si es que existiendo utilidades éstas no fueran repartidas, ya que mal se puede repartir lo que no existe. Es más, la LGS establece en forma expresa que sólo cabe el reparto de dividendos respecto de utilidades realmente obtenidas o de reservas en efectivo de libre disposición, que no son más que utilidades acumuladas y no repartidas. Debe tenerse presente que la acción, que representa una alícuota del patrimonio a diferencia del bono u obligación que es un pasivo, es un título de renta variable que rinde beneficios cuando éstos realmente existen como producto de las operaciones

de la sociedad. Lo contrario, es decir, el reparto de utilidades que no existen implicaría una reducción del patrimonio de la empresa en perjuicio de los terceros acreedores de la misma.

Merece asimismo mención aparte el aspecto referido a la distribución preferencial. Conforme a lo antes mencionado, se entendería como distribución preferencial, por ejemplo, el establecer el cobro de un dividendo por un monto fijo o un porcentaje de los mismos, concurriendo por el saldo con los demás accionistas; o establecer además que dicho dividendo es acumulable si en uno o más ejercicios no hubieran existido utilidades para pagarlo; o que los dividendos serán un porcentaje sobre el valor nominal de cada acción; o establecer que estas acciones tendrán derecho a un dividendo doble o triple que las demás.

Resulta obvio que la simple declaración de que los poseedores de acciones sin derecho a voto tienen como derecho preferente el cobrar primero las utilidades que les corresponden, no es de manera alguna un derecho preferente en el sentido que la ley señala, ya que todas las acciones se encontrarían finalmente en las mismas condiciones, por cuanto la junta general de accionistas sólo puede acordar el reparto de lo que efectivamente existe.

Otro punto relevante en relación al reparto de utilidades es qué sucede cuando existiendo éstas en un ejercicio determinado, la junta general de accionistas decide que no se declara un dividendo o simplemente no toma una decisión al respecto. Conforme a las modificaciones introducidas por la Ley N° 26356, los accionistas sin derecho a voto adquirirían tal derecho a partir de ese momento, pudiendo intervenir en las actividades de la empresa hasta el momento en que la junta decida el reparto de utilidades.

Sin embargo, tratándose de accionistas minoritarios su derecho a la percepción preferente de utilidades resultaría no ejercitable de manera inmediata, por cuanto no tienen manera de obligar a la mayoría al reparto de las mismas si no es a través de un procedimiento judicial.

1.3. Acciones del trabajo

Con anterioridad a la dación de la Ley N° 26356 (que, como hemos visto, creó las acciones sin derecho a voto) y no obstante que la LGS y su antecesora, la Ley de Sociedades Mercantiles, establecían de manera expresa que todas las acciones tenían derecho a voto, durante la vigencia de esta última se dictaron diversos dispositivos legales

que crearon una nueva clase de acciones, las «acciones laborales», las cuales tenían derecho a participar en las utilidades de la empresa y a ser representadas en el directorio, pero no en la junta general de accionistas.

En efecto, los Decretos Leyes N° 21789, N° 22329 y N° 22333, Leyes de la Comunidad Industrial, Pesquera y Minera, respectivamente, crearon las mencionadas acciones laborales como títulos que, no obstante permitir la participación de sus titulares en la utilidades de las empresas, no conferían derecho de representación a los mismos en la junta general de accionistas. Las leyes mencionadas, entre otras cosas, obligaban a las empresas a detraer un porcentaje de sus utilidades anuales y aplicarlo a la creación de una cuenta patrimonial denominada «cuenta participación patrimonial del trabajo», que era representada en acciones laborales entregadas a sus trabajadores. Esta cuenta, conjuntamente con la de capital social a la que corresponden las acciones comunes, conforma el patrimonio de la empresa.

Si bien en un principio las acciones laborales tenían no sólo los derechos patrimoniales a que antes hemos hecho referencia sino también, aunque de manera restringida, los políticos o personales ya señalados en tanto tenían representación en el directorio con la consiguiente facultad de fiscalizar los negocios sociales, en la actualidad las acciones laborales, denominadas «acciones del trabajo», sólo tienen derechos patrimoniales. En los hechos, estas acciones se han convertido en verdaderas acciones sin derecho a voto, que ni siquiera en determinadas circunstancias pueden votar en junta general de accionistas.

El Decreto Legislativo N° 677, que derogó todos los regímenes referentes a Comunidades Laborales, establece que las acciones del trabajo confieren a sus titulares el derecho a participar en los dividendos a distribuir de acuerdo a su valor nominal. Del mismo modo, establece que la distribución referida será preferente, no obstante que no define dicha preferencia y no existe reglamento alguno que la precise. Por último, la norma mencionada establece en forma expresa que los accionistas del trabajo no tienen intervención ni voto en las juntas generales de accionistas ni en los directorios.

II. EMISION DE ACCIONES

2.1. Derecho de suscripción preferente

El primer mecanismo para la emisión de acciones que sustentaría, a su vez, la emisión de ADR es el

aumento de capital por nuevos aportes en acciones comunes o acciones sin derecho a voto. Para ello, resultan de aplicación las normas pertinentes de la LGS y de la LMV, siempre que se trate, en este último caso, de acciones inscritas en el Registro Público de Valores e Intermediarios y que sean cotizadas en una Bolsa de Valores.

Los acuerdos para el aumento de capital, así como la posible modificación del estatuto, no sólo para reflejar dicho aumento sino también en el caso de que se decida crear acciones sin derecho a voto, deberán ser adoptadas por junta general extraordinaria de accionistas. Esta junta debe convocarse con no menos de tres días de anticipación, siendo el quórum en primera convocatoria de las dos terceras partes (66.6%) del capital pagado de la sociedad, mientras que en la segunda se requerirá las tres quintas partes del mismo (60%). En ambos casos, el acuerdo de aumento del capital debe ser tomado contando con el valor favorable de, cuando menos, la mayoría absoluta del capital pagado.

Al respecto, debe considerarse que la LGS permite que las juntas generales de accionistas se lleven a cabo sin previa convocatoria, caso en el cual se denominan juntas universales. Ello será posible, siempre que en dicha junta estén representadas la totalidad de las acciones y los accionistas acuerden en forma unánime la celebración de la misma y los asuntos a tratar.

De otro lado, la LGS permite también a la junta general de accionistas facultar el directorio a aumentar el capital social hasta una suma determinada, en las oportunidades que éste decida, sin previa consulta a la junta. El límite que se establece para estos efectos es que el aumento no sea superior a la mitad del capital social vigente a la fecha en que el directorio haga uso de la mencionada facultad. Estos aumentos deberán realizarse en un plazo de cinco años a partir del acuerdo de junta general de accionistas. Las acciones producto de estos aumentos sólo podrán ser acciones ordinarias; es decir, acciones comunes con derecho a voto.

En el proceso de aumento de capital es importante considerar el ejercicio del derecho de preferencia que tienen los accionistas de una empresa para la suscripción de acciones provenientes de nuevos aportes. En efecto, los accionistas tienen en tal caso derecho de preferencia para suscribir a prorrata las acciones producto del aumento. Inclusive, si ejercido el derecho de suscripción preferente quedaran aún acciones sin suscribir, los accionistas que hubieran ejercido tal derecho en la primera rueda de suscripción podrán adquirir a prorrata

las acciones restantes. Si al finalizar la segunda rueda o las que hubiera establecido la junta general de accionistas o el directorio, en su caso, hubiere una parte del aumento no suscrita, ésta podrá ser ofrecida a terceras personas.

Tratándose de una empresa que cotiza sus acciones en Bolsa de Valores, la LMV regula el referido derecho de preferencia en los denominados «certificados de suscripción preferente», títulos de carácter circulatorio en los que se incorpora el derecho de preferencia de los accionistas y que pueden ser transmitidos a cualquier persona, la cual tendrá el derecho mas no la obligación de suscribir el aumento de capital en la parte que representa el título.

Los certificados deben ser puestos a disposición de los accionistas dentro de los quince días siguientes a la fecha en que se tomó el acuerdo de aumento de capital. Del mismo modo, la LMV establece que estos títulos pueden ser libremente negociados dentro o fuera de Bolsa, dentro del plazo que establezca la junta general de accionistas o el directorio, en caso de delegación. El plazo de negociación no puede ser inferior a quince días ni mayor a sesenta, contado a partir de la fecha en que los mismos son puestos a disposición de los accionistas. Los adquirentes de estos títulos tienen derecho a suscribir las acciones a que ellos se contraen, en las mismas condiciones que para los accionistas establecen la LGS, los estatutos de la empresa o el acuerdo social adoptado.

El contenido mínimo de los certificados de suscripción preferente es el siguiente: (1) denominación de la sociedad y los datos relativos a su inscripción en el Registro Mercantil; (2) fecha del acuerdo de la junta general de accionistas para aumentar el capital; (3) monto del capital escriturado y el de su incremento; (4) nombre del título; (5) numeración correlativa de las acciones de las cuales proviene y el número de acciones que da derecho a suscribir; (6) fecha de emisión; y, (7) firma de un director de la empresa.

Conforme al Decreto Legislativo N° 677, los titulares de acciones del trabajo, en los casos de aumento de capital por nuevos aportes que acuerden las juntas generales de accionistas, tienen derecho de efectuar aportes a la cuenta participación patrimonial del trabajo en proporción a su participación en dicha cuenta. Al efecto debe tenerse presente que la cuenta participación patrimonial del trabajo es aquella que incluye a este tipo de acciones y que, conjuntamente con la cuenta capital social a la que responden las acciones comunes, conforma el patrimonio de la empresa.

El objeto de dicho aporte es mantener la proporción existente entre la cuenta mencionada y el capital social. En el caso de que algún accionista del trabajo no suscriba el aumento, los demás accionistas de la misma clase podrán suscribirlo de manera proporcional. Es potestad de la junta general de accionistas determinar el número de ruedas de suscripción de acciones; sin embargo, si se optara por el mínimo de dos ruedas que establece la ley, la cuenta participación patrimonial del trabajo se vería disminuida en relación con la del capital social, dado que, tratándose de este tipo de acciones, no cabe ofrecer participación en el aumento de la cuenta a terceras personas.

Existen dos puntos importantes que considerar respecto del compromiso de compra en firme de las acciones subyacentes a los ADRs contenidos en el contrato de *underwriting* que el emisor suscribiría con el banco de inversión que actúe como *underwriter*.

El primero de ellos está referido a la negociación de los términos del contrato. A fin de poder facilitar la ejecución de la transacción, los accionistas presentes en la junta, que son los titulares del derecho de preferencia, una vez acordado el aumento de capital podrían delegar en el directorio, o en una persona determinada, la negociación y ejecución del contrato de *underwriting* otorgándole plenos poderes a dicho efecto. Adicionalmente, en tanto es característico de los certificados de suscripción preferente el ser circulatorios, consideramos conveniente que los términos más importantes del mencionado contrato sean incorporados a estos, y entregados al banco de inversión a la suscripción del contrato.

El segundo punto es que con el objeto de estabilizar el precio de los ADR en el mercado, el banco de inversión tenga la posibilidad de solicitar a la empresa una cantidad adicional de acciones que pudieran transarse de ser necesario. En este sentido, el hecho de que para el aumento de capital se utilice el mecanismo de los certificados de suscripción preferente facilita este propósito por cuanto la junta de accionistas pueden acordar un aumento de capital mayor al que se pretenda finalmente colocar en el mercado. En efecto, una de las principales características de dichos certificados es que confieren a sus titulares el derecho y no la obligación de pagar el aumento de capital acordado y representado en parte por el título, en tanto el mismo sólo representa un derecho a suscribir en forma preferente. No obstante, según se ha mencionado en el párrafo anterior, no existe obstáculo para que al momento de transferirse el certificado a una tercera persona se celebre un

contrato entre las partes en el que el receptor del título se obligue en firme, bajo ciertos términos, a suscribir las acciones.

Los certificados que fueran necesarios para estabilizar el precio se quedarían en poder de los accionistas hasta el momento en que les fueran requeridos, en cuyo caso a su entrega el banco de inversión asumiría la obligación incondicional de suscribir la parte del aumento de capital en ellos representados.

Una vez ejercido el derecho contenido en los certificados se sabrá de manera definitiva el monto efectivo del aumento de capital, pudiendo delegarse en el directorio la facultad de dar por cancelado el aumento y modificar el artículo pertinente del estatuto de la empresa a fin de que refleje el nuevo capital.

Debe tenerse presente que en este tipo de transacciones existe un lapso de tiempo, usualmente cinco (5) días entre la firma del contrato de *underwriting* y su ejecución final o cierre, en el que el banco de inversión adquirente de los certificados de suscripción preferente suscribe las acciones y las entrega al banco custodio local a fin de que el banco depositario en el exterior emita los ADR. En este plazo de cinco (5) días, el banco de inversión procede a la colocación previa de los ADR, los mismos que son finalmente entregados a los inversionistas finales en la fecha de cierre.

2.2. Oferta privada de acciones

La oferta privada de acciones es otro de los mecanismos que la ley contempla para el aumento de capital de una empresa cuyas acciones se encuentran inscritas en el Registro Público de Valores e Intermediarios.

Según hemos indicado, tanto la LGS como la LMV establecen el derecho de preferencia y el mecanismo a través del cual los accionistas presentes al momento de acordarse el aumento de capital pueden suscribir las acciones producto del mismo. Sin embargo, nada obsta para que los accionistas renuncien al derecho que la ley les confiere, permitiendo a terceras personas suscribir y pagar el aumento de capital.

Conforme a la LGS, el acuerdo de emisión de nuevas acciones debe fijar las condiciones en que ha de pagarse la parte de capital que no se desembolse al suscribirlas, debiendo abonarse por lo menos, el veinticinco por ciento del valor nominal de las acciones suscritas. Teniendo en cuenta ello, podría perfectamente acordarse un aumento de

capital en el que los accionistas presentes renunciaran, en primer lugar al derecho de preferencia que la ley les concede y, en segundo lugar, fijaran las condiciones en que el mismo ha de ser suscrito y pagado por terceras personas. En estos casos se encarga al directorio de la empresa la ejecución del acuerdo de aumento de capital, así como la búsqueda de posibles inversionistas interesados en suscribir y pagar el aumento de capital, en las condiciones establecidas, referidas básicamente a la forma y oportunidad del pago.

Obviamente, el aumento de capital y la emisión de nuevas acciones queda supeditado a que se produzca la correspondiente suscripción y el pago de por lo menos el veinticinco por ciento del valor nominal de las acciones suscritas.

Cabe también señalar que al igual que en el caso de la emisión de certificados de suscripción preferente si, al acordarse el aumento de capital no se conoce a ciencia cierta el monto que va a ser finalmente suscrito, es posible contemplar el reajuste del aumento si éste no se realiza por el total originalmente previsto. En este supuesto, al igual que lo señalado en el punto anterior, la junta general de accionistas puede facultar al directorio para declarar el monto definitivo del aumento, obviando así la realización de una nueva junta general de accionistas.

De esta manera, la emisión de las acciones que sustentarían los ADR podría realizarse a través de una oferta de acciones en la que *underwriters* de la transacción se obligarían, bajo las condiciones que se pacten, a suscribir y pagar directamente el íntegro de las acciones producto del aumento de capital sin tener que pasar previamente por el proceso de emisión de los certificados de suscripción preferente.

La oferta privada de las acciones producto de un aumento de capital no estaría sujeta, en principio, a la LMV, dado que ésta regula la oferta pública de valores mobiliarios. Conforme a esta ley, se entiende por oferta pública a la invitación adecuadamente difundida que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general o a determinados segmentos de éste, a fin de realizar determinada transacción respecto de un valor mobiliario.

Considerando que de acuerdo a la LMV la inscripción de una determinada clase de valores del emisor acarrea automáticamente la de todos los valores de la misma clase y que las transacciones sobre acciones inscritas en el Registro Público de Valores e Intermediarios podrán realizarse en

rueda de bolsa o fuera de ella, una vez suscritas, pagadas y emitidas las acciones provenientes del aumento de capital por nuevos aportes podrían transarse en el mercado bursátil o en el extra-bursátil, atendiendo al fenecimiento del cautiverio bursátil a partir del año en curso.

2.3. Oferta pública de acciones

Como se ha señalado, se entiende por oferta pública de valores a la invitación adecuadamente difundida que se dirige al público en general o a un segmento de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación (oferta primaria) o transferencia (oferta secundaria) de valores mobiliarios. Igualmente se considerará oferta pública la negociación que se efectuó en las ruedas de bolsa o cualquier otro mecanismo centralizado de negociación.

Conforme al Reglamento de Oferta Pública Primaria de Valores Mobiliarios, aprobado por la Resolución CONASEV N° 906-91EF/94.10.0, las sociedades que se propongan aumentar su capital por oferta pública primaria de acciones deberán comunicar a CONASEV dicha determinación, solicitando la inscripción de las referidas acciones en el Registro Público de Valores e Intermediarios.

Para estos efectos, CONASEV evaluará la información que la sociedad presente, la misma que deberá incluir, entre otros: (1) programa de aumento de capital de conformidad con el artículo 215 de la LGS. Este programa deberá contener los principales datos referenciales de la sociedad emisora (denominación, objeto, capital social, valor nominal de las acciones, series y clases existentes), derechos de suscripción preferente de los antiguos accionistas, importe total de las obligaciones emitidas y contenido del acuerdo de emisión de nuevas acciones; (2) copia del acta de junta general de accionistas en la que se acordó el aumento de capital; (3) perfil técnico-económico que sustente el aumento de capital (conteniendo estudio de mercado, estructura de financiamiento y análisis de rentabilidad y de sensibilidad considerando probables escenarios y proyecciones); (4) convenio suscrito con intermediario autorizado para la colocación de los valores materia de la oferta pública; (5) prospecto informativo a ser utilizado en la difusión de la oferta pública primaria de acciones ; (6) obtener la clasificación del valor mobiliario (hasta el momento no han entrado en funcionamiento las empresas clasificadoras de riesgo, de las cuales existen dos que, a la fecha, han obtenido la correspondiente autorización de organización, encontrándose pendiente de entrega la correspondiente licencia de funcionamien-

to); y (7) modelo del certificado de acciones que será objeto de oferta pública.

Verificada la información antes señalada, el Registro Público de Valores e Intermediarios procederá a la inscripción de las acciones en el mismo. Cumplido ello, CONASEV dispondrá de oficio que las acciones sean listadas en la bolsa o bolsas en las cuales el emisor desea se negocien sus valores.

2.4. Programas de American Depositary Receipts

Conforme a la Resolución CONASEV N° 358-93-EF/94,10.0, las empresas que deseen efectuar programas de ADR deben presentar en forma previa, tanto a CONASEV como a las bolsas de valores que correspondan, la siguiente información: (1) contrato celebrado con el banco depositario; (2) contrato celebrado entre el banco depositario y el banco custodio; y (3) acta de la junta general de accionistas en la que conste el acuerdo de participar en programas de ADR.

De otro lado, las empresas deberán cumplir con informar al Registro Público de Valores e Intermediarios, entre otros, los siguientes hechos: (1) con carácter de hecho de importancia, información sobre la inscripción de los ADR en la *Securities and Exchange Commission* (SEC) u otra Comisión de Valores extranjera y en las bolsas de valores en que éstos se transen, cuando corresponda, al día siguiente de producida tal inscripción; (2) copia de los contratos de depósito y de suscripción transitoria de emisiones primarias con garantía parcial o total de su colocación relativos a programas de ADR, al día siguiente de celebrados; (3) información trimestral acerca de las transacciones efectuadas con ADR, dentro de los diez días de vencido el trimestre correspondiente; (4) copia del contrato celebrado entre el banco custodio y la empresa, dentro de los diez días de suscrito; (5) información sobre emisión, transacciones y retiros de ADR, así como números de certificados en circulación, en la misma forma y plazos en que esta obligada a entregar dicha información a la SEC u otra Comisión de Valores extranjera (esta información debe ser comunicada, en la misma oportunidad, a la bolsa de valores nacional que corresponda); y (6) copia de la comunicación presentada a la SEC u otra Comisión de Valores extranjera, en la misma oportunidad de entrega a dichos organismos.

Cabe anotar que la documentación antes referida que se encuentre en idioma extranjero, deberá presentarse acompañada de la correspondiente traducción, bajo responsabilidad del gerente general de la empresa en cuanto a su veracidad.

Sin perjuicio de lo señalado anteriormente, la empresa deberá poner a disposición de la CONASEV, en cuanto ésta lo solicite, la información actualizada de los tenedores de ADR.

Debemos indicar que las acciones objeto de programas de ADR serán registradas en la empresa a nombre del depositario.

2.5. Aspectos tributarios

A fin de establecer la afectación de ingresos con el Impuesto a la Renta, la Ley del Impuesto a la Renta (LIR) considera como criterios de vinculación en forma alternativa, el domicilio del sujeto que contiene la renta (sea persona natural o judicial) y a la ubicación de la fuente que genera la renta.

En ese sentido, conforme a la LIR, están sujetas al impuesto la totalidad de las rentas gravadas que contengan los contribuyentes que, de acuerdo a aquella, se consideren domiciliados en el país, sin tener en cuenta la nacionalidad de las personas naturales, el lugar de constitución de las jurídicas, ni la ubicación de la fuente productora. Tratándose de contribuyentes no domiciliados en el país, de sus sucursales, agencias o establecimientos permanentes, el impuesto recaerá sólo sobre las rentas gravadas de fuente peruana.

Conforme a lo indicado, los contribuyentes domiciliados en el país tributan por sus rentas de fuente mundial. A estos efectos, las personas naturales son consideradas domiciliadas en el país en los siguientes casos: (1) los ciudadanos peruanos y residentes habituales en el país; (2) las personas naturales extranjeras que hayan residido o permanecido en el país dos años o más en forma continuada (las ausencias temporales de hasta noventa días calendario en cada ejercicio gravable no interrumpen la continuidad de la residencia o permanencia); y (3) las personas naturales no domiciliadas que luego de permanecer por seis meses en el Perú han obtenido el Registro Unico de Contribuyentes y opten por ser tratados tributariamente como sujetos domiciliados.

Cabe precisar que las personas naturales se considerarán domiciliadas o no en el país según fuera su condición al principio de cada ejercicio gravable.

En consecuencia, los cambios que se produzcan en el curso de un ejercicio gravable sólo producirán efectos a partir del ejercicio siguiente.

En el caso de empresas, la ley dispone en princi-

pio que si éstas se han constituido o establecido en el territorio nacional, tributarán por sus rentas de fuente mundial, excepto si son sucursales de entidades no domiciliadas, en cuyo caso tributarán solamente sobre sus rentas de fuente peruana.

Las ganancias derivadas de la tenencia de acciones representativas del capital de empresas constituidas en el Perú pueden ser de dos tipos: (1) dividendos; y, (2) ganancias de capital por la negociación de los valores.

Respecto a los dividendos, la LIR establece que estos y cualquier otra forma de distribución de utilidades no constituyen renta gravable. En tal sentido, los beneficios generados por las empresas constituidas en el Perú tributarán por concepto del Impuesto a la Renta el treinta por ciento (30%) en la empresa. Sin embargo, la posterior distribución de las utilidades de libre disponibilidad no se encontrará sujeta a retenciones por concepto de Impuesto a la Renta, toda vez que los dividendos se encuentran inafectos a este tributo.

En relación con las ganancias de capital por la negociación de las acciones como título valor, debe distinguirse el tratamiento que la LIR contempla para personas naturales y para empresas.

Las ganancias que obtenga una persona natural por la negociación de acciones representativas del capital de sociedades constituidas en el Perú están, en principio, inafectas al Impuesto a la Renta. Estas ganancias sólo serán gravables cuando la persona natural que las obtenga se dedique en forma habitual a la intermediación comercial de estos valores. Al respecto, la LIR establece que se presumirá la existencia de habitualidad en la enajenación de acciones hecha por personas naturales, cuando el enajenante haya efectuado en el curso del ejercicio, por los menos diez (10) operaciones de compra y diez (10) operaciones de venta.

Para estos fines, tratándose de valores cotizados en Bolsa, se entenderá como única operación la orden dada al agente para comprar o vender un número determinado de valores, aun cuando éste, para cumplir el encargo, realice varias operaciones. En tal caso, sólo la ganancia proveniente de la décimo primera enajenación resultará afectada al Impuesto a la Renta. La tasa correspondiente es de treinta por ciento (30%).

Las ganancias de capital obtenidas por una empresa constituida en el país, por la compraventa de acciones, estarán siempre afectas; tratándose de empresas se presume la existencia de una in-

tención de especulación mercantil desde la primera venta. En estos casos, la tasa aplicable es treinta por ciento (30%).

La legislación nacional no es suficientemente clara respecto a la afectación con el Impuesto a la Renta a las ganancias de capital que eventualmente podría obtener una empresa no domiciliada en el país, por la venta de acciones representativas del capital de una empresa constituida en territorio nacional. En efecto, tal como se ha señalado, el Impuesto a la Renta alcanza solamente a aquellas ganancias obtenidas por sujetos domiciliados o a aquellas producidas por una fuente peruana.

En relación con las ganancias obtenidas por una empresa no domiciliada, habría que determinar si las ganancias de capital que eventualmente podría obtener una empresa no domiciliada en el país, por la venta de acciones representativas del capital de una empresa constituida en territorio nacional, califica siempre como renta de fuente peruana.

Al respecto, la LIR señala que, en general, y cualquiera sea la nacionalidad o domicilio de las partes que intervengan en las operaciones y el lugar de la celebración o cumplimiento de los contratos, se considera renta de fuente peruana a las obtenidas por la enajenación de acciones representativas del capital de sociedades constituidas en el Perú, entre otros, en el caso previsto en el inciso c) del artículo 3 de dicha Ley. Este artículo señala que constituye renta gravada, los resultados de la venta, cambio o disposición habitual de bienes.

En ese orden de ideas, la ganancia no estaría gravada. En efecto, para poder gravar una ganancia primero hay que determinarla y, tal como señala la misma LIR, en las ventas de bienes la ganancia está determinada por la diferencia entre el valor de venta y el costo computable del bien. En este sentido, no sería factible determinar una ganancia si se desconoce el costo del bien, el cual estaría registrado en la contabilidad de una empresa no domiciliada a la que la Administración Tributaria peruana no tiene acceso y, aunque lo tuviera, los principios de contabilidad de hecho varían de un país a otro, sin dejar de mencionar que la recaudación del impuesto sería -en este caso- inviable en la práctica.

Definidas las ganancias afectas, es importante señalar que la LIR establece la exoneración hasta el año 2000 de la ganancia de capital derivada de las operaciones de compraventa de acciones que se realicen en Rueda de Bolsa.

De acuerdo con lo antes expuesto, y si tenemos en consideración que las acciones subyacentes a un ADR son acciones que se compran y venden en Rueda de Bolsa, podemos concluir que la ganancia de capital en estas transacciones se encuentra exonerada del Impuesto a la Renta hasta el año 2000. Del mismo modo, se encuentran inafectos al mencionado impuesto los dividendos

que periódicamente se perciben por tales acciones.

De otro lado, respecto del Impuesto General a las Ventas, la Ley que regula este tributo no considera a las acciones como bienes muebles; en consecuencia, sus transferencias se encuentran inafectas a este tributo.

JULIO CESAR BERNINZON OLIVI

Abogado
NOTARIO DE LIMA

Las Begonias N° 630 - Of. 43 - San Isidro

☎ 442-0427 Fax 442-0427