

100
años



COLECCIÓN
CENTENARIO

ASISTENCIA FINANCIERA PROHÍBIDA

Hugo Fornio Odría



100 ANOS
Al servicio del Perú

FACULTAD DE
DERECHO



PUCP

Asistencia Financiera Prohibida

HUGO FORNO ODRÍA

ASISTENCIA FINANCIERA PROHIBIDA



FACULTAD DE
DERECHO



PUCP

Asistencia Financiera Prohibida

© Pontificia Universidad Católica del Perú, 2019
Facultad de Derecho
Av. Universitaria 1801, Lima 32, Perú.
Teléfono: (51 1) 626-2000 / 5660
www.facultad.pucp.edu.pe/derecho

Coordinación: Hugo Forno Odría
Diseño de cubierta: Ronald Andía

Diagramación de interiores: Tarea Asociación Gráfica Educativa
Primera edición: febrero de 2020
Tiraje: 200 ejemplares
Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N.º 2020-02764
ISBN: 978-612-4440-10-6

Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio, total o parcialmente, sin permiso expreso de los editores.

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa
Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5

Publicado en febrero de 2020.

A mi familia

“My brain is the key that sets me free”.

–Harry Houdini

Contenido

Prólogo	17
----------------	----

Introducción

«If it ain't broke, don't fix it» o el complejo del Quijote	21
---	----

PARTE I: ¿GIGANTE O MOLINO? El Caso de la Asistencia Financiera Prohibida

Capítulo I

La regulación corporativa	35
1. ¿Por qué regulamos?	36
2. La regulación societaria	39
2.1 Teoría del agente-principal: protección del accionista frente a la administración	40
2.2 Teoría contractualista: reducción de costos de transacción	42
2.3 Tutela del accionista minoritario	45
2.4 Tutela del acreedor social	53
3. Conclusión	58

Capítulo II

Fundamentos de la regulación de la asistencia financiera	63
1. Fundamentos de la regulación de la toma en garantía por la sociedad de acciones de propia emisión	64
1.1 Perspectiva extensiva de la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión	66
1.2 Perspectiva autónoma de la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión	68
1.2.1 Imposibilidad jurídica de las acciones de propia emisión como garantía	68
1.2.2 Toma de control de la sociedad por parte de los directores	72
2. Fundamentos de la regulación de financiamientos o garantías a financiamientos por la sociedad para la adquisición de acciones de propia emisión	73
2.1 Protección del capital social	74
2.1.1 Devolución indebida de aportes	75
2.1.2 Aumento ficticio del capital social	79
2.2 Protección del patrimonio social	81
2.2.1 Sustitución de activos	82
2.2.2 La protección del objeto social	84
2.2.3 Beneficio parcial de los accionistas	86
2.3 Protección de la estructura accionaria	87
2.4 Protección de los <i>stakeholders</i>	92
3. Conclusión	94

PARTE II: ANATOMÍA DE UNA PROHIBICIÓN

Interpretación del artículo 106 de la Ley General de Sociedades

Capítulo III

Nociones previas: interpretación, analogía y fraude a la ley	97
1. Introducción	97
2. Interpretación de la ley	99
3. Analogía	105
4. Fraude a la ley	109

5. Conclusión	113
---------------	-----

Capítulo IV

Punto de partida: la función de la prohibición de asistencia financiera en el ordenamiento societario peruano	115
1. Prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión	119
2. Prohibición de otorgar o garantizar préstamos para la adquisición de acciones de propia emisión	122
3. Conclusiones	126

Capítulo V

Elementos de la prohibición de asistencia financiera contemplada en el artículo 106 de la LGS	127
1. Operaciones de asistencia financiera prohibidas	127
1.1 Tomar en garantía acciones de propia emisión	128
1.2 Otorgar o garantizar préstamos para la adquisición de acciones de propia emisión	130
1.2.1 Operaciones financieras	131
1.2.2 Operaciones directas e indirectas de asistencia financiera	132
1.2.3 Modificación ilegítima de la estructura accionaria: ¿elemento subjetivo?	134
1.2.4 Materialidad de la asistencia	137
1.2.5 Plazo para la adquisición	138
2. Títulos valores objeto de la prohibición	139
2.1 Títulos o valores que no pueden ser tomados en garantía	139
2.2 Títulos o valores que no pueden ser adquiridos mediante fondos otorgados o garantizados por la sociedad	141
3. Sujetos de la prohibición: asistencia financiera entre sociedades vinculadas	144
3.1 Tomar en garantía acciones de una sociedad vinculada	148
3.1.1 Vinculación vertical	148
3.1.2 Vinculación horizontal	150
3.2 Otorgar o garantizar préstamos para la adquisición de acciones de una sociedad vinculada	151
3.2.1 Vinculación vertical	151

3.2.2 Vinculación horizontal	152
3.3 Conclusiones	153

Capítulo VI

Consecuencias de contravenir la prohibición	155
1. ¿Responsabilidad civil y/o nulidad?	156
1.1 La sanción diversa contemplada en el artículo 106 de la LGS	160
1.2 La sanción diversa contemplada en normas que contemplan la nulidad en la LGS	162
2. Nulidad o anulabilidad de operaciones complejas	168
3. Control difuso del artículo 106 de la LGS	171
3.1 El test de proporcionalidad	172
3.1.1 Subprincipio de idoneidad o adecuación	173
3.1.2 Subprincipio de necesidad	174
3.1.3 Subprincipio de proporcionalidad <i>strictu sensu</i>	175
3.2 Control difuso	176

Capítulo VII

Validez del <i>leveraged buyout</i> en el ordenamiento jurídico peruano	177
1. Definición de <i>leveraged buyout</i>	177
2. Racionalidad del <i>leveraged buyout</i>	178
3. Clasificaciones de <i>leveraged buyout</i>	182
3.1 Clasificación según el adquirente de la sociedad objetivo	182
3.1.1 <i>Institutional Buyout</i> (IBO)	183
3.1.2 <i>Management Buyout</i> (MBO)	183
3.1.3 <i>Management Buy-in</i> (MBI)	183
3.1.4 <i>Buy-in Management Buyout</i> (BIMBO)	184
3.2 Clasificación según la estructura del <i>leveraged buyout</i>	184
3.2.1 <i>Leveraged buyout</i> vía fusión o <i>merger leveraged buyout</i> (MLBO)	185
3.2.2 <i>Leveraged buyout</i> vía transferencia de fondos	186
3.2.3 <i>Leveraged buyout</i> vía cesión de posición contractual	186

3.2.4	<i>Leveraged buyout</i> con cargo al patrimonio remanente de la liquidación	187
3.3	Otros tipos de <i>leveraged buyouts</i>	188
4.	Validez del <i>leveraged buyout</i> bajo el ordenamiento jurídico peruano	189
4.1	Consideraciones generales sobre la aplicación de la prohibición de asistencia financiera a los <i>leveraged buyouts</i>	189
4.2	<i>Leveraged buyout</i> vía fusión o <i>merger leveraged buyout</i>	192
4.3	<i>Leveraged buyout</i> vía transferencia de fondos	195
4.4	<i>Leveraged buyout</i> vía cesión de posición contractual	196
4.5	<i>Leveraged buyout</i> con cargo al patrimonio remanente de la liquidación	197
5.	Conclusiones	198
Conclusiones:		
Propuesta de regulación de la asistencia financiera para el ordenamiento jurídico peruano		199
Bibliografía		207

Prólogo

Las operaciones de adquisición de acciones representativas del capital social (“OA”) son socialmente valiosas por dos razones. Primera: porque maximizan la utilidad de las partes (transferentes y adquirentes). Segunda: porque, presumiblemente, permiten que las compañías emisoras de las referidas acciones (“Compañías”) sean más eficientes bajo el control de los adquirentes¹. Por consiguiente, asumiendo que la competencia no resultada afectada, el sistema legal ha de reducir los costos de transacción para facilitar la realización de OA.

En términos generales, los adquirentes necesitan financiamiento, a fin de efectuar OA. Todo financiamiento tiene un costo. Por consiguiente, la posibilidad de efectuar una OA depende, entre otros factores, de tal costo.

Desde fines del siglo XIX, los mercados reducen el costo antes indicado mediante una técnica particularmente ingeniosa: la provisión de fondos o el otorgamiento de garantías por parte de la Compañía. Esa técnica, denominada “asistencia financiera”, facilita la realización de OA. En efecto, si la Compañía proporciona

1 Toda operación de adquisición supone que el adquirente valora más que el transferente el recurso objeto de la transacción. En términos generales, el adquirente valora más el recurso en cuestión porque sus retornos comparativos son más altos.

los fondos, el adquirente los repaga bajo la condición de que reciba dividendos. Por otro lado, si la Compañía otorga garantías, el adquirente obtiene los fondos del mercado a una tasa de interés más baja.

La asistencia financiera, sin embargo, puede imponer costos a dos grupos de interés: (i) los accionistas minoritarios que no participan en la OA como transferentes; y, (ii) los acreedores de la Compañía. Así, por ejemplo, la asistencia financiera (i) puede privar de dividendos a los referidos accionistas, pues los fondos de libre disposición son utilizados para financiar la adquisición de las acciones; o, (ii) puede imponer riesgos no deseados a los referidos acreedores, pues los fondos proporcionados o las garantías concedidas disminuyen la capacidad de repago de la Compañía. Por consiguiente, desde una perspectiva de bienestar social, las OA han de ser realizadas solo si sus beneficios agregados superan a sus costos agregados.

El artículo 106 de la Ley General de Sociedades contempla la regulación aplicable a las operaciones de asistencia financiera. Probablemente, la norma contenida en ese artículo es una de las más confusas y polémicas del sistema legal peruano, pues no solo presenta una redacción increíblemente oscura y confusa, sino que además prescribe una sanción extrema aplicable a todas las operaciones de asistencia financiera, sin tomar en consideración que algunas de esas operaciones han de ser permitidas (i) porque son eficientes en términos de Pareto²; o, (ii) porque pueden ser objeto de salvaguardas que razonablemente garanticen que serán eficientes en términos de Pareto.

Algunos años atrás Hugo Forno Odría asumió el reto de analizar, desde una perspectiva económica y legal, tanto las operaciones de asistencia financiera como la regulación contenida en la Ley General de Sociedades. Este libro es el resultado de su extraordinaria labor.

2 Para estos efectos, el criterio de eficiencia de Pareto supone incrementar el nivel de bienestar de un agente sin disminuir el nivel de bienestar de los demás agentes.

El autor inicia su travesía describiendo, de manera sólida y articulada, el marco conceptual que explica la función económica del Derecho Corporativo. Ese marco conceptual le permite describir (i) la racionalidad económica y financiera de las diferentes modalidades que presentan las operaciones de asistencia financiera; y, (ii) los fundamentos que pueden sustentar la regulación de dichas operaciones.

El autor continúa su travesía explicando el sentido de la regulación contenida en el artículo 106 de la Ley General de Sociedades. En esa ardua tarea, describe los elementos que conforman dicha regulación y las diversas posibilidades de interpretación de tales elementos. Así mismo, propone una interpretación de los alcances de dicha regulación en base a estrictos criterios de racionalidad económica y de interpretación legal.

El autor concluye su travesía examinando en qué casos y bajo qué condiciones las diversas modalidades de operaciones “leveraged buyout” cumplen con las exigencias impuestas por el artículo 106 de la Ley General de Sociedades. Ese ejercicio le permite realizar una propuesta racional de regulación de las operaciones de asistencia financiera.

Este libro no solo muestra el producto intelectual más elaborado sobre las operaciones de asistencia financiera, la regulación legal aplicable en el Perú y la política regulatoria que permite maximizar la utilidad de tales operaciones; también demuestra las enormes bondades que genera la realización de un análisis legal basado en los fundamentos de la racionalidad económica.

Lima, 4 de enero de 2020.

Freddy Escobar Rozas

Introducción

«If it ain't broke, don't fix it» o el complejo del Quijote

“En esto, descubrieron treinta o cuarenta molinos de viento que hay en aquel campo, y así como don Quijote los vio, dijo a su escudero:

—La ventura va guiando nuestras cosas mejor de lo que acertáramos a desear; porque ves allí, amigo Sancho Panza, donde se descubren treinta o pocos más desaforados gigantes, con quien pienso hacer batalla y quitarles a todos las vidas, con cuyos despojos comenzaremos a enriquecer, que esta es buena guerra, y es gran servicio de Dios quitar tan mala simiente de sobre la faz de la tierra.

—¿Qué gigantes? —dijo Sancho Panza.

—Aquellos que allí ves —respondió su amo—, de los brazos largos, que los suelen tener algunos de casi dos leguas.

—Mire vuestra merced —respondió Sancho— que aquellos que allí se parecen no son gigantes, sino molinos de viento, y lo que en ellos parecen brazos son las aspas, que, volteadas del viento, hacen andar la piedra del molino.

—Bien parece —respondió don Quijote— que no estás cursado en esto de las aventuras: ellos son gigantes; y si tienes miedo quítate de ahí, y ponte en oración en el espacio que yo voy a entrar con ellos en fiera y desigual batalla.”

Miguel de Cervantes Saavedra
El ingenioso hidalgo don Quijote de la Mancha

Hay un dicho estadounidense que dice «*if it ain't broke, don't fix it*». Este dicho, que hoy en día se usa de forma cotidiana, curiosamente tiene su origen en referencia a la actividad estatal.

Este dicho ha sido atribuido a Bert Lance, director de la Oficina de Administración y Presupuesto durante la presidencia de Jimmy Carter. De acuerdo con el boletín informativo de la Cámara de Comercio de los Estados Unidos, *Nation's Business* de 1977, Lance decía que el problema del Estado era tratar de arreglar lo que no estaba malogrado.

Y es que parece que existe en el ser humano un impulso a seguir mejorando las cosas, aun cuando para ello haya que inventar problemas que no existen. Este impulso recuerda al célebre personaje de Miguel de Cervantes Saavedra, Don Quijote de la Mancha, quien, para cumplir su vocación caballeresca, encontraba en situaciones normales los más terribles entuertos, como cuando vio gigantes donde había molinos.

El legislador ha demostrado en reiteradas oportunidades rasgos quijotescos. Y es que Don Quijote, además de encarnar valores que se echaban de menos en la época en la que fue escrito, encarna algo mucho menos apetecible: la vocación de hacer justicia sin una causa justa. De la misma forma, el legislador, en numerosas oportunidades, ha imaginado monstruos ahí donde solo había molinos y los ha enfrentado con regulaciones que solo entorpecen la actividad privada. La tesis de este trabajo es que ese es el caso de la regulación de la asistencia financiera: con ella se ha buscado arreglar algo que no estaba malogrado.

Cuando en Derecho Societario se alude a la “asistencia financiera” se está haciendo referencia a una serie de actos jurídicos mediante los cuales una empresa presta ciertos tipos de facilidades de índole financiera. En términos generales, son dos los tipos de asistencia financiera que tradicionalmente han sido restringidos por la regulación:

- (1) Los préstamos, garantías u otras facilidades financieras en favor de un tercero que sean garantizados por acciones de la sociedad; y,

- (2) Los préstamos, garantías u otras facilidades financieras en favor de un tercero para la adquisición de sus propias acciones.

He procurado hablar *del* legislador y no de *nuestro* legislador, pues la regulación de la asistencia financiera no es un invento peruano. De hecho, su creación se origina casi en paralelo en Italia y en Inglaterra.

En 1885 el Código de Comercio Italiano recogió la prohibición de que una sociedad anónima pueda adquirir sus propias acciones, que se había extendido por Europa hacia finales del siglo XIX por influencia del artículo 215 de la *Aktienrechtnovelle* (Ley de Sociedades Alemana) de 1870. Ya desde esta época en el Código de Comercio Italiano se incluyó la prohibición de que la sociedad tomara en garantía sus propias acciones, por considerarse que ello podía servir para eludir la prohibición antes referida.

Ambas prohibiciones se extendieron posteriormente a legislaciones mercantiles de diversas partes del mundo, como bien señalan Garrigues y Uría:

“Las legislaciones mercantiles han venido prohibiendo tradicionalmente que la sociedad pueda prestar con la garantía de sus propias acciones, como norma de tutela de la sociedad y de los acreedores sociales dirigida, [...] a impedir que la garantía de las acciones propias pudiera convertirse en un procedimiento indirecto de adquirir esas acciones burlando las prescripciones legales que regulan la adquisición de las propias acciones”³.

Ello también es reconocido por Fernando Sánchez Calero:

“Si la sociedad acepta en prenda o por cualquier otra forma de garantía sus propias acciones o las de su sociedad dominante, si

3 GARRIGUES, Joaquín y Rodrigo URÍA. *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. Tercera edición. Tomo I. Madrid: Aguirre, 1976, p. 498.

la garantía se ejecuta se estaría ante una situación idéntica a la adquisición de las propias acciones”⁴.

Posteriormente, en el artículo 2358 del Código Civil italiano de 1942⁵ se incorpora la prohibición de la sociedad de efectuar préstamos a terceros para adquirir acciones propias como desarrollo de las dos prohibiciones antes mencionadas, a efectos de terminar de cerrar un sistema que restringe la elusión de la prohibición de la sociedad de adquirir sus propias acciones.

En Inglaterra, por su parte, la prohibición de la asistencia financiera surge en 1926 y se limita exclusivamente a la prohibición a la sociedad de financiar o garantizar financiamientos para la adquisición de sus acciones. El desarrollo inglés de la figura es importante debido a que es por impulso de la representación inglesa en la Comunidad Económica Europea que se generó la Segunda Directiva 77/91/CEE, relativa a la constitución de sociedades anónimas y al mantenimiento y modificación de su capital, principal encargada de propagar la prohibición de asistencia financiera por el resto de Europa, de donde posteriormente, por influencia de las legislaciones corporativas europeas, pasa a formar parte de las legislaciones corporativas de la mayor parte del mundo.

Su origen se remonta al siglo XX, y fue concebida por primera vez por el Comité Greene, comité específicamente conformado para hacer recomendaciones al Parlamento para la reforma del *Companies Act* de 1917. Así, en los párrafos 30 y 31 de su reporte del 8 de mayo de 1926, presentado al Parlamento, se lee lo siguiente:

4 SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Instituciones de Derecho Mercantil*. Décimo Sexta edición. Madrid: Editoriales de Derecho, 1993, p. 222.

5 El texto original del artículo 2358 del Código Civil italiano entró en vigencia el 19 de abril de 1942 y era el siguiente:

“Artículo 2385.-

La società non può fare anticipazioni sulle proprie azioni, nè prestati a terzi per acquistarle”.

Posteriormente, ha sido modificado en 1986, en 2003 y por última vez en 2008.

“Provisión de dinero por parte de una compañía para la adquisición de sus propias acciones

30. Una práctica ha hecho su aparición en los años recientes que consideramos altamente inapropiada. Un consorcio acuerda comprar de los accionistas existentes las suficientes acciones como para controlar la compañía; el dinero para la compra es provisto por un banco mediante un préstamo temporal por un día o dos; los representantes del sindicato son designados directores en reemplazo del antiguo directorio e inmediatamente proceden a prestar al consorcio, de los fondos de la compañía (y usualmente sin garantía), el dinero necesario para pagar al banco. Así, en la práctica, es la compañía quien provee el dinero para la compra de sus propias acciones. Este es el ejemplo típico, aunque hay, por supuesto, muchas variaciones. Tal operación en nuestra opinión ofende el espíritu, si no la letra, de la ley que prohíbe a una compañía traficar sus propias acciones y su práctica está abierta a los más graves abusos”⁶.

Sobre la base de tal recomendación, la sección 45 del *Companies Act* de 1929 fue la primera ley en incorporar una norma sobre asistencia financiera para la adquisición de acciones de propia emisión.

Al Comité Greene de 1925 le siguió el Comité Cohen de 1945 cuyas recomendaciones se plasmaron en el *Companies Act* de 1948. Este, sin embargo, más allá de hacer extensiva la prohibición de asistencia financiera a compañías subsidiarias para sus matrices, a fin de evitar la asistencia financiera prohibida indirecta, no hizo un estudio extensivo de la prohibición ni planteó su propio fundamento para la misma.

Este nuevo esfuerzo de estudio de la asistencia financiera prohibida llegó casi 20 años después y estuvo a cargo del Comité

6 GREENE COMMITTEE. *Report of the Company Law Amendment Committee*. Cmnd 2657, 1926, párrafos 30 y 31. Consulta: 17 de agosto de 2014. <http://www.takeovers.gov.au/content/Resources/other_resources/Greene_Committee.aspx>

Jenkins en su reporte de 1962. En este, el Comité critica la justificación del Comité Green para la prohibición de asistencia financiera:

“No creemos que la práctica por la que una compañía provee asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones necesariamente ofenda la regla por la que una sociedad de responsabilidad limitada no puede adquirir sus propias acciones, y si la sección 54 estuviera diseñada meramente para tal efecto, hubiéramos dudado si valía la pena mantenerla. La razón por la que una sociedad de responsabilidad limitada no puede adquirir sus propias acciones es que al hacerlo se separaría definitivamente de la contraprestación por la compra y consecuentemente reduciría su patrimonio. Una compañía que preste dinero a una persona para comprar sus acciones simplemente cambia la forma de su activo y si el prestamista es capaz de repagar el préstamo los fondos de la compañía permanecen intactos. Si en ese contexto, la garantía ofrecida por el comprador es inadecuada y la compañía sufre una pérdida, los directores que sean parte de la transacción serán responsables por abuso de facultades. [...]”

Para el Comité Jenkins la justificación de la prohibición de asistencia financiera no recaía en evitar una devolución de capital encubierta, sino en lo siguiente:

“[...] En nuestra opinión, sin embargo, el propósito de la sección es prevenir los abusos que podrían surgir, y que de hecho surgen, cuando se sigue esta práctica. Si personas que no pueden proveer los fondos necesarios para adquirir el control de una compañía con sus propios recursos o mediante préstamos contra su propio

7 JENKINS COMMITTEE. *Report of the Company Law Committee*. Cmnd, 1749, párrafo 173, 1962. Consulta: 4 de setiembre de 2014. <http://www.takeovers.gov.au/content/resources/other_resources/downloads/jenkins_committee_v2.pdf>

crédito adquieren el control de una compañía con muchos activos bajo el entendido de que utilizarán los fondos de la compañía para pagar por las acciones, nos parece a todos muy probable que en muchos casos se hará que la compañía se separe de sus fondos, ya sea a cambio de una garantía inadecuada o por una contraprestación ilusoria. Si la especulación tiene éxito, la compañía y consiguientemente sus acreedores y accionistas minoritarios no sufrirán pérdidas, aunque sus intereses habrían sido sometidos a un riesgo ilegítimo; si falla, sin embargo, podría ser poco consuelo para los acreedores y accionistas minoritarios saber que los directores son responsables por abuso de facultades”⁸.

Posteriormente, en el mismo reporte, a propósito de diversas quejas de distintos sectores de la sociedad respecto a las restricciones de la asistencia financiera a operaciones que no generan perjuicios, el Comité Jenkins intenta diferenciar este tipo de operaciones de aquellos casos en los que la asistencia puede ser aprovechada de mala fe, y llega a la siguiente conclusión:

“Se nos ha informado que hay mucha diferencia de opinión sobre el ámbito de aplicación de la sección y algunos de nuestros testigos temían que prohibiera un número de transacciones bastante inocentes. [...] Los casos en los que han ocurrido malas prácticas realmente escandalosas tienen esta característica en común: que un adquirente se encuentre en control de una compañía con grandes activos líquidos justo cuando está en la obligación de pagar por tal toma de control sin tener posibilidades de pagar por él salvo con los fondos de la compañía. El único resultado probable es muy familiar: de una u otra forma el adquirente utilizará los fondos de la compañía para cumplir con sus obligaciones y, cuando este hecho sea descubierto, los remedios de la compañía contra él no valdrán de nada, ya sea porque ha desaparecido, se ha deshecho de sus activos o ha

8 *Ibid.*

devenido en insolvente, y accionistas minoritarios y acreedores de la compañía tendrán que sufrir las consecuencias”⁹.

La justificación del Comité Jenkins para la asistencia financiera prohibida no radicaba en la salida de activos de la sociedad, atentando contra la estabilidad del capital social. La justificación radicaba en un esquema conocido en doctrina como *asset substitution* (sustitución de activos) por el cual se reemplaza un activo por otro más riesgoso¹⁰.

Otro punto interesante del Comité Jenkins vinculado al punto anterior es el de la responsabilidad de los directores. En efecto, los directores tienen un deber fiduciario frente a la compañía que consiste en ejercer sus facultades a favor de su mejor interés. Por ello, un argumento que podría utilizarse para abogar por la eliminación de la asistencia financiera prohibida es que los accionistas y acreedores siempre podrán hacer responsables a los directores. Sin embargo, considerando la doctrina de la sustitución de activos, ello sería un remedio poco útil frente a un director que es no habido, insolvente o que se deshizo de sus activos.

Ahora bien, en su reporte, asume una premisa que ha sido ya descartada por la práctica: siempre que el adquirente pague la compra de la compañía con los fondos de la misma será porque está defraudando a los accionistas minoritarios y acreedores de la compañía.

Si esta premisa fuera absoluta, no hay duda de que esta asistencia financiera debe ser prohibida. Sin embargo, ese mismo esquema es utilizado en una operación de adquisición de acciones llamada *leveraged buyout* (LBO), a la que nos referimos más adelante, sin que se defraude a los accionistas minoritarios y acreedores de la compañía, con lo cual la premisa es meramente contingente, es decir, una mera posibilidad.

9 Íd., párrafo 174.

10 ARMOUR, John. “Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law”. *The Modern Law Review*. Londres, 2000, Vol. 63, No. 3, p. 369.

De hecho, es tan contingente que mediante una asistencia financiera de este tipo se defraude a los accionistas minoritarios y acreedores como que se les defraude mediante un préstamo común y corriente. Sin embargo, ello no nos lleva a prohibir que las sociedades efectúen préstamos. De igual manera, una mera posibilidad no debería llevarnos a prohibir una operación de la sociedad.

Luego del trabajo efectuado por el Comité Jenkins, y por impulso de la representación inglesa, la Comunidad Económica Europea consideró que la institución debía ser incorporada en una disposición comunitaria, por lo que el 13 de diciembre de 1976 se emitió la Segunda Directiva, en cuyo artículo 23 se estableció la prohibición de la sociedad de financiar o garantizar financiamientos cuya finalidad sea adquirir sus propias acciones. A consecuencia de dicha directiva, los demás países miembros debieron incorporar esa misma prohibición a sus ordenamientos internos. Por ejemplo, la regulación francesa la incorporó en 1981, la regulación belga en 1984 y la regulación española en 1989.

Fue cuestión de tiempo para que la influencia que las legislaciones europeas siempre han tenido sobre el resto de legislaciones del mundo se haga notar y generara que legislaciones corporativas de muchas partes del mundo, como la nuestra, incluyeran la prohibición.

Por su parte, en los Estados Unidos en las décadas de los 60 y 70 se fue gestando una modalidad de adquisición de empresas conocida como LBO. A groso modo, esta modalidad, a través de distintas estructuras alternativas, se caracteriza por cargar el costo financiero de la adquisición a la sociedad adquirida. Así, al menos en términos generales, el LBO colisiona con la asistencia financiera.

Contrario a lo que podría la intuición llevarnos a pensar, muchos autores han celebrado la proliferación que los LBO han tenido entre los años 80 y la actualidad, sosteniendo que sus características permiten una mayor eficiencia en los gobiernos corporativos de las empresas adquiridas y que,

en consecuencia, su uso regular en un mercado lo lleva a un mayor crecimiento¹¹.

Ahora bien, mientras Europa influenciaba las legislaciones societarias del mundo, la globalización generó que Estados Unidos influenciara la práctica contractual. Por ello, mientras en muchas partes del mundo los legisladores societarios regularon la asistencia financiera, el boom de los LBO en la década de los 80 generó que en muchas partes del mundo se ejecutaran este tipo de operaciones. Esto llevó a los legisladores con más criterio a una necesaria adaptación de la regulación de la asistencia financiera. Lamentablemente, no podemos contar al legislador peruano entre ellos.

De hecho, por más cantinflesco que suene, la prohibición a la sociedad de no financiar o garantizar la adquisición de sus propias acciones –la prohibición que más directamente limita la posibilidad de efectuar LBO– no fue recogida en nuestro ordenamiento societario sino hasta nuestra actual LGS, en 1998, casi dos décadas después del boom de los LBO a nivel mundial. Más aún, nuestra LGS recogió una fórmula muy similar a la del artículo 2358 del Código Civil italiano de 1942, la cual ya había sido modificada en Italia doce años atrás, en 1986.

Así, al legislador peruano no se le puede culpar del invento de la asistencia financiera, pero sí se le puede cargar la responsabilidad de haber adoptado una fórmula de asistencia financiera ya anacrónica, justamente por prohibitiva y gaseosa. También se le puede cargar la responsabilidad de no haberla revisado y modificado desde su entrada en vigencia en 1998. Como resultado de ello, más de veinte años después de su entrada en vigencia tenemos una prohibición que entorpece y hasta impide operaciones que generarían valor y de cuya extensión nadie realmente está seguro.

En ese contexto, este trabajo pretende abordar dos problemas. Primero, determinar si una prohibición como la contenida en el artículo 106 de la LGS tiene justificación en nuestros días.

11 Ver *infra*, nota 153.

Y, segundo, ya que la norma existe en nuestro ordenamiento, determinar cuál es la real extensión de la prohibición o, lo que es lo mismo, cómo es que debe ser interpretada.

Para hacerlo, el trabajo se desarrollará de la siguiente manera: en el primer capítulo haremos un estudio sobre cuál es el papel que la regulación cumple en nuestra sociedad, lo que nos servirá para, seguido de ello, determinar cuál es la función de la regulación corporativa.

Luego, en el segundo capítulo, la reflexión efectuada en el primer capítulo nos servirá para revisar cuál es la función que la asistencia financiera cumple, qué necesidad atiende. Ello nos permitirá determinar si se justifica una prohibición de asistencia financiera y con ello daremos por respondida la primera pregunta planteada.

A partir de allí, nos abocaremos a entender cuál es la extensión de la asistencia financiera según esta está regulada en el artículo 106 de la LGS. Para ello, en el tercer capítulo repasaremos conceptos básicos sobre interpretación de la ley, analogía y fraude a la ley, lo que nos servirá para desmenuzar todos sus elementos en los capítulos cuatro, cinco y seis.

En el séptimo capítulo aplicaremos los conocimientos adquiridos sobre la prohibición de asistencia financiera regulada en nuestro ordenamiento a las principales estructuras de LBO a efectos de determinar cuáles, de haber alguna, son operaciones válidas en el Perú. Con ello, daremos por respondida la segunda pregunta planteada.

Finalmente, a modo de conclusión, utilizaremos todos los conceptos desarrollados en este trabajo para plantear una propuesta de regulación de asistencia financiera acorde con un ordenamiento corporativo razonable y eficiente.

Quizás sea oportuno terminar esta introducción señalando que la asistencia financiera prohibida es solo un ejemplo de instituciones que hoy se han convertido en trabas, principalmente porque la práctica regulatoria local no se pregunta en qué consiste el problema, e, incluso antes de ello, si realmente hay un problema, antes de regular fenómenos de la realidad. Así,

este ejemplo servirá de excusa precisamente para cumplir esa tarea respecto del ordenamiento corporativo, cuestionando, de paso, instituciones tan neurálgicas para nuestro ordenamiento corporativo como el capital social, el derecho de oposición o el derecho de separación.

PARTE I:
¿GIGANTE O MOLINO?
EL CASO DE LA ASISTENCIA FINANCIERA
PROHIBIDA

Capítulo I

La función del Derecho Corporativo

La primera parte de este trabajo está enfocada a estudiar el fenómeno de la asistencia financiera a efectos de determinar si es un problema que requiere o no de regulación y, de ser el caso, cómo debe ser esta. En otras palabras, el propósito de esta primera parte es estudiar si se justifica algún límite a la facultad de las empresas de efectuar los actos materia de la regulación de asistencia financiera.

Como vimos en la introducción, a lo largo de la historia de la asistencia financiera, la doctrina ha recurrido a distintos fundamentos para justificar su prohibición. El análisis de estos fundamentos servirá como base para poder determinar si la prohibición es o no legítima. Para poder sostener la validez o invalidez de los fundamentos, sin embargo, es imperativo estudiar y determinar en qué casos se justifica una regulación de la economía, en primera instancia, y una propiamente corporativa, en segunda. El presente capítulo se encuentra abocado a atender dichas inquietudes.

En la primera sección se repasan algunos conceptos relevantes para el análisis de la intervención económica, como son las teorías del contrato social, el teorema de Coase y el concepto de subsidiariedad regulatoria. En la segunda, por su parte, evaluaremos cuáles son los fundamentos que justifican concretamente una regulación corporativa.

1. ¿Por qué regulamos la economía?

Desde la teoría del Estado y la filosofía política, teorías contractualistas tan diversas como la de Hobbes o la de Rousseau convienen en que el ordenamiento jurídico se crea por la inseguridad y poca previsibilidad que la vida en sociedad supone sin un conjunto de reglas que limiten las conductas de sus miembros.

Sobre regulación económica, Ramón Huapaya ha señalado que *“es universal reconocer que la primera forma de intervención del Estado en la economía consiste en proveer el ordenamiento jurídico básico para las transacciones sobre la propiedad (una Constitución y un sistema jurídico). Luego, en esa medida es tarea del Estado reconocer normativamente mecanismos de Derecho Privado, como leyes civiles, mercantiles y societarias que permitan definir y reconocer los derechos básicos que posibilitan las transacciones en el mercado. Así, se ha señalado que la función primaria del Estado, en cuanto a la ordenación del mercado, es el reconocimiento y protección de los derechos”*¹².

En primera instancia, se regula para permitir confianza y predictibilidad en el mercado mediante la asignación de titularidades e instrumentos para transferir la propiedad con seguridad jurídica. Si la riqueza se genera mediante el intercambio, un mundo sin titularidades y mecanismos seguros de transferencia de propiedad redundaría en intercambios menos seguros, lo que limita la generación de riqueza.

Como hizo notar Ronald Coase en *The problem of social cost*, *“[p]ara llevar a cabo transacciones de mercado es necesario descubrir con quién deseamos transar, informar a la gente que deseamos intercambiar y en qué términos, conducir negociaciones que lleven a un convenio, redactar el contrato, llevar a cabo la inspección necesaria para asegurarnos de que los términos del contrato se*

12 HUAPAYA TAPIA, Ramón. “Algunos apuntes sobre las relaciones entre el Derecho Administrativo Económico y el concepto anglosajón de la ‘Regulación’”. En, *Revista IUS ET VERITAS*, N° 40. Lima, 2010, pp. 303-304.

*observan, y demás. Estas operaciones son, a menudo, muy costosas; suficientemente costosas para evitar muchas transacciones que se llevarían a cabo en un mundo en el que el sistema de precios funcionase sin costos*¹³.

A esta serie de costos asociados al uso del mercado abierto se conoce como costos de transacción. Y, como explica Alfredo Bullard, “*cuando los costos de transacción no son prohibitivos, la gente llevará a cabo transacciones generalizadas, creando así mercados, no solo para evitar caer en ‘ineficientes’ estructuras jerárquicas y centralizadas, sino también para llenar el vacío dejado por la inexistencia de mercados o mecanismos de organización centralizada*”¹⁴.

La explicación anterior lleva a la conclusión de que solo se justifica una intervención en la economía cuando los costos de transacción sean altos, precisamente para generar la solución más eficiente, que es la que las partes habrían tomado si los costos de transacción fueran iguales a cero. Ello puede realizarse de dos formas: asignando titularidades, estableciendo mecanismos de transferencia y normas supletorias, cuando los costos de transacción sean altos, pero no prohibitivos, es decir, cuando adoptando las medidas antes dichas se pueda llegar al escenario más eficiente por la vía contractual, y estableciendo normas imperativas que propicien el escenario más eficiente –indirectamente, mediante incentivos, o directamente, estableciéndolo propiamente–, cuando los costos de transacción sean prohibitivos.

En conclusión, regulamos porque un mundo sin reglas es ineficiente y, sobre todo, impide el desarrollo personal de los

13 COASE, Ronald. “El Problema del costo social”. En: ROEMER, Andrés (coordinador). *Derecho y economía: una revisión de la literatura*. México D.F.: Centro de Estudios de Gobernabilidad y Políticas Públicas, A.C., Instituto Tecnológico Autónomo de México y Fondo de Cultura Económica, 2000, p. 526.

14 BULLARD GONZÁLEZ, Alfredo. *Derecho y economía. El análisis económico de las instituciones legales*. Segunda edición. Lima: Palestra Editores, 2010, p. 107.

individuos que lo componen. La experiencia ha demostrado que para la satisfacción de intereses se requiere de una regulación de la economía que cumpla dos funciones: (1) asignar titularidades y (2) reducir los costos de transacción¹⁵.

Ese es, pues, el límite de la actividad regulatoria del Estado en materia económica, el cual la doctrina regulatoria ha cristalizado en el principio de subsidiariedad regulatoria. Este principio, que funciona para determinar los límites de la regulación, es explicado por Huapaya de la siguiente manera:

“[...] [L]a subsidiariedad regulatoria es algo más que un mero límite de buenas intenciones. Los mecanismos del derecho privado funcionan bien en un entorno de costos de transacción bajos y donde las partes pueden negociar su reparto de ganancias y pérdidas. Aquí no se necesita más que la existencia de un derecho dispositivo sujeto a algunas reglas imperativas como lo es el derecho civil y sus remedios. [...] Precisamente, la subsidiariedad regulatoria marca el ritmo de la intervención, el Estado interviene solamente cuando los privados no pueden componer sus problemas mediante el derecho dispositivo, y dicha intervención debe centrarse en compatibilizar la iniciativa privada con el interés público, pero no debe ahogar o maniatar el desarrollo de la iniciativa privada”¹⁶.

Así, en base al principio de subsidiariedad, el legislador solo está autorizado a regular mediante normas imperativas –que por definición limitan la autonomía privada- cuando los costos de transacción sean prohibitivos, impidiendo que las partes lleguen por sus propios medios al escenario más eficiente. En ese caso,

15 TORRES LÓPEZ, Juan. *Análisis económico del derecho*. Madrid: Tecnos, 1989, p. 53.

16 HUAPAYA TAPIA, Ramón. “Propuesta de interpretación del principio de subsidiariedad en la constitución”. En, *SOCIEDAD LIBRE*, N° 27, 2012. Consulta: 31 de julio de 2016. <http://www3.upc.edu.pe/sociedadlibre/Det_Bol1.asp?CON=8946&BOL=18&EJE=777&SEC=Opini%F3n>

además, la regulación deberá estar diseñada de tal forma que recree el escenario más eficiente al que las partes habrían llegado si los costos de transacción no hubiesen sido prohibitivos.

2. La regulación societaria

El Derecho Societario es una subespecie del Derecho Patrimonial enfocada en las sociedades, que no son otra cosa que vehículos para la realización de actividad empresarial. En él rigen principalmente la autonomía privada y la libertad de empresa, debido a que se parte de la premisa de que cada individuo es perfectamente capaz de evaluar los riesgos que está dispuesto a asumir y a satisfacer sus intereses por sus propios medios mediante la contratación. Esa capacidad fundamenta su libertad para asumir derechos y obligaciones sin ningún tipo de restricción, siempre que los costos de transacción no sean prohibitivos.

Pero, si ello es así, si, en principio, las partes están facultadas a cooperar entre sí mediante la contratación y si, además, ya existe el Derecho de Contratos como soporte para reducir ciertos costos de transacción entre las partes, ¿cuál la función propia del Derecho Corporativo? Sobre todo, asumiendo la idea bastante generalizada en doctrina de que las empresas tienen origen contractual, siendo cada tipo societario un contrato típico base sobre el cual los fundadores regulan sus intereses particulares en el estatuto.

Este cuestionamiento no es nuevo. Henry Hansmann y Reiner Kraakman, por ejemplo, respecto al Derecho Corporativo y las formas asociativas para realizar actividades económicas, se cuestionaban lo siguiente:

“En gran medida, estos tipos de entidades legales son simplemente contratos modelo celebrados entre las partes que participan en una empresa –incluyendo, en particular, a los propietarios, administradores y acreedores de dicha empresa. Es natural, entonces, preguntarse qué cosa, si algo, es lo que

*estas entidades ofrecen que no puede lograrse simplemente con el régimen general del derecho contractual. ¿Cumplen tan solo la misma función que los modelos básicos de contratos privados, proporcionando términos y cláusulas de estilo que simplifican la negociación y redacción de acuerdos rutinarios? O, por el contrario ¿ofrecen algo más que eso, permitiendo la creación de relaciones que no podrían, de manera practicable, existir simplemente mediante contratos? En resumen, ¿qué rol esencial, si es que alguno, cumple el derecho de las organizaciones en la sociedad moderna?*¹⁷.

Frank Easterbrook y Daniel Fischel se hacían el mismo cuestionamiento:

*“[U]na pregunta natural tras todo este tema de la sociedad-como-contrato es: ¿para qué la ley? ¿Por qué no simplemente abolir la regulación corporativa y permitir que las personas negocien el contrato que sea que les satisfaga?”*¹⁸.

A continuación, revisaremos las principales funciones que la doctrina ha atribuido al Derecho Corporativo con miras a responder las interrogantes presentadas, considerando la reflexión efectuada antes respecto a la intervención regulatoria en la economía.

2.1 Teoría del agente-principal: protección del accionista frente a la administración

La teorización respecto a la función del Derecho Societario ha sido impactada de manera muy importante por la teoría de la

17 HANSMANN, Henry y Reiner KRAAKMAN. “El rol esencial del derecho de las organizaciones”. En, *THEMIS-Revista de Derecho*, N° 46. Lima, 2003, p. 16.

18 EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The Economic Structure of Corporate Law*. Massachusetts: Harvard University Press, 1996, p. 34.

empresa, lo cual no es de extrañar en la medida que aquel tiene a la empresa como su objeto principal de regulación.

Uno de los primeros ejemplos de ello se dio durante las décadas 60 y 70. En aquella época en economía se teorizaba acerca de los costos de agencia al interior de la empresa. Esta teoría, basada en la obra de Adolf A. Berle y Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*¹⁹, identifica el conflicto de intereses intrínseco a las empresas generado por una administración que controla el gasto de la empresa y no asume el riesgo y un accionista que, por el contrario, no controla el gasto, pero sí asume el riesgo²⁰. Esta teoría indica que, bajo un comportamiento racional, en la medida que los intereses de la administración y los intereses de los accionistas no estén alineados, aquellos utilizarán los recursos de la empresa para maximizar su propio beneficio en detrimento del beneficio de estos²¹.

19 BERLE, Adolf A. y Gardiner C. MEANS. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 2009 [1932].

20 Este es un problema propio de las sociedades con accionariado difundido, en las que no existe un accionista controlador, por lo que la administración no es realmente responsable por la adecuada conducción de la empresa. En países como los Estados Unidos de América o Inglaterra, por ejemplo, sociedades de este tipo priman en el panorama corporativo. En el nuestro, en cambio, esta es una realidad bastante marginal, lo que hace que esta reflexión, si bien no inútil, tenga una relevancia bastante reducida para nuestra regulación corporativa.

21 Si bien el artículo de Berle y Means data de inicio de los años 30, la conciencia de los costos de agencia al interior de la empresa es bastante más antigua. No es objeto del presente trabajo hacer un análisis profundo sobre esta teoría ni un estudio sobre sus orígenes. Sin embargo, en su célebre obra de 1776, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Adam Smith reconoció la existencia de esta situación al interior de una empresa: “The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. [...] Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company”. (Ver, SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes*

A causa de esta teoría, en esa misma época el Derecho Corporativo era entendido como una “*especie de regulación de protección al consumidor*”, basada en la percepción de que administradores manejaban a las sociedades bajo el control del Derecho Corporativo y que no podía confiarse ni en los estados²² ni en el mercado para limitar a los administradores o proteger a los inversionistas de alguna forma²³.

Esta teoría, sin embargo, fue relativizada por primera vez por Henry G. Manne en 1965, al teorizar sobre el llamado mercado de control societario²⁴. Siendo que el problema de agencia es un problema esencialmente de las empresas que cotizan en bolsa, de acuerdo con Manne, en la medida que el costo de agencia afecta el precio de cotización de las acciones, ello incentiva la toma de control de las sociedades que están siendo mal administradas, cuyo efecto es que la gerencia sea despedida una vez que la toma de control se produzca. El temor de ser removidas de sus cargos alinea los intereses de la administración con los del accionariado, reduciendo el riesgo del costo de agencia.

2.2 Teoría contractualista: reducción de costos de transacción

Con la teoría de Manne como una de sus piedras angulares, durante los años 80 surgió lo que la profesora Roberta Romano ha llamado

of the Wealth of Nations. Edimburgo: University Press, 1827, p. 311.)

22 Recuérdese que Estados Unidos de América es un país bajo un sistema de gobierno federal. En ese sentido, el texto citado se refiere a que en esos tiempos la doctrina desconfiaba de la regulación de cada estado y de la regulación del mercado y, por el contrario, abogaba por una regulación central emitida por el Congreso que limitara a la administración de las sociedades.

23 Roberta Romano citando a Ralph K. Winter en ROMANO, Roberta. “After the revolution in Corporate Law”. En, *Journal of Legal Education*, N° 55, 2005, p. 343.

24 MANNE, Henry G. “Mergers and the Market for Corporate Control”. En, *The Journal of Political Economy*, N° 73, 1965.

la revolución del derecho societario²⁵, basada principalmente en la teoría contractual de la empresa, que comenzó a tomar fuerza en aquel tiempo.

La teoría contractualista de la empresa, conocida también como “nexo de contratos”, fue propuesta por Michael C. Jensen y William H. Meckling en 1976²⁶ en base a estudios de Armen A. Alchian y Harold Demsetz²⁷. En resumen, esta teoría sostiene que *“la empresa es simplemente un nexo de contratos y, en consecuencia, tiene poco sentido tratar de distinguir entre negociaciones hechas al interior de una empresa y aquellas realizadas entre empresas distintas. Más bien, ambas categorías de negociaciones son parte de una cadena continua de tipos de relaciones contractuales, y las distintas empresas u organizaciones representan diferentes puntos de esa cadena. En otras palabras, cada tipo de organización de negocio representa nada más que un particular ‘formato estándar’ de contrato”*²⁸.

Basados en esta teoría, Easterbrook y Fischel desarrollan en una serie de trabajos²⁹ la idea de que el Derecho Societario debe *“contener los términos que las personas hubiesen negociado si los costos de negociar en plena competencia”*³⁰ por cada contingencia

25 ROMANO, *op. cit.*, pp. 347-348.

26 JENSEN, Michael C. y William H. MECKLING. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. En, *Journal of Financial Economics*, N° 3, 1976, pp. 305 y ss.

27 ALCHIAN, Armen A. y Harold DEMSETZ. “Production, Information Costs, and Economic Organization”. En *The American Economic Review*, Vol. 62, 1972, pp. 777 y ss.

28 HART, Oliver. “Una perspectiva económica sobre la teoría de la empresa”. En, *THEMIS-Revista de Derecho*, N° 46. Lima, 2003, p. 6.

29 Ver, EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. “The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer”. En, *Harvard Law Review*, N° 94, 1981; y, EASTERBROOK y FISCHEL. *The Economic Structure of Corporate Law*, *loc. cit.*

30 El término “plena competencia” ha sido utilizado para traducir la expresión “*arm’s length*”, utilizada por los autores. En la cita, los autores están haciendo referencia a lo que en economía se conoce como una transacción *arm’s*

*fuesen suficientemente bajos*³¹. La lógica de los autores es la siguiente:

- (1) Los contratos implícitos en la formación de una empresa o en su estructura financiera no son contratos en los que deba protegerse a ninguna de las partes –como se hace en la legislación peruana con los contratos de trabajo o con los contratos de consumo, por ejemplo–, pues la premisa es que en ellos las partes están en igualdad de condiciones.
- (2) Respecto a los costos de agencia inmersos en la relación entre accionistas-administradores, estos son meramente aparentes por dos motivos:
 - (a) Porque antes de que determinada sociedad liste sus acciones en bolsa³² el estatuto deberá proveer garantías a favor de los inversionistas de capital a efectos de que el precio de cotización de la acción sea favorable (el precio es determinado por la oferta de inversionistas institucionales, los cuales sabrán analizar el riesgo de determinado estatuto); y,
 - (b) Porque si la administración no maneja la sociedad maximizando el valor de las acciones, será más factible que esta sea objeto de una adquisición y se cambie a la administración, lo que la incentiva a buscar maximizar el valor de la acción.

length, la cual se deriva del principio económico *arm's length* o principio de plena competencia. En ese contexto, una transacción *arm's length* o en plena competencia es una transacción en las que ambas partes actúan de forma independiente, sin ningún tipo de relación entre ellas y en su propio interés, lo que implica que ninguna de las partes actúa bajo la presión de la otra o bajo algún tipo de colusión entre ellas. En una transacción de este tipo, ambas partes tienen igualdad de condiciones para evaluar y contratar sus riesgos.

31 Íd., p. 15.

32 Los costos de agencia se presentan principalmente en empresas de accionariado difundido que, por lo general, listan en bolsa.

- (3) Por el contrario, establecer una estructura de gobierno corporativo obligatoria mediante la regulación societaria –para tratar de mitigar estos supuestos costos de agencia– supondría cargar a la sociedad con excesivos costos, ya que, en opinión de los autores, la estructura de gobierno corporativo resulta absolutamente contingente a las circunstancias de cada sociedad.

Por estos motivos, los autores concluyen que “[n]o hay razón para que [el Derecho Societario] sea usado para imponer un término que prevalezca sobre negociación real o reduzca el beneficio conjunto de ambos partícipes”³³. El Derecho Societario tendría como única función reducir los costos de transacción en las relaciones societarias, estableciendo contratos asociativos típicos (v.g. la sociedad anónima, la sociedad comercial de responsabilidad limitada, la sociedad en comandita, entre otros), conformados por reglas supletorias, que las partes puedan suscribir con facilidad.

2.3 Tutela del accionista minoritario

Si bien la función de reducción de costos de transacción del Derecho Corporativo es innegable y continúa siendo aceptada como una de sus principales funciones, algunos autores resaltaron la necesidad de que este realice una función tuitiva de determinados contratantes³⁴ mediante determinadas normas imperativas.

Así, cierto sector de la doctrina y diversas regulaciones societarias, como la peruana, han considerado sujeto de especial tutela al accionista minoritario por su imposibilidad de ejercer

33 Íd., p. 35.

34 Habiendo expuesto ya la teoría de la empresa como un nexo de contratos, con contratantes nos referimos a determinados individuos involucrados en la empresa, como pueden ser los accionistas, acreedores, trabajadores, administradores, etc.

control sobre la empresa y por los abusos que ello puede generar por parte del accionista mayoritario. Como recuerda Ulises Montoya, “[l]a proliferación de los derechos individuales llevó a la doctrina moderna a tratar de precisarlos, a buscar un límite al poder mayoritario, concebido este derecho sobre la base de aquellos derechos propios del individuo, frente a los cuales no puede prevalecer la voluntad de la mayoría”³⁵.

A primera vista, uno podría pensar que, salvo que se refiera a normas que establezcan beneficios para los accionistas minoritarios de manera supletoria, Montoya no toma en cuenta la naturaleza contractual de la sociedad, a la que se refieren Easterbrook y Fischel, que determina que cada accionista, mayoritario o minoritario, asuma los costos de los riesgos que contrata con libertad; análisis por el que se concluye que el Derecho Societario debe operar como una extensión del Derecho de Contratos que complete los contratos mediante normas supletorias para reducir los costos de transacción.

El análisis de Easterbrook y Fischel, sin embargo, se realiza respecto de la realidad societaria estadounidense, distinta de la peruana. En efecto, en los Estados Unidos y en Inglaterra priman las sociedades abiertas, que cotizan sus acciones en bolsa, a diferencia de lo que ocurre en Latinoamérica y la mayor parte de Europa continental, donde, por lo general, el control está concentrado en uno o unos accionistas³⁶.

En ese contexto, lo señalado por los autores respecto a que el mercado por sí mismo corrige los costos de agencia, por lo general, no resulta aplicable para nuestro medio por dos motivos.

- (1) Porque el valor de las acciones es menos sensible a la conducción oportunista³⁷ de la empresa en sociedades

35 MONTOKYA ALBERTI, Ulises. “Los derechos del accionista minoritario en la Sociedad Anónima”. En, *Docentia e Investigatio*, volumen N° 7, Lima, 2005.

36 BECHT, Marco y Alisa ROELL. “Blockholdings in Europe: An international comparison”. En, *European Economic Review*, N° 43, 1999, p. 1050.

37 El oportunismo es un concepto económico que gracias a la corriente

que no listan en bolsa, pues no se rigen por el principio de transparencia y no están sujetas a una cotización permanente, como sucede con el valor de cotización bursátil que, de modo permanente, se reajusta para reflejar la oferta y demanda existente respecto de ellas.

- (2) Porque el que el accionariado sea difundido hace que la sociedad sea más susceptible a tomas de control hostiles – que se producen a través del mercado de valores–, lo que hace que la administración pueda perder el control más fácilmente de lo que lo perdería el accionista controlador de una sociedad de accionariado concentrado.

del Análisis Económico del Derecho juega un rol central al explicar la finalidad del Derecho de Contratos en la tradición anglosajona (Ver, POSNER, *El análisis económico del derecho*. Segunda edición. México D.F.: Fondo de cultura económica, p. 160). El oportunismo ha sido definido por Oliver Williamson como “*búsqueda del beneficio propio a través del engaño*” (*self-interest seeking with guile*) (WILLIAMSON, Oliver, E. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. 1985, p. 40). Este concepto ha sido utilizado para explicar el comportamiento humano en un “estado de naturaleza” y explicar por qué es necesaria la existencia de un Derecho de Contratos para generar eficiencia en transacciones de ejecución diferida (haciendo obligatorios los pactos privados). Sin embargo, también ha sido utilizado en un escenario jurídico (en el que ya existen normas contractuales) para explicar cómo el pensamiento racional puede llevar a resultados ineficientes cuando los costos de transacción son prohibitivos. Desde este punto de vista, el oportunismo ha sido definido como “*comportamiento indeseable pero que no puede ser eficientemente capturado –definido, detectado y disuadido– mediante la explícita creación de reglas ex ante [...]. Suele consistir en un comportamiento que técnicamente es legal pero utilizado para asegurar beneficios no previstos del sistema, y estos beneficios usualmente son menores que los costos que imponen en terceros*” (SMITH, Henry E. “An Economic Analysis of Law Versus Equity”, 2010, pp. 10-11. Traducción libre. Consulta: 01 de setiembre de 2016. <<http://extranet.sioe.org/uploads/ismie2010/smith.pdf>>). Ejemplos de comportamiento oportunista relevantes para este trabajo son el abuso de la responsabilidad limitada en detrimento de acreedores legales o el abuso del sistema asambleario en la junta general de accionistas en detrimento del accionista minoritario.

Por el contrario, como comenta José Antonio Payet, en un contexto como el local se abre una nueva dimensión de costo de agencia “*consistente en los potenciales conflictos de intereses entre accionistas mayoritarios o de control y accionistas minoritarios o externos al bloque de control*”³⁸. Y, en la medida que este conflicto de intereses no se ve resuelto por un mercado centralizado de acciones que alinee los incentivos entre accionista controlador y accionista minoritario, las relaciones contractuales entre mayoritarios y minoritarios son presa del mismo oportunismo que impera sobre toda relación contractual de tracto sucesivo³⁹. Como señalan Hansmann y Kraakman, “*minorías o accionistas sin poder de control deben recibir una fuerte protección frente a la explotación a que pueden ser sujetos a manos de accionistas mayoritarios*”⁴⁰.

Además de todos los problemas inherentes a relaciones contractuales de este tipo, este particular conflicto de interés al interior del accionariado se caracteriza por el posible abuso que la mayoría controladora podría ejercer aprovechando el sistema asambleario de dirección de la sociedad anónima. Así, el sistema asambleario permite el oportunismo, pues facilita que la mayoría se aproveche de la sociedad y/o de los accionistas minoritarios, sea conduciendo la sociedad para beneficiar sus propios intereses personales, sea modificando el estatuto para afectar los derechos de los minoritarios.

De esta manera, nada impediría que derechos de las partes, establecidos en el momento de constitución, sean modificados posteriormente por la parte controladora en perjuicio de los accionistas minoritarios. De la misma forma, nada impediría la

38 PAYET PUCCIO, José Antonio. “Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de las Minorías”. En, *THEMIS-Revista de Derecho*, N° 46. Lima, 2003, p. 82.

39 POSNER, *op. cit.*, p. 162.

40 HANSMANN, Henry y Reiner KRAAKMAN. “El fin de la historia para el Derecho Corporativo”. En, *Derecho Societario*. Lima: Ius Et Veritas Editorial, 2011, p. 255.

posibilidad de que la administración –manejada por el accionista controlador– o la propia junta general de accionistas adopte decisiones interesadas y maneje la sociedad en contravención de ella misma para beneficiarse.

El sistema asambleario opera como si en un contrato bilateral una de las partes pudiera modificar los términos contractuales a sola voluntad.

Al respecto, John C. Coffee ha señalado que, si las sociedades anónimas son, en efecto, contratos abiertos que las normas supletorias ayudan a completar, pero que en última instancia se terminan de completar mediante la dirección del controlador – como es la tesis de Easterbrook y Fischel–, se requiere de una norma imperativa que impida que el controlador complete el contrato de manera oportunista⁴¹.

Para ello, según Coffee, existen dos herramientas que debe recoger la regulación societaria:

- (1) Normas supletorias que establezcan derechos a favor de los accionistas minoritarios –como el derecho de solicitar la distribución de utilidades, por ejemplo– de tal manera que para prescindir de estos derechos se deba pactar expresamente en contra en el estatuto. Este *opt-out* vuelve evidente para el inversionista que considera convertirse en minoritario la desprotección a la que estaría expuesto y así puede tomarla en cuenta en su análisis de riesgos.
- (2) Una norma imperativa que permitiría al accionista minoritario impugnar los acuerdos que abusen del esquema asambleario ante una autoridad jurisdiccional:

“La tesis de este artículo es que la innovación contractual puede reconciliarse con un núcleo imperativo estable de Derecho

41 COFFEE Jr., John C. “The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role”. En, ROMANO, Roberta (coordinadora). *Foundations of Corporate Law*. Segunda edición. Nueva York: Thomson Reuters/Foundation Press, 2010, pp. 167-169.

*Corporativo si se reconoce que lo que es más imperativo en el Derecho Corporativo no es el contenido sustantivo específico de cualquier regla, sino la institución de supervisión judicial. La actividad judicial es un complemento necesario de la libertad contractual. En pocas palabras, ya que debido a que las relaciones contractuales a largo plazo están necesariamente incompletas, el rol de la corte es el de prevenir que una parte ejerza el poder delegado en él por el interés mutuo de todos los accionistas puramente para su propio beneficio*⁴².

Así, Montoya y Coffee difieren en el método –mediante normas sustantivas, el primero, y mediante norma adjetiva, el segundo–, pero el fundamento de la tutela del accionista minoritario es el mismo para ambos autores: para proteger al accionista minoritario del oportunismo del mayoritario es requerido que la regulación intervenga mediante normas imperativas que lo tutelen.

De estas dos posiciones, coincidimos con la de Coffee. Creemos, como Easterbrook y Fischel, que son las partes quienes de manera idónea pueden determinar el contenido de sus relaciones al interior de la sociedad –mediante convenios de accionistas o el mismo estatuto. Que el Derecho Corporativo conceda derechos e imponga deberes muchas veces ni deseados ni deseables impone costos innecesarios en las empresas. Sin embargo, es reconocido que es sistema asambleario la sociedad anónima permite situaciones de aprovechamiento que las partes no pueden -o que les resulta muy costoso- evitar *ex ante*⁴³. En ese contexto, la posibilidad del accionista minoritario de demandar judicialmente la nulidad de los acuerdos que atenten contra los intereses de la sociedad y la responsabilidad de quienes los suscriban es un justo medio que salvaguarda los intereses de los accionistas minoritarios sin imponer límites absurdos a la sociedad.

42 *Ibid.*

43 POSNER, *op. cit.*, p. 162.

Lamentablemente, nuestra LGS no concluye lo mismo y, por la mayor parte, opta por una postura como la de Montoya. Derechos imperativos como el derecho de separación⁴⁴, la obligación de constituir el directorio con participación de la minoría⁴⁵ y la prohibición de la asistencia financiera que estudiaremos en los capítulos cuatro, cinco y seis parecen estar diseñados para que el accionista mayoritario tenga una especie de *hándicap* que el minoritario pueda ejercer a su favor.

Es preciso recordar a Francesco Galgano, quien señala lo siguiente:

“La distinción entre la mayoría y la minoría no es, en la sociedad por acciones, una distinción solo cuantitativa, o sea basada en el hecho en sí de la mayor o menor cantidad de acciones poseídas; ella es –y es, antes que todo, preliminarmente– una distinción cualitativa; una distinción que se funda sobre

44 “Artículo 200.-

La adopción de los acuerdos que se indican a continuación, concede el derecho a separarse de la sociedad:

- 1. El cambio del objeto social;*
- 2. El traslado del domicilio al extranjero;*
- 3. La creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes; y,*
- 4. En los demás casos que lo establezca la ley o el estatuto.*

Sólo pueden ejercer el derecho de separación los accionistas que en la junta hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo, los ausentes, los que hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto y los titulares de acciones sin derecho a voto. [...]”.

45 “Artículo 164.-

Las sociedades están obligadas a constituir su directorio con representación de la minoría.

A ese efecto, cada acción da derecho a tantos votos como directores deban elegirse y cada votante puede acumular sus votos a favor de una sola persona o distribuirlos entre varias.

Serán proclamados directores quienes obtengan el mayor número de votos, siguiendo el orden de éstos. [...].

El estatuto puede establecer un sistema distinto de elección, siempre que la representación de la minoría no resulte inferior. [...].”.

la diversidad de función a que está destinada la posesión de acciones de mayoría o de acciones de minoría. El lenguaje económico subraya esta diversa función con el uso de una terminología distinta para indicar a los accionistas de mayoría y a los de minoría; entonces se habla de los primeros como del ‘capital de mando’ o ‘dirección y control’ de la sociedad [...]; cuando se habla de los otros se hace referencia al ‘capital de ahorro’ o ‘capital monetario’.

La posesión de las acciones está siempre, en la realidad económica, preordenada a una u otra función, pues quien suscribe acciones en el momento de constitución de la sociedad, o adquiere acciones de una sociedad ya constituida, lo hace, o para ejercer por sí solo o de acuerdo con otros, el dominio de la sociedad, o también lo hace con el solo fin de efectuar una inversión en dinero”⁴⁶.

Como señala Payet, el escenario descrito por Galgano no hace más que demostrar que, por lo general, quien invierte en una sociedad sin adquirir su control, *“delega la administración de su inversión en el accionista de control, el cual, para estos efectos, resulta prácticamente indistinguible de la administración de la sociedad”⁴⁷*. En ese contexto, carece de sentido que se concedan derechos a los accionistas minoritarios que no respondan a subsanar una situación de oportunismo, sino que se dirijan a favorecerlos por su propia condición de minoritarios, ya que ese riesgo debió ser parte de su análisis al decidir vincularse. En otras palabras, el accionista minoritario es y debe ser partícipe del riesgo de la sociedad pues él así lo ha decidido y salvo en casos de oportunismo, no hay motivo para que ellos no participen de dicho riesgo.

46 GALGANO, Francesco. *Derecho Comercial*. Tomo II. Bogotá: Temis, 1999, p. 208.

47 PAYET PUCCIO, *op. cit.*, p. 83.

En nuestra opinión, este orden de reglas imperativas de tutela no tiene fundamento mayor que el proteccionismo que se puede evidenciar en distintos extremos del ordenamiento jurídico patrimonial. Si la idea fuera reducir costos de transacción, normas supletorias que dispongan lo que aquellas disponen serían de gran utilidad. En cambio, como normas imperativas son merecedoras de la misma crítica efectuada por Easterbrook y Fischel, que recogimos para criticar a Montoya.

En conclusión, creemos que cada accionista debe asumir la protección de sus propios intereses, sea estableciendo en el estatuto reglas que lo protejan, si es fundador, sea comprando acciones de una sociedad cuyo estatuto cuente con estas reglas o solicitando su previa modificación, si no fuera así. Y que solo se justifica su tutela para evitar el oportunismo de la mayoría que maneja a la sociedad perjudicándola para privilegiarse mediante una norma imperativa que establezca un estándar de conducción de la sociedad en su beneficio, que permita a los minoritarios impugnar los acuerdos que lo contravengan.

2.4 Tutela del acreedor social

Hansmann y Kraakman, han señalado lo siguiente:

“Persiste un acuerdo general relativo a que el Derecho Corporativo debe regular directamente algunos aspectos de las relaciones entre las empresas y sus acreedores. Ejemplos conspicuos incluyen reglas referidas al levantamiento del velo societario y límites a la distribución de dividendos en casos de capital inadecuado. La razón detrás de estas reglas es que la figura del acreedor conlleva problemas únicos referidos a la figura integral de la empresa, debido principalmente a la presencia de responsabilidad limitada como una característica estructural de la forma corporativa. Sin embargo, este tipo de reglas resulta de ámbito limitado. Fuera de la bancarrota, estas reglas no están referidas a acreedores en gobiernos corporativos, sino más bien se encuentran restringidas a limitar la responsabilidad

*de los accionistas, utilizando la forma corporativa de manera oportunista para explotar a los acreedores*⁴⁸.

Efectivamente, si la tutela para los acreedores es, si quiera, considerada en el Derecho Societario es a causa de la responsabilidad limitada, que opera como una excepción al régimen de responsabilidad civil. Sin embargo, muchas de las comodidades que tenemos hoy en día son el producto de actividades de riesgo (v.g. transporte público, infraestructura, electricidad, etc.) que no se producirían si los inversionistas tuvieran que responder con todo su patrimonio por las externalidades negativas generadas por tales actividades. Por eso, si los costos de transacción no fuesen prohibitivos todos aceptaríamos la institución de la responsabilidad limitada.

Como sí lo son –y considerando que los accionistas no pueden imponer a los terceros su contrato asociativo por el principio de relatividad de los contratos– solo queda que el ordenamiento corporativo reconozca esa ineficiencia y establezca el escenario eficiente por mandato: la responsabilidad limitada para ciertos tipos societarios. Sin embargo, no es menos cierto que, si los costos de transacción no fuesen prohibitivos, las partes nunca aceptarían como regla el abuso de la responsabilidad limitada y es por ello que la posibilidad de abusar de ella sí podría justificar la existencia de normas societarias imperativas.

Sin embargo, debe tenerse en consideración que, dependiendo de la fuente de la obligación que determina la acreencia, los acreedores de la sociedad pueden ser de dos tipos: voluntarios o legales. Los primeros son aquellos cuya acreencia deriva de un contrato con la sociedad, como en el caso de un prestamista, por ejemplo. Los segundos son aquellos cuya acreencia frente a la sociedad deriva de la ley, como en el caso del acreedor de la sociedad de una indemnización por responsabilidad extracontractual. Esta distinción es especialmente importante respecto al riesgo generado por la sociedad. En efecto, respecto a los acreedores legales Kraakman ha señalado lo siguiente:

48 *Ibid.*

“Ellos no pueden negociar con la sociedad causante del daño de manera previa para obtener protección contractual o compensaciones por asumir el riesgo. Por el contrario, desconocen por completo la existencia del causante del daño antes de que este ocurra, y están aún menos capacitados para monitorear sus niveles de capitalización o su cobertura de seguros”⁴⁹.

Esto es sumamente relevante, pues, si bien todos los acreedores pueden sufrir los efectos del aprovechamiento de la responsabilidad limitada, solo los acreedores legales están impedidos de contratar su riesgo y, por consiguiente, específicamente a ellos debe tutelar la regulación corporativa. Como sostuvimos al referirnos al accionista minoritario, no parece merecer una tutela del ordenamiento jurídico un sujeto que está en posibilidades de prever sus riesgos, de pactar reglas que los reduzcan o de aceptar estar expuesto a ellos.

Por ello, y siendo que no puede contratar sus riesgos, un acreedor legal solo es merecedor de tutela por el ordenamiento corporativo cuando se ha abusado de la responsabilidad limitada, en detrimento suyo. Para esos casos –y solo para esos casos– se justifican mecanismos de tutela del ordenamiento jurídico societario. No es objeto de este trabajo estudiar a profundidad los mecanismos de tutela que podrían implementarse en beneficio de los acreedores legales. Hay que señalar, sin embargo, que, siendo coherentes, los mecanismos de tutela que se diseñen deberían estar dirigidos a proteger al acreedor legal del abuso de la responsabilidad limitada.

Un primer mecanismo de tutela en el que se podría pensar es la posibilidad del acreedor legal de impugnar un acuerdo societario en el que se abusa de la responsabilidad limitada en su detrimento.

49 KRAAKMAN, Reiner. *Corporations. Cases and Materials*. Harvard Law School, 1990, p. III-72.

Además, podría diseñarse una acción pauliana⁵⁰ societaria, con plazos más acotados en atención a la realidad del mercado corporativo. Este mecanismo es idóneo para palear el abuso de la responsabilidad limitada pues permite al acreedor impedir que el deudor reduzca su patrimonio para que la acreencia se vuelva en incobrable. Este mecanismo está, en mi opinión, mejor estructurado que el derecho de oposición u otros derechos y obligaciones contenidos en la LGS diseñados para impedir la descapitalización, pues solo permite al acreedor impugnar aquellos acuerdos en los que se disminuya el patrimonio de la sociedad cuando tal disminución perjudique su posibilidad de cobrar su crédito. El derecho de oposición, en cambio, permite que

50 En el ordenamiento jurídico peruano, la acción pauliana civil se encuentra regulada en el artículo 195 del Código Civil de la siguiente manera:

“Artículo 195.-

El acreedor, aunque el crédito esté sujeto a condición o a plazo, puede pedir que se declaren ineficaces respecto de él los actos gratuitos del deudor por los que renuncie a derechos o con los que disminuya su patrimonio conocido y perjudiquen el cobro del crédito. Se presume la existencia de perjuicio cuando del acto del deudor resulta la imposibilidad de pagar íntegramente la prestación debida, o se dificulta la posibilidad de cobro.

Tratándose de acto a título oneroso deben concurrir, además, los siguientes requisitos:

1.- Si el crédito es anterior al acto de disminución patrimonial, que el tercero haya tenido conocimiento del perjuicio a los derechos del acreedor o que, según las circunstancias, haya estado en razonable situación de conocer o de no ignorarlos y el perjuicio eventual de los mismos.

2.- Si el acto cuya ineficacia se solicita fuera anterior al surgimiento del crédito, que el deudor y el tercero lo hubiesen celebrado con el propósito de perjudicar la satisfacción del crédito del futuro acreedor. Se presume dicha intención en el deudor cuando ha dispuesto de bienes de cuya existencia había informado por escrito al futuro acreedor. Se presume la intención del tercero cuando conocía o estaba en aptitud de conocer el futuro crédito y que el deudor carece de otros bienes registrados.

Incumbe al acreedor la prueba sobre la existencia del crédito y, en su caso, la concurrencia de los requisitos indicados en los incisos 1 y 2 de este artículo. Corresponde al deudor y al tercero la carga de la prueba sobre la inexistencia del perjuicio, o sobre la existencia de bienes libres suficientes para garantizar l la satisfacción del crédito”.

cualquier acreedor se oponga a determinadas operaciones si su crédito no está adecuadamente garantizado, sea que tal operación perjudique o no su posibilidad de cobro. Resulta interesante pensar, por ejemplo, en la interposición de una acción pauliana frente a la distribución de dividendos, reducción de capital o frente a estructuras de reorganización social como la fusión o la escisión, cuando estos actos vayan a reducir el patrimonio social al punto de perjudicar la posibilidad del acreedor legal de hacer efectivo su crédito contra la sociedad.

También podría estudiarse la posibilidad de levantar el velo societario en caso de abuso de la responsabilidad limitada, cuando las medidas anteriores no fueron eficaces para que el acreedor legal pueda cobrar su crédito.

Además, podría ser interesante conferir al acreedor legal un rango superior (quizás en el tercer en el orden, junto con los acreedores garantizados o incluso superior al de ellos) de preferencia del concurso en los procedimientos de disolución y liquidación en Indecopi.

Finalmente, es preciso recordar que al acreedor legal ya le asiste la acción oblicua societaria, que le permite hacer efectivos créditos que el deudor no haya querido ejercer precisamente para frustrar la posibilidad de cobro, abusando de la responsabilidad limitada⁵¹. Podríamos pensar, por ejemplo, en créditos entre compañías del mismo grupo societario. En ese caso, si la deudora no cobrara una acreencia que tenga contra otra compañía del

51 En el ordenamiento jurídico peruano, la acción oblicua se encuentra regulada en el artículo 1219 inciso 4 del Código Civil de la siguiente manera: “Artículo 1219.-

Es efecto de las obligaciones autorizar al acreedor para lo siguiente:

[...]

4.- *Ejercer los derechos del deudor, sea en vía de acción o para asumir su defensa, con excepción de los que sean inherentes a la persona o cuando lo prohíba la ley. El acreedor, para el ejercicio de los derechos mencionados en este inciso, no necesita recabar previamente autorización judicial, pero deberá hacer citar a su deudor en el juicio que promueva.*

[...].”

mismo grupo societario para así impedir que el acreedor legal pueda cobrarle, el acreedor podría asumir el cobro. Si bien esto no es así en el ámbito civil, siendo coherentes con lo dicho hasta ahora, y en atención a que limitaciones a las sociedades deben estar sumamente acotadas por su impacto en la economía, en el ámbito societario el ejercicio de la acción oblicua podría limitarse solo a los acreedores legales.

Lamentablemente, esto no es lo que sucede en la regulación corporativa peruana, en la que no se hace una distinción entre los diferentes tipos de acreedores de la sociedad, ni se requiere que la posibilidad de cobrar el crédito pueda verse afectada y en donde los mecanismos de tutela no se dirigen específicamente a combatir el abuso de la responsabilidad limitada. Por ejemplo, en el caso de la LGS, cualquier acreedor puede oponerse a un pacto de fusión⁵² o de escisión⁵³. Además, en esos casos, los acreedores tienen esos derechos sin perjuicio de que su crédito pueda no verse afectado o de que dicha afectación haya podido no ser producto del abuso de la responsabilidad limitada.

3. Conclusión

Tratándose de sociedades anónimas abiertas, en la medida que existan incentivos adecuados para revelar la información relevante y un mercado importante de inversionistas institucionales, toda inconducta en la que incurran los administradores o toda posibilidad de explotar a los accionistas minoritarios que exista será internalizada por el precio de la acción, lo que lleva a los administradores y/o a los accionistas mayoritarios a tomar

52 “Artículo 359.-

El acreedor de cualquiera de las sociedades participantes tiene derecho de oposición, el que se regula por lo dispuesto en el artículo 219”.

53 “Artículo 383.-

El acreedor de cualquiera de las sociedades participantes tiene derecho de oposición, el cual se regula por lo dispuesto en el artículo 219”.

decisiones teniendo como mejor interés la sociedad. Esto lleva a que el Derecho Corporativo deba limitarse a establecer normas supletorias que reduzcan costos de transacción respecto a este tipo de sociedades.

El problema, en cambio, se presenta respecto a sociedades anónimas que no listen sus acciones en bolsa. En ese caso, no necesariamente una valorización de la empresa tomará en cuenta el aprovechamiento ilegítimo de la sociedad y, aun de ser el caso, si lo hiciera, ello solo perjudicará a los accionistas minoritarios, quienes para salir de tal situación deberán asumir una pérdida de en el precio de venta.

Sin embargo, que no exista un deber de revelación de información respecto de sociedades cerradas no implica que el Derecho Corporativo deba proteger a aquellos que contraten con la sociedad. Los inversionistas de la sociedad, tanto accionistas como acreedores, deben asumir el riesgo de dicha asimetría exigiendo que la información relevante sea revelada, internalizar ese riesgo en el precio o simplemente no contratar.

Respecto al accionista minoritario, la sociedad anónima es una sociedad de capitales, por lo que quien tiene la mayoría de acciones tiene la posibilidad de influenciar las decisiones de la junta general de accionistas y de esa forma dirigir a la sociedad. Los demás accionistas, mientras tanto, asumen el riesgo de no dirigir la sociedad desde el momento en el que deciden convertirse en accionistas minoritarios de la sociedad hasta por el máximo de su participación en el capital social. Siendo ello así, no puede pretenderse favorecer al minoritario por su sola condición de tal. El accionista minoritario por su condición de accionista es partícipe del riesgo de la sociedad y, si no ha habido conflicto de intereses, es decir, si el mejor interés de la sociedad se tenía en mente, no hay motivo para que ellos no participen de dicho riesgo. Situación similar enfrenta el acreedor convencional quien es partícipe del riesgo de la sociedad por su propia voluntad al comprometer su patrimonio al éxito de la sociedad financiada.

El problema que sí podría suscitarse es uno relativo al modelo asambleario en el que es la mayoría quien determina la actividad

de la sociedad. Una primera manera de impedir que el accionista mayoritario abuse de este sistema es establecer pactos que limiten el control del accionista mayoritario. Sin embargo, para ello, habría que pensar *ex ante* en absolutamente todos los supuestos en que el accionista mayoritario podría sacar provecho del accionista minoritario, lo que haría que los costos de transacción sean prohibitivos y, aun si se listaran en el estatuto, el accionista mayoritario podría modificarlo. Igual efecto tendría tratar de limitar el control en un convenio de accionistas; si bien en ese caso el accionista controlador no puede modificar sus términos unilateralmente, los costos de transacción, por los mismos motivos, son igualmente prohibitivos.

Siendo ello así, coincidimos con Coffee. En la medida en que los costos de transacción generan un mecanismo ineficiente – que el accionista mayoritario cargue al accionista minoritario parte de los costos de su beneficio personal–, creemos que una intervención regulatoria se justifica, pero no para establecer los derechos y deberes de cada una de las partes mediante normas sustantivas. En cambio, se debe establecer, en primer lugar, un estándar de manejo de la sociedad que disponga que este debe realizarse teniendo en consideración, sobre todas las cosas, el interés de la empresa y, en segundo, una norma imperativa que permita al accionista minoritario pretender la nulidad del acuerdo que vaya contra dicho estándar. Esta es la única protección que resulta válida de manera imperativa en tutela de accionista minoritario.

Por su parte, respecto de acreedores, solo se justifica una tutela cuando estemos ante un abuso de la responsabilidad limitada y solo tutelando a los acreedores legales, quienes no pueden contratar su riesgo.

En conclusión, la regulación corporativa debe respetar la autonomía privada y la libertad de empresa. Su rol, en ese sentido, es el de procurar la eficiencia en la contratación, reduciendo los costos de transacción mediante normas supletorias. Fuera de esta función, respecto de sociedades abiertas, creemos que es el mismo mercado quien ofrece incentivos y mecanismos

suficientes para tutelar los intereses de los inversionistas, tanto de capital como de deuda. Por su parte, respecto de las sociedades cerradas, creemos que sí es necesario que, de manera subordinada, la regulación corporativa tutele a los accionistas minoritarios y a los acreedores legales cuando ello se justifique, pero no bajo un esquema proteccionista o paternalista, sino por motivos de eficiencia.

Esta postura parece ser la tendencia en el Derecho Corporativo. Por lo pronto, es la sostenida por la Comisión Europea en su Plan de Acción de 2003, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, el cual, según Eilís Ferran “señala una reorientación en el enfoque del Derecho Corporativo a nivel europeo, alejándose de la protección de aquellos que contratan con las compañías y a favor de centrarse, en cambio, en la eficiencia y competitividad empresarial. Esta reorientación socava la 2ª Directiva, arraigada en nociones desfasadas acerca de las funciones y supuestos del derecho corporativo sobre la necesidad de tutelas contra el abuso. Ya no puede simplemente asumirse que el derecho corporativo de la Comisión Europea debe proteger a los acreedores. En cambio, preocupaciones respecto a los acreedores solo podrán mantener un lugar en la agenda política del derecho corporativo de manera justificada cuando se demuestre que ello es necesario por razones de eficiencia y competitividad, y siempre que se cumpla con consideraciones de subsidiariedad y proporcionalidad”⁵⁴.

Sentadas estas premisas, en este trabajo analizaremos si la prohibición de asistencia financiera se puede justificar como mecanismo de tutela excepcional por motivos de eficiencia en base a las consideraciones establecidas en este capítulo.

54 FERRAN, Eilís. “The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union”. En, *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Research Paper Series*, N° 51, 2005, p.3.

Capítulo II

Fundamentos de la regulación de la asistencia financiera

Como vimos en el primer capítulo, toda regulación es, en esencia, un límite a la posibilidad de acción de los individuos y, por ello, su existencia requiere de una justificación que haga que la limitación sea razonable. En la presente sección analizaremos si existe una necesidad que reclame una prohibición de la asistencia financiera y cuál es.

La asistencia financiera está compuesta de dos supuestos de hecho, como ya fue señalado:

- (1) Los préstamos, garantías u otras facilidades financieras en favor de un tercero que sean garantizados por acciones de la sociedad; y,
- (2) Los préstamos, garantías u otras facilidades financieras en favor de un tercero para la adquisición de sus propias acciones.

Por ello, primero analizaremos qué justifica la prohibición a la sociedad de aceptar sus propias acciones en garantía y luego la de otorgar o garantizar financiamientos para la adquisición de sus propias acciones.

1. Fundamentos de la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión

Como vimos antes, la prohibición de que la sociedad tome sus propias acciones en garantía, nace como una extensión de la prohibición a la sociedad de adquirir acciones de propia emisión. La lógica es simple: no sería difícil de imaginar que, para eludir dicha prohibición, la sociedad simule una operación de préstamo garantizado con sus propias acciones con un accionista con la sola finalidad de que éste deliberadamente no lo pague, incurra en incumplimiento y la sociedad las ejecute. El efecto práctico sería el mismo: la sociedad y el accionista intercambiarían dinero por acciones. Esto es especialmente posible en el Perú considerando que el artículo 53 de la Ley 28677, que norma la Garantía Mobiliaria, autoriza expresamente el llamado pacto comisorio, que permite al acreedor adjudicarse la propiedad del bien afecto en garantía mobiliaria en caso de incumplimiento, en este caso, las acciones⁵⁵.

A continuación, analizaremos los fundamentos de la prohibición de que la sociedad pueda tomar en garantía acciones de propia emisión, los que dividiremos en dos. Primero, analizaremos la perspectiva que establece que el fundamento de la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión es reforzar o evitar que se eluda la prohibición de la adquisición de acciones de propia emisión, que sigue la línea de lo señalado en el párrafo anterior, perspectiva a la que llamaremos *extensiva*.

Luego, analizaremos la perspectiva, minoritaria en doctrina, que establece que la toma en garantía de acciones de propia emisión es un fenómeno que tiene una problemática distinta a la de su adquisición, a la que llamaremos *perspectiva autónoma*. Para ello, de la misma manera que con la perspectiva anterior,

55 "Artículo 53.-

53.1 *Es válido que las partes acuerden que el acreedor garantizado pueda adjudicarse la propiedad del bien mueble afecto en garantía mobiliaria. [...]*".

analizaremos sus fundamentos y veremos si tienen o no sustento.

1.1 Perspectiva extensiva de la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión

Como ya adelantamos, con un afán netamente clasificador, hemos llamado *perspectiva extensiva* a la doctrina mayoritaria que sostiene que la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión tiene como fundamento dotar de mayor solidez a la prohibición de adquirir acciones de propia emisión⁵⁶, como comenta Cándido Paz-Ares:

“La corriente de opinión más generalizada parte de la premisa de que la prohibición [de tomar en garantía acciones de propia emisión] carece de ‘ratio’ autónoma. Su existencia, viene a decirse, no se justifica por sí misma (es decir, por los peligros específicos que trae consigo la aceptación en garantía del propio capital), sino que, por el contrario, se vincula al intento por parte del legislador de bloquear los caminos indirectos a través de los cuales podría eludirse la prohibición ‘princeps’ de adquirir las propias acciones. La disciplina que comentamos tendría así una mera función ‘auxiliar’ o de ‘refuerzo’ de la disciplina que veda

56 En nuestro ordenamiento esto se regula en el artículo 104 de la LGS que establece lo siguiente:

“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. [...]

La adquisición se hará a prorrata entre los accionistas salvo que:

- a) se adquieran para evitar un daño grave;*
- b) se adquieran a título gratuito;*
- c) la adquisición se haga en rueda de bolsa;*
- d) se acuerde por unanimidad en junta general otra forma de adquisición; y*
- e) se trate de los casos previstos en los artículos 238 y 239. [...].”*

*la adquisición a título pleno de las acciones propias*⁵⁷.

No coincidimos con esta mayoritaria postura. La tesis de la perspectiva extensiva es que las sociedades que quieran eludir la prohibición de adquisición de acciones de propia emisión podría recibirlas en garantía para hacerlo, como una forma de defraudar a la ley. Sin embargo, esta no es en absoluto una forma de defraudación de la ley sino una contravención directa de la norma. Nos explicamos.

El fraude a la ley es una conducta mediante la cual se alcanza el resultado que una norma pretende evitar, eludiendo su supuesto de hecho, y con ello sus consecuencias jurídicas asociadas, gracias a una segunda norma, llamada norma de cobertura. Si determinada conducta se subsume en el supuesto de hecho de la norma cuyas consecuencias jurídicas se quieren evitar, la norma es directamente aplicable, por lo que las consecuencias jurídicas no son evitadas. Por ejemplo, si una norma sanciona con la cancelación de la licencia de conducir la conducción en estado de ebriedad, pues conducir en estado de ebriedad contraviene directamente la norma y, en consecuencia, procede la cancelación.

Esto, que resulta tan claro, no parece serlo tanto para la doctrina mayoritaria, que propone la perspectiva extensiva. Igual que en el ejemplo, si determinada norma prohíbe a la sociedad adquirir acciones de propia emisión, adquirir este tipo de acciones contraviene directamente la prohibición. No importa que las acciones hayan estado previamente en garantía o que la adquisición se haya efectuado por pacto comisorio, por el fracaso del remate judicial o por el motivo que sea. La adjudicación de la sociedad de acciones de propia emisión para cancelar el crédito

57 PAZ-ARES, Cándido. “Negocios sobre acciones propias”. En, ALONSO UREBA, Alberto, José María CHICO ORTIZ y Francisco LUCAS FERNÁNDEZ (coordinadores). *La reforma del Derecho español de sociedades de capital: reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades*. Madrid: Editorial Civitas, 1987, p. 581.

a su favor no es un supuesto *parecido* a uno de adquisición de acciones de propia emisión. La adjudicación de la sociedad de acciones de propia emisión para cancelar el crédito a su favor es un supuesto de adquisición de acciones de propia emisión, pues no cabe duda de que cuando una sociedad se adjudica acciones de propia emisión, aunque lo haga para cancelar un crédito, las está adquiriendo.

Ello hace que la regulación de adquisición de acciones de propia emisión aplique directamente a ese supuesto. Por ello, una norma adicional que regule la adjudicación de acciones de propia emisión en caso de incumplimiento del deudor resulta innecesaria. Como señala Paz-Ares:

“[E]l tan traído y llevado riesgo de elusión de la prohibición de adquirir [acciones de propia emisión], en rigor, no existe. Ciertamente puede resultar que las partes acuerden una asignación en pago de las acciones pignoradas o que, en el momento de la ejecución de la prenda, pasadas dos subastas reglamentarias, el acreedor [...] se haga dueño de la prenda. Pero en ese caso, puede impedirse el resultado nocivo aplicando ‘recta vía’ la prohibición de adquirir las propias acciones”⁵⁸.

En conclusión, no puede ser el fundamento de la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión el reforzamiento de la prohibición de adquirirlas, pues la primera no refuerza ni aporta absolutamente nada distinto a la segunda, al ser solo uno de los supuestos de hecho implícitos en la prohibición de adquisición de acciones de propia emisión.

58 PAZ-ARES, *op. cit.*, p. 582.

1.2 Perspectiva autónoma de la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión

Descartada ya la perspectiva extensiva, resta comprobar si la perspectiva autónoma ofrece fundamentos lógicos y razonables para la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión. Nuestra investigación nos lleva a dos fundamentos autónomos: (1) la imposibilidad jurídica de las acciones de propia emisión como garantía y (2) la toma de control de la sociedad por parte de los directores.

1.2.1 Imposibilidad jurídica de las acciones de propia emisión como garantías

Paz-Ares ha sostenido que el problema en realidad consiste en la complicada situación patrimonial en la que se ve la sociedad al estar garantizada por acciones que para ella no valen nada. Así ha señalado que *“ha de tenerse en cuenta que de la misma forma que las acciones propias adquiridas no pueden considerarse activos patrimoniales aptos para formar el capital (por eso se neutralizan en el balance), tampoco las acciones propias poseídas en concepto de garantía pueden reputarse bienes patrimonialmente consistentes para asegurar una deuda (ello equivaldría, en cierto modo, a que la sociedad se asegure a sí misma)”*⁵⁹. En ese sentido, como para la sociedad las acciones no valen nada, pues representan su propio patrimonio, son una garantía inútil para la sociedad.

Por su parte, el autor mismo reconoce que la doctrina mayoritaria no comparte esta posición, pero defiende su posición de la siguiente manera:

“La mayoría de los autores objetan esta reconstrucción alegando que, si bien es cierto que cualquier operación económica que se garantice con las propias acciones acarrea el referido riesgo patrimonial para la integridad del capital, tal riesgo no puede

⁵⁹ Íd., p. 583.

justificar su prohibición, pues nada impide a la sociedad llevar a cabo la misma operación sin garantía alguna, lo cual es más peligroso para el capital [...]. El ingenioso argumento ‘maior ad minus’ –quien puede hacer lo más peligroso (operar sin garantías) puede hacer lo menos peligroso (operar con la ‘débil’ garantía de las propias acciones)– no es, sin embargo, pertinente. Frente a él hay que oponer que la ‘ratio’ de la disciplina no es salvaguardar la integridad del capital frente a operaciones económicamente arriesgadas, sino frente instrumentos jurídicos peligrosos. De lo que se trata, nos explicamos, es que, allí donde la sociedad estime precisa una garantía para desarrollar una operación (y esta es una decisión económica libre), tal garantía no puede consistir en la prenda de las propias acciones (esta es la decisión jurídica que toma el legislador). De esta manera no se evita que la sociedad emprenda operaciones arriesgadas (pues nadie puede controlar eso en un sistema de libre mercado), pero sí se evita que emprenda operaciones arriesgadas, que de otra manera no emprendería, en la confianza de la garantía que le proporcionan sus propias acciones”⁶⁰.

Lo que el autor señala es que no se trata de determinar *a priori* qué es lo que económicamente más conviene, sino que, cuando se decida qué es ello, esto sea llevado a cabo mediante instrumentos que jurídicamente puedan hacerlo. En otras palabras, para Paz-Ares jurídicamente las acciones de propia emisión no pueden servir de garantía para la sociedad emisora, pues ontológicamente una garantía debe tener un valor para el acreedor y eso no sucede en este caso. Según entendemos la argumentación, para el autor una garantía conformada por acciones de propia emisión sería una especie de acto jurídico de causa imposible. Más allá de la viabilidad económica de la operación, para el ordenamiento es importante que las herramientas jurídicas respeten una lógica interna que las haga jurídicamente convenientes para la finalidad para la que fueron creadas.

60 *Ibid.*

El problema de este argumento es que cuando analizamos la utilidad que determinado bien tiene para garantizar el crédito de determinado acreedor, en el fondo estamos analizando el valor que este tiene para su titular, el deudor, y para el acreedor y esa, en el fondo, es una discusión netamente económica. Siendo ello así, no podemos descartar de manera general y abstracta –es decir mediante una norma- determinado activo para garantizar un crédito, pues su causa será posible si las partes le asignan valor. Así, a pesar de lo que sostiene el autor, esta no es una discusión sobre utilidad jurídica. No estamos discutiendo, pues, si la sociedad debería tomar una hipoteca sobre acciones de propia emisión. Si ese fuese el caso, el argumento *maior ad minus* el que se refiere efectivamente no sería pertinente, pues una garantía inválida –como lo sería una hipoteca sobre acciones– es tan útil como no tener nada. En cambio, si, como nosotros creemos, se admite que su utilidad es relativa al valor que subjetivamente le asignan las partes, la discusión no es jurídica sino económica y por ello la deliberación sobre su utilidad compete solamente a las partes.

Dicho eso, ¿en realidad es posible que una acción de propia emisión sea útil como garantía para la sociedad emisora? Esta pregunta es, por demás, relevante considerando que las acciones de propia emisión contablemente no tienen valor para la sociedad emisora. Creemos, sin embargo, que sí existen escenarios en los que para la sociedad emisora es útil tomar en garantía acciones de propia emisión.

Para comenzar, el valor que determinada garantía aporta al acreedor se mide en función no de cuánto valora el bien mismo sino de que tanto asegura su crédito. De hecho, lo común respecto a las garantías es que el acreedor no pueda quedarse con el bien objeto de la garantía en caso de incumplimiento, salvo en casos muy específicos, pues, por lo general, está prohibido el pacto comisorio. Ello no ha hecho que la garantía no sea una herramienta jurídica poco usada sino todo lo contrario. Todos los días se constituyen hipotecas a pesar de la prohibición del pacto comisorio, lo que demuestra lo dicho antes acerca de que lo

importante para el acreedor no es el valor que el bien tenga para él, sino qué tanto la garantía asegura su crédito.

En realidad, determinado bien será una buena garantía para un acreedor sobre todo dependiendo de: (1) el valor que tenga para el deudor y (2) en el mercado. Cuando uno tiene un crédito, el escenario ideal es que el deudor le pague. Es cierto que, si el crédito se encuentra garantizado, las probabilidades de que se satisfaga el crédito son más altas incluso si el deudor se reusa a pagar por su propia voluntad. Pero este no es el escenario ideal del acreedor, pues es el que supone mayores costos de transacción. Este no quiere tener que pasar por la molestia de tener que ejecutar el bien. Si el bien ofrecido en garantía es valioso para el deudor, este estará incentivado a pagar oportunamente y así evitar que lo ejecuten. Si cumplido el plazo el deudor no efectúa el pago, el acreedor se verá en la necesidad de ejecutar el bien y por ello es importante que tenga valor en el mercado.

En ese sentido, para que una garantía sea una herramienta viable para el acreedor, no resulta tan relevante que el bien carece de valor para él, como sucede con las acciones de propia emisión, en tanto estas sí sean valoradas por el deudor y/o el mercado.

Por otro lado, aun si parte esencial del éxito de una garantía radicada en el valor que el bien tiene para el acreedor, existe una serie de motivos por los cuales acciones de propia emisión serían bienes valiosos para la sociedad. Tan cierto es ello que la prohibición de adquirir acciones de propia emisión haya pasado por un proceso drástico de relativización, pues el legislador entendió que en muchos casos para la sociedad podría ser útil adquirir sus acciones. Y es que, que determinado bien no pueda registrarse en la contabilidad de la sociedad no significa que no tenga valor. De hecho, el *goodwill*, no es otra cosa que el valor de los activos intangibles que se suma al valor en libros de la sociedad para determinar su precio final de venta⁶¹.

61 INVESTOPEDIA. *Goodwill*. Consulta: 12 de abril de 2017. <<http://www.investopedia.com/terms/g/goodwill.asp>>

En conclusión, creemos que, si bien interesante, el argumento de Paz-Ares no resiste un análisis detenido, pues, a diferencia de lo que sostiene, la discusión que plantea no es jurídica sino económica, y económicamente existen escenarios en los que las acciones de propia emisión podrían ser garantías eficaces para las sociedades emisoras. Por ello, lo sostenido por el autor no puede servir de justificación para la prohibición.

1.2.2 Toma de control de la sociedad por parte de la administración

Diversas regulaciones corporativas admiten que el derecho de prenda sobre las acciones atribuya a su titular los mismos derechos que los del accionista. Giuseppe Sbisà, comentando el caso de la legislación italiana, por ejemplo, ha señalado que “*a través del mecanismo de la prenda con la atribución de derechos de voto al acreedor, los directores pueden influir en la formación de mayorías en la junta*”⁶². Nuestra legislación, por su parte, no es la excepción, como veremos en el cuarto capítulo⁶³, pues, a pesar de que se ha contemplado que en principio los derechos de las acciones en prenda son de los titulares de las acciones, se puede pactar en contra de ello.

Esto podría generar que sea la administración quien ejerza los derechos de las acciones en prenda, permitiendo que incidan en la toma de decisiones en la junta si ello fuese establecido en el título constitutivo de la garantía. Ahora bien, conviene analizar qué situaciones podrían darse a efectos de verificar cuáles convendría impedir.

En una sociedad de accionariado difundido los motivos por los que la administración podría estar interesada en participar de la junta general de accionistas son muy reducidos, pues esta

62 SBISÀ, Giuseppe. “Della Società per azioni”. En, GALGANO, Francesco (coordinador). *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*. Sexta edición. Boloña: Zanichelli editore S.p.A., 1997, p. 437.

63 Ver *infra*, p. 119.

ya ejerce el control de la sociedad. Tal vez para la aprobación de determinados acuerdos de reorganización societaria que sean especialmente favorables para la administración. En ese caso, sin embargo, bastaría con suspender el derecho de voto de la administración por conflicto de interés o el derecho de la junta general de accionistas de impugnar ese acuerdo por haberse producido en contravención de los intereses de la sociedad, de ser el caso.

En una sociedad de accionariado concentrado, por su parte, la administración es controlada por el accionista mayoritario, quien podría estar interesado en amasar una mayor participación accionaria. En ese caso, reconocemos que puede existir un interés en los accionistas minoritarios que no quieren vender en que la estructura accionaria no se altere.

En cualquier caso, creemos que ello no justifica que se prohíba que la sociedad pueda tomar en garantía acciones de propia emisión, pues restringe escenarios en los que ello se realiza de modo absolutamente legítimo. Resulta más razonable, bajo el principio de subsidiariedad regulatoria, simplemente suspender los derechos políticos asociados a las acciones de propia emisión que la sociedad tiene en garantía. Ello, desde luego, en la medida que tales derechos hayan sido cedidos al acreedor garantizado.

2. Fundamentos de la prohibición de otorgar o garantizar financiamientos para la adquisición de acciones de propia emisión

La prohibición de que la sociedad otorgue o garantice financiamientos para la adquisición de acciones de propia emisión ha tenido una serie de fundamentos desde su concepción. A continuación, analizamos los diferentes fundamentos que se han dado a esta regulación.

2.1 Protección del capital social

Dos de los principales argumentos a favor de la prohibición a la sociedad de financiar la adquisición de sus propias acciones están vinculados a la protección del capital social. El primer argumento consiste en sostener que la asistencia financiera prohibida encubre una devolución indebida de aportes. El segundo, por su parte, consiste en sostener que la asistencia financiera prohibida en la práctica genera un aumento ficticio del capital, es decir, sin que tenga como correlato un incremento patrimonial.

En buena cuenta, ambos fundamentos están vinculados a la protección del principio de realidad del capital social, uno de los llamados principios ordenadores del capital social⁶⁴. De acuerdo con Rodrigo Uría, este principio establece lo siguiente:

“El importe nominal del capital social habrá que cubrirse con bienes realmente aportados a la sociedad por los socios”⁶⁵.

Según Julio Salas, este principio *“como mínima defensa de los acreedores sociales, evita la creación de sociedades con capitales ficticios y requiere que el capital se integre ‘con aportaciones de los socios’ y declara nula la ‘creación de acciones que no respondan a una efectiva aportación patrimonial a la sociedad’⁶⁶.*

64 La importancia que la doctrina y la legislación han asignado al capital social en la estructura de la empresa ha conllevado a la creación a nivel doctrinario y legislativo de ciertos principios que permitan que el capital social pueda cumplir efectivamente con las funciones que el legislador le ha atribuido, especialmente con la función de garantía, función más importante. Rodrigo Uría, remitiéndose a lo establecido las normas societarias españolas, ha señalado que los principios ordenadores del capital social son cinco: principio de determinación, principio de realidad, principio de integridad, principio de desembolso mínimo, y principio de estabilidad. (URÍA, Rodrigo. *Derecho Mercantil*. Decimocuarta edición. Madrid: Marcial Pons, 1987, pp. 192-193).

65 *Ibid.*

66 SALAS SÁNCHEZ, Julio. “Apuntes sobre el capital social de las sociedades anónimas en la nueva Ley General de Sociedades”. En *Ius Et Veritas*, número 17. Lima, 1998, p. 136.

Así, siendo que el Derecho Societario ha asignado al capital social la función principal de servir como garantía a los acreedores, el principio de realidad cumple la tarea de que la cifra de capital social determinada en el estatuto social tenga una correspondencia en el patrimonio de la sociedad. El principio de realidad opera como una materialización patrimonial del capital social que, de otra forma, solo sería una cifra contable.

Siendo ello así, hay quienes señalan que la asistencia financiera permitiría a los accionistas una devolución encubierta de aportes o aumentar el capital social de manera ficticia, mediante la entrada de fondos que ya eran de la sociedad desde un inicio, generando, de esa forma, acciones nuevas sin ningún respaldo patrimonial real. Veamos ambos fundamentos con mayor detenimiento.

2.1.1 Devolución indebida de aportes

Como ya señalamos cuando estudiamos el origen de la prohibición, uno de los fundamentos originales para la regulación de asistencia financiera fue impedir una devolución indirecta de aportes en protección del capital social y, por consiguiente, de los acreedores sociales.

De acuerdo a John Armour, “[l]a razón original para la introducción de estas disposiciones, como fueron propuestas por el Comité Greene, fue prevenir las tomas de control cuyo objetivo era ‘liquidar activos’ de la compañía. Ellos tuvieron en mente transacciones en las que un comprador se apalancara fuertemente para adquirir un conjunto mayoritario de acciones de una compañía ‘objetivo’, para luego vender rápidamente sus activos y utilizar lo obtenido para pagar el préstamo. Esto podía verse como una devolución de capital indirecta, la compra de la salida de los viejos accionistas se producía a expensas de los acreedores de la compañía. En consecuencia, estas disposiciones fueron comúnmente tratadas como parte del régimen de estabilidad del capital”⁶⁷.

67 ARMOUR, *op. cit.*, p. 368.

Posteriormente, sin embargo, como ya comentamos también, el Comité Jenkins criticó esta posición en su reporte⁶⁸. Nosotros tampoco compartimos la opinión del Comité Greene. El capital social es una de las instituciones diseñadas para proteger al acreedor –definitivamente a la que más importancia se le ha dado en la doctrina societaria romano-germánica–, permitiendo que la sociedad tenga fondos para pagar sus deudas. Sin embargo, a pesar de que se le haya diseñado con la expectativa de que pueda cumplir tal función, en realidad no puede asegurar que la sociedad siempre va a tener una cantidad de fondos equivalente al capital social para afrontar sus deudas, ya que, mientras la cifra capital es intangible, el patrimonio social no lo es. María Andreu lo explica con claridad:

“[U]na de las funciones básicas del capital social es servir de garantía para los acreedores sociales como contrapartida a la ausencia de responsabilidad personal de los socios por las deudas contraídas por las sociedades de capital. Se trata de una cifra contable y estable que constituye la única garantía de los acreedores para el cobro de sus créditos frente a la sociedad. [...] Sin embargo, como es doctrina pacífica, esta función de garantía no significa, en sentido propio, que el capital garantice el pago de las deudas sociales, tan sólo es un fondo de responsabilidad que no se puede distribuir para el ejercicio de la actividad empresarial. En la práctica, de hecho, la solvencia de la sociedad se determina por su situación patrimonial y financiera y no por la cifra de su capital social”⁶⁹.

En efecto, el capital social sirve como límite de distribución de los accionistas, con la finalidad de proteger a los acreedores

68 Ver *supra*, nota 7.

69 ANDREU MARTÍ, María del Mar. “Capital, patrimonio y reservas”. En, *Introducción al Derecho de Sociedades de Capital. Estudio de la Ley de sociedades de capital y legislación complementaria*. EMBID IRUJO, José Miguel (director). Madrid: Marcial Pons, 2013, p. 123.

haciendo intangible lo aportado por los accionistas a efectos de la distribución de dividendos, cuando no haya una diferencia positiva entre cifra de capital social y patrimonio de la sociedad. Es decir, los accionistas pueden perder lo aportado en el ejercicio de las actividades de la sociedad, pero no pueden repartírselo si no han generado rentas, antes de pagar a todos los acreedores. Así, en última instancia, el capital sirve solo para asegurar que los accionistas no puedan distribuirse fondos en menoscabo de un monto patrimonial equivalente a la cifra de capital, a lo que se suele llamar devolución indebida de aportes⁷⁰. Esta es la única utilidad práctica que el capital social puede ofrecer para la tutela de los acreedores.

En este contexto, se vulnera la protección si la sociedad perjudica su patrimonio en beneficio de un accionista cuando el patrimonio sea, o resulte con ello, inferior a la cifra del capital social –a lo que llamamos, descapitalización–, encubriendo una devolución indebida de aportes. Es ello lo que preocupaba al Comité Greene, quien señaló que esto era lo que sucedía cuando se prestaban fondos para la adquisición de acciones de propia emisión.

Ese, sin embargo, no es el caso. En primer lugar, para entender que se produce una devolución indebida de dividendos, claramente la sociedad debe sufrir un perjuicio patrimonial en beneficio de uno o más accionista y esto, en principio, no sucede mediante préstamos. Como explicamos en la siguiente sección al hablar de la prohibición como protección del patrimonio social, si el préstamo se produce bajo condiciones de mercado, en contrapartida de la salida de fondos, la sociedad adquiere una cuenta por cobrar que la compensa. De hecho, si el financiamiento se realiza en condiciones de mercado, la sociedad debería incrementar su patrimonio. Tanto más si los fondos son utilizados para adquirir acciones que la sociedad mantenía en autocartera, pues, en adición a la cuenta por cobrar adquirida, la sociedad recupera los fondos prestados.

70 Una devolución válida de aportes sería la que se realizaría mediante una previa reducción del capital social.

Ahora, si la asistencia financiera no se hiciera en condiciones de mercado o si esta fuera no reembolsable, descapitalizando a la sociedad, sí podría hablarse de una devolución de aportes encubierta. Pero, incluso un escenario como ese no parecería ser el fundamento de la prohibición de financiar acciones de propia emisión.

Para ello, es importante analizar dos escenarios: que el financiamiento que perjudique patrimonialmente a la sociedad tenga como beneficiario a un accionista o a un tercero. En el primer caso, se podría decir que el financiamiento en beneficio del accionista supone una clara devolución de aportes, pues los fondos van directamente al accionista (o es este quien se beneficia directamente por un interés inferior al del mercado). En el segundo caso –sin duda menos claro– se podría decir que el tercero ha sido un vehículo para la devolución del capital a favor del accionista cuyas acciones adquirió, resultando tal operación en una reducción del capital social.

En cualquier caso, sin embargo, la prohibición es redundante e incoherente. Si lo que se pretende con el capital social es impedir una devolución indebida de aportes, lo que frustra su función es que la descapitalización. No interesa, para estos efectos, cuál es el destino de los fondos. Por ello, un sistema en el que el capital sirva como límite para la distribución de utilidades debe tener una prohibición general que impida esta situación. En ese contexto, prohibir salidas de fondos con destinos específicos es redundantes e infundado.

En el Perú, por ejemplo, tenemos el artículo 40 de la LGS que establece lo siguiente:

“Artículo 40.-

[...]

Las sumas que se repartan no pueden exceder del monto de las utilidades que se obtengan.

Si se ha perdido una parte del capital no se distribuye utilidades hasta que el capital sea reintegrado o sea reducido en la cantidad correspondiente.

Tanto la sociedad como sus acreedores pueden repetir por cualquier distribución de utilidades hecha en contravención con este artículo, contra los socios que las hayan recibido, o exigir su reembolso a los administradores que las hubiesen pagado. Estos últimos son solidariamente responsables. [...]”.

Esta norma prohíbe financiamientos total o parcialmente gratuitos a los acreedores o, por fraude a la ley, financiamientos que no se realicen en condiciones de mercado cuando el patrimonio de la sociedad sea o resulte inferior a la cifra de capital social. Con una prohibición como la comentada, prohibir financiar la adquisición de acciones de propia emisión es irrelevante si el propósito es evitar la descapitalización, además de absurdo, pues no se entiende la relevancia que tiene, para tal fin, que el destino de los fondos que salen de la sociedad sean la adquisición de acciones. La devolución indebida de aportes se produciría ya sea que los fondos sean destinados a la adquisición de acciones de la sociedad o a viajar por el mundo.

2.1.2 Aumento ficticio del capital social

Un segundo fundamento vinculado a la protección del capital radica en impedir los aumentos de capital aparentes que la asistencia financiera permitiría. En efecto, como ha sido señalado por Sbisà, esta situación “*permitiría hacer aumentos de capital (en mayor o menor medida) aparentes, financiados con recursos de la empresa, en lugar de los suscriptores*”⁷¹. En nuestra opinión, sin embargo, este no es un argumento válido.

Lo primero que habría que decir es que esto pasaría solo en aquellos casos en los que los fondos de la sociedad se utilizasen para adquirir acciones vía aumento de capital. Si esta fuese la justificación, adquirir acciones de los accionistas no sería un problema. Ahora bien, incluso en el marco de adquisiciones

71 SBISÀ, *op. cit.*, p. 436.

de acciones por aumento de capital, esta objeción no sería procedente.

Como ya señalamos, mientras el capital se mantiene estático, el patrimonio es sensible a los resultados de las operaciones de la sociedad y, por ello, el principio de realidad solo se materializa en el primer día, cuando el capital es suscrito. Para el resto de la vida de la sociedad, el principio de realidad quizás sea el menos real de los principios. Precisamente por eso fue que señalamos que la única función que el capital social puede cumplir en tutela de los intereses de los acreedores es impedir que los accionistas puedan distribuir dividendos cuando el patrimonio social sea inferior al capital. Siendo ello así, que la cifra del capital social aumente solo puede ser beneficioso para los acreedores, inclusive si en contrapartida no están ingresando nuevos aportes, pues la valla que tendrá que pasar el patrimonio para que los accionistas puedan distribuirse dividendos será más alta, poniendo un candado más severo sobre ellos.

Ahora bien, aun si considerásemos que el principio de realidad del capital social es importante porque los accionistas deben aportar fondos a la sociedad, el que la sociedad financie la adquisición de sus propias acciones no atenta contra este principio. Nuestro ordenamiento corporativo no requiere que todos los aportes se realicen con fondos que originalmente no forman parte del patrimonio de la sociedad. Si ese fuese el caso, el artículo 202, inciso 3 de la LGS no tendría como una modalidad de aumento de capital *“la capitalización de utilidades, reservas, beneficios, primas de capital, [y] excedentes de revaluación”*.

Por ello, si el financiamiento proviene de cuentas patrimoniales distribuibles, la asistencia financiera generaría una situación similar a la capitalización de utilidades, pues fondos pasarían de cuentas distribuibles a la cuenta del capital social. No existe motivos para entender que la capitalización de utilidades no es un problema y el financiamiento para la adquisición de acciones de propia emisión con fondos provenientes de cuentas distribuibles sí lo es.

Pero, incluso si el financiamiento se produce con fondos no distribuibles, no podría decirse que se produciría un aumento ficticio de capital social. Cuando la sociedad financia la adquisición de acciones de propia emisión, si bien es cierto, el accionista en realidad está devolviendo a la sociedad fondos que la sociedad ya tenía y no aportando nuevos, sí le está aportando un activo que antes no tenía y este es el crédito que tiene frente a este nuevo accionista. Con el aumento de capital, los fondos prestados al adquirente regresan inmediatamente a la sociedad. Pero, además de ellos, la sociedad recibirá los fondos correspondientes al pago del crédito que todavía debe el accionista. De esta forma el real aumento de capital no es aparente, solo diferido. Esta situación sería similar a la de un accionista con dividendos pasivos⁷², permitida por las regulaciones corporativas y que no atenta contra el principio de realidad precisamente por el crédito que la sociedad tiene frente al accionista deudor.

2.2 Protección del patrimonio social

El siguiente orden de fundamentos ha entendido a la prohibición de financiar la adquisición de acciones de propia emisión como una forma de proteger el patrimonio, sea que se afecte o no la cifra de capital. En este orden de fundamentos tenemos la tesis de la asistencia financiera como una sustitución de activos o *asset substitution* y el fundamento que entiende que con la asistencia

⁷² Por lo general, las regulaciones corporativas permiten que el accionista solo pague una parte del valor nominal de las acciones que suscribe. A la diferencia se le llama dividendo pasivo y, en nuestra opinión es una especie de asistencia financiera. Pongamos un ejemplo para que ello quede más claro. Cuando uno adquiere un bien o servicio, con frecuencia el proveedor le permitirá diferir el pago. En aquellos casos, se dice que el proveedor financia la compra. Como en esos casos, el dividendo pasivo es una asistencia financiera para la compra de acciones de propia emisión y el claro ejemplo de que no se atenta contra el capital social cuando la sociedad confiere un préstamo para la adquisición de sus propias acciones, siempre que pacte en condiciones de mercado.

financiera se distraen activos que deberían estar abocados al desarrollo del objeto social.

2.2.1 Sustitución de activos

Como ya expusimos, el Comité Jenkins criticó al Comité Greene señalando que la asistencia financiera no constituía una devolución indebida de aportes. En ese sentido se ha manifestado Eduardo López:

“[E]n el caso de la figura de asistencia financiera, cuando una sociedad le otorga un préstamo a un tercero para facilitar la adquisición de sus acciones, no se produce una devolución indebida de aportes. Lo único que ocurre es una sustitución de cuentas en el lado activo del balance de la sociedad asistente: se intercambia el activo utilizado para brindar la asistencia financiera (ejemplo, dinero o valores) por una cuenta por cobrar al tercero beneficiado por la asistencia. La situación patrimonial de la sociedad tras la realización de dicha asistencia financiera permanecería inalterable y la relación entre el patrimonio neto y el capital social no sufriría variación alguna. El mismo razonamiento puede ser aplicado al caso de asistencia financiera prestado mediante el otorgamiento de garantías”⁷³.

Así, siguiendo el razonamiento del Comité Jenkins, López sostiene que no se produce una devolución de aportes. Si bien es cierto que hay una salida de activos (los fondos prestados), también hay una adquisición de un activo (la cuenta por cobrar) que hace que el patrimonio se mantenga inalterado o incluso aumente.

Donde el Comité Jenkins y López, parecen no concordar es en que, mientras que para el primero esto genera un riesgo ineludible

73 LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo. “Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida”. En, *Revista ADVOCATUS*, N° 10. Lima, 2004, pp. 262-263.

para la sociedad de que no se pague la asistencia, para el segundo si la operación se realiza a valor de mercado no se altera el balance patrimonial y, en consecuencia, no se produce ningún problema. Entendemos ambas posturas. Según la lógica del Comité Jenkins, el dinero es el activo menos riesgoso, ya que el riesgo implícito en un activo es directamente proporcional a su liquidez, es decir, a la posibilidad de convertirlo en dinero en el corto plazo. Por ello, siempre que se cambia dinero por cualquier otro tipo de activo, se está asumiendo un riesgo. Esto es especialmente cierto cuando el activo por el que se le cambia es una cuenta por cobrar, pues si no llega a pagarse el activo pasaría a valer cero. Inclusive si se establece una contraprestación sustanciosa en la forma de intereses muy por encima del valor de mercado, siempre existirá la posibilidad de que no se efectúe el pago y en ese caso se pierde todo. López no niega esta situación, pero señala que, siempre que vaya de la mano con una contraprestación acorde, el riesgo puede ser asumido.

Respecto a lo señalado por López, si bien es cierto que el riesgo puede estar compensado, salvo que se cuente con algún tipo de garantía o colateral, en la medida que el capital se paga de manera diferida, la contraprestación nunca reduce el riesgo, lo compensa, que es algo distinto. Existen obligaciones como los *junk bonds*, por ejemplo, que, si bien ofrecen contraprestaciones altísimas, el riesgo de no cobrar el capital y el interés es tan alto que no cuentan como un activo en los estados financieros auditados. En esos casos, por más de que la operación pueda estar en condiciones de mercado, esto no elimina el riesgo y, en consecuencia, ciertamente reduce el patrimonio.

Respecto a lo señalado por el Comité Jenkins, si bien es cierto que cambiar dinero por un crédito implica un riesgo, no es cierto que este riesgo no pueda ser reducido por completo. Una forma de hacerlo es mediante las garantías. Así, si se ofrece una garantía de cualquier tipo, y siempre que esta tenga las características adecuadas, el riesgo podría incluso llegar a desaparecer, por lo cual no se justifica una prohibición.

Ahora bien, incluso si el riesgo no desapareciera, este fundamento no podría, a secas, soportar la prohibición de que la sociedad financie la adquisición de acciones de propia emisión. El Derecho Societario no prohíbe la sustitución de activos por más peligrosa que sea. Por ejemplo, los Venture Capitals (VC) son fondos de inversión cuyo perfil consiste en invertir en activos riesgosos como en acciones de *start ups*. No hay duda que la empresa asume riesgo, pero este es un riesgo controlado y con el potencial de generar mucha rentabilidad. Por ello, el *asset substitution* por sí mismo no puede fundamentar la prohibición, pues sería un límite ilegítimo a la libertad de empresa. ¿Qué es, entonces, lo que, acompañado del *asset substitution*, fundamentaría la prohibición?

2.2.2 La protección del objeto social

Podríamos pensar que, a diferencia de lo que pasa con un VC, al no ser una operación mediante la que desarrolla su objeto social, los accionistas no han participado de ese riesgo. Este fue otro de los fundamentos vinculados a la protección del patrimonio que también fue aludido por el Comité Jenkins. Sobre el particular, Luis Antonio Velasco ha señalado lo siguiente:

“En esta misma línea, también se ha indicado que la asistencia financiera supone una desviación (real o potencial) de recursos sociales. La sociedad en vez de utilizarlos para el desarrollo de su actividad, los compromete en una operación ajena al objeto social. [...] Por otro lado, puede llegar a [...] afectar asimismo a su solvencia si compromete la existencia de los recursos o de la liquidez precisos para desarrollar las actividades ordinarias de la compañía. Como ha dicho alguien, al final se trata de evitar que quien tenga el control de la compañía acabe depredando la sociedad en su propio interés”⁷⁴.

74 VELASCO SAN PEDRO, Luis Antonio. “La reforma de la asistencia financiera en Europa”. En, *Documentos de Trabajo del Departamento de*

En igual sentido se ha pronunciado Luis Fernández del Pozo al señalar la razón de la regulación de la posibilidad de la sociedad de financiar o garantizar financiamientos para la compra de acciones de propia emisión “*hay que buscarla en el riesgo asumido por la sociedad por causa del negocio de asistencia financiera para lo cual se distraen del objeto social recursos no aplicados a otros propósitos más útiles o convenientes*”⁷⁵.

No compartimos dicha posición. Si el ordenamiento jurídico tutelara el interés de los accionistas minoritarios y acreedores en que patrimonio de la sociedad no se utilice para operaciones distintas a su objeto social, la prohibición no se dirigiría específicamente a la asistencia financiera sino a cualquier actividad que lo exceda. Que sea esta actividad en particular la que se prohíbe nos lleva a la conclusión de que lo que busca prevenir el ordenamiento es algo distinto a que el patrimonio se utilice para actividades distintas a las que conforman el objeto social.

Por su parte, la estructura societaria supone que accionistas y acreedores convencionales participen del riesgo de la sociedad en la medida que así lo hayan decidido, como ya señalamos. Siendo ello así, en la medida que los accionistas y acreedores convencionales hayan decidido participar del riesgo del patrimonio, la regulación corporativa no tiene por qué generar candados a su administración más que el que se efectúe velando por el mejor interés de la sociedad.

Derecho Mercantil. Madrid: Universidad Complutense, 2006, pp. 18-19. Consulta: 10 de junio de 2016.
<http://eprints.ucm.es/5992/1/REFORMA_ASISTENCIA_FINANCIERA_EN_EUROPA-E-prints.pdf>

75 FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis. “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (artículo 81 LSA)”. En, *Revista de Derecho de Sociedades*. Madrid: Editorial Aranzadi, año II, 1994, p. 20.

2.2.3 Beneficio parcial de los accionistas

Tal vez la respuesta a esta cuestión sea que con el financiamiento para la adquisición de acciones de propia emisión se beneficia al accionista que sale y/o al que entra. Así, los accionistas que no participan de la operación asumen el riesgo sin obtener ningún beneficio. A diferencia de lo que se ha visto con otros fundamentos en los que no quedaba claro por qué específicamente se prohibía el financiamiento para la adquisición de acciones de propia emisión, en este caso ese supuesto específico sí es relevante pues es este el que genera el beneficio injustificado para parte de los accionistas en detrimento de todos.

Ello, sin embargo, no es del todo cierto. No se puede decir, a priori, que el financiamiento de acciones de propia emisión no genera un beneficio a favor de todos. Para comenzar, el financiamiento podría ser oneroso y el interés estar fijado igual a o por encima de las condiciones de mercado. En ese caso, ciertamente es la sociedad la que se favorece con la actividad financiera al igual que lo hace un banco, por ejemplo. Además, podemos imaginar escenarios en los que la participación del adquirente en el accionariado genere beneficios en la sociedad por algún tipo de cualidad personal, ya sea experiencia, contactos, sinergias, etc. Ello es favorable no solo para los accionistas que participan de la operación, sino para toda la sociedad.

Finalmente, incluso si la operación supusiera el beneficio de algunos accionistas en detrimento de otros, como ya señalamos, los accionistas tienen la posibilidad de contratar sus riesgos antes de suscribir las acciones. Ello hace que no se justifique una tutela en base a una norma imperativa. Si vemos, en cambio, que podría ser de utilidad que exista una norma supletoria que pueda limitar, por este motivo, algunas operaciones de asistencia financiera. Esta norma supletoria debería prohibir que se financie la adquisición de acciones cuando la operación comercialmente no haga sentido y siempre que haya accionistas que no participen de la operación. Para justificar la conveniencia comercial, podría

requerirse un informe del directorio o de la gerencia (si la sociedad no cuenta con directorio).

2.3 Protección a la estructura accionaria

Otro fundamento frecuentemente citado por la doctrina es que la asistencia financiera para la adquisición de acciones de propia emisión permite al controlador abusar del control que ejerce sobre la sociedad utilizando sus fondos para generar modificaciones en su estructura accionaria⁷⁶. Ana Carretero, por ejemplo, ha señalado lo siguiente:

“En relación con los derechos y obligaciones de los socios, es evidente que, con estas operaciones, el patrimonio de la sociedad podría ser utilizado por los administradores como medio para ejercer una efectiva influencia en el organigrama de poder y control de las sociedades. Sin olvidar, que aquellos socios cuya participación fuera de carácter minoritario, podrían verse perjudicados por la decisión que por parte de paquetes accionariales mayoritarios se tomase en relación con la venta y financiación de la Sociedad Objetivo”⁷⁷.

Como señala Carretero, la posibilidad de alterar a voluntad la estructura accionaria de la sociedad gracias a la asistencia

76 GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ. “Comentario al art. 81 LSA”. En, ARROYO, Ignacio y José Miguel EMBID (coordinadores). *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. Segunda edición. Madrid: Technos, 2009, pp. 4-5; VAQUERIZO ALONSO, Alberto. *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Madrid: S.L. Civitas Ediciones, 2003, p. 481; FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, Cristina. *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*. Granada: Editorial Comares, 2001, p. 66; y, FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis. “Gran Bretaña: reflexiones en torno a la disciplina de la asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones”. En, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 49, 1993, p. 811.

77 CARRETERO PIRES, Ana. “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas”. En, *Anuario Facultad de Derecho de la Universidad de Alcalá*. Tomo I, 2008, p. 412.

financiera genera dos problemas similares, pero que afectan a dos tipos de sociedades distintas respectivamente. El primer problema afecta a una sociedad de accionariado difundido, en la que no existe un controlador claro y el control es ejercido por la administración. El segundo problema, por su parte, afecta a la sociedad de accionariado concentrado, en la que sí existe un claro accionista controlador y, en contrapartida, uno o más accionistas minoritarios.

Iniciemos con el primero de estos problemas. La teoría contractualista del Derecho Societario fue desarrollada analizando las sociedades económicas abiertas. En una sociedad abierta, es la administración quien ejerce el control y los accionistas, por lo general, no tienen mayor injerencia en su manejo. Mientras más difundida la estructura accionaria, menor el control que los accionistas pueden efectuar sobre la administración. Siendo ello así, de acuerdo a Manne, lo único que genera que la administración maneje la sociedad buscando maximizar el precio de la acción es su temor a ser removidos de sus cargos si la acción bajase por debajo del óptimo, volviéndola susceptible a una adquisición hostil.

El problema que la asistencia financiera genera es que opera como un mecanismo de defensa frente a adquisiciones hostiles. Si el precio de la acción estuviera bajo a causa del mal manejo de la sociedad, y esta fuera víctima de un intento de adquisición hostil, la administración podría prestar dinero a un tercero que sea más amigable a ella para que compita por el control de la sociedad. Incluso podrían comprarla ellos mismos con fondos de la misma sociedad. ¿Cuál es el problema con esto? Que hace que los accionistas que no venden compartan el riesgo de un negocio oportunista. En este caso, la sociedad no está perdiendo fondos para maximizar su propio beneficio sino el de sus administradores, lo cual genera un resultado ineficiente y, desde luego, injusto.

Frente a esta medida, una alternativa es la propuesta de Coffee del sistema del estándar de manejo de la sociedad y el derecho de los accionistas de pretender la nulidad del acuerdo que contravenga dicho estándar, al que nos referimos anteriormente.

Los accionistas que no vendieron podrán demandar la nulidad de la asistencia financiera demostrando que esta fue efectuada por administradores interesados y en detrimento del beneficio de la sociedad. El problema de ello es que difícilmente este tendrá los incentivos suficientes para demandar la nulidad, pues su inversión en la sociedad es, muy probablemente, inferior a los costos del proceso, o le será muy difícil probar que la medida es perjudicial para la sociedad y que los administradores actuaban en interés propio.

Otra alternativa es establecer una norma imperativa sustantiva que prohíba a los administradores prestar fondos a terceros para realizar OPAs competidoras. Este es el modelo por el que ha optado nuestro ordenamiento jurídico en el artículo 56, inciso c) del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión⁷⁸, que establece el principio de neutralidad de la administración frente a una OPA impidiéndole realizar actos como el de asistencia financiera para la adquisición de acciones de propia emisión. El problema de una prohibición como esta es que frena todo tipo de OPA competidora financiada o cofinanciada con apoyo de la misma sociedad, sea que genere resultados ineficientes o no, por lo que creemos que esta alternativa no es aceptable.

Una alternativa para mejorar esta norma podría ser una excepción que permita que una oferta competidora pueda ser financiada por la sociedad solo si la oferta de adquisición se

78 “Artículo 56.-

La realización de una OPA o, en su caso, de una OPC, genera las siguientes obligaciones y consecuencias adicionales: [...]

c) *Desde que tomen conocimiento de la eventual formulación de una OPA, y hasta la publicación del resultado, los órganos de administración del emisor, deberán actuar con absoluta neutralidad frente a potenciales ofertas competidoras, priorizando en todo momento el interés de los accionistas, y abstenerse de realizar o concertar cualquier acto que no sea propio del giro ordinario de la sociedad y cuya consecuencia sea perturbar el normal desarrollo de la oferta o favorecer a algún ofertante, tales como la emisión de acciones u otros valores, la celebración de contratos de opción o de disposición de activos sociales, entre otros”.*

realiza por el 100% de las acciones de la sociedad o, en su defecto, si se cuenta con la aprobación unánime de los accionistas no vendedores. En ese caso todos los que podrían verse afectados por la modificación de la sociedad o por la pérdida de fondos de la misma darían su aprobación con lo que no se produciría realmente un daño.

En cualquier caso, la existencia de esta norma quita validez a este fundamento para justificar la existencia de una regulación de la asistencia financiera para la adquisición de acciones de propia emisión.

Pasando al análisis en sociedades de accionariado concentrado, en las que el control es detentado por un accionista mayoritario, el problema consiste en el aprovechamiento de ese control para modificar ilegítimamente la estructura accionaria a su favor y en detrimento de los accionistas minoritarios. Expliquemos este problema con mayor detalle.

Una acción no es más que un título que asigna derecho sobre un porcentaje del capital social. Si el capital de determinada sociedad está representado por cien acciones y un accionista tiene una acción, será titular del 1% del capital social. La acción, pues, atribuye a su titular un valor determinado por el porcentaje que le corresponde del valor total.

Por ejemplo, imaginemos dos sociedades con un valor cada una ascendente a US\$ 1'000,000.00. Si el capital social de la primera está representado por cien acciones y el de la segunda por mil, una acción de la primera sociedad equivaldrá a cien de la segunda. En conclusión, lo relevante en una acción o en un conjunto de acciones es el porcentaje acumulado del capital social sobre el que asigna titularidad.

Esta reflexión es importante para entender que cuando se adquiere una acción de determinada sociedad en realidad se está adquiriendo una alícuota de ella; un porcentaje de derechos económicos y políticos. El inversionista de capital, en realidad, no invierte en un número de acciones sino un determinado porcentaje de una sociedad. La modificación de ese porcentaje afecta su inversión y por ello debe prestarse

mucha atención respecto a las circunstancias que rodean esa modificación.

Ahora bien, el problema especial que enfrenta la inversión de capital es que está sujeta a la mera potestad de la junta general o del directorio. Precisamente, el efecto natural de un aumento de capital es que la participación de los accionistas que no adquieren más acciones disminuya, lo cual podría convertir al aumento de capital en una herramienta que permite la manipulación de la estructura accionaria por parte de quienes detentan el control de la sociedad. Para impedir que ello suceda es que se confiere a los accionistas el derecho de suscripción preferente, que permite a los accionistas suscribir las acciones emitidas a causa del aumento de capital a prorrata de su participación. Sin embargo, no todos tienen fondos para suscribir las acciones emitidas que corresponden, lo que, desde ya, de alguna forma permite que el accionista controlador pueda alterar la estructura accionaria.

Esta situación se vuelve peor con la posibilidad de que el accionista mayoritario utilice el control de la junta general o de la administración para procurar a sí mismo o a un tercero de su preferencia un préstamo y así suscribir las nuevas acciones con fondos de la misma sociedad. En este caso, el accionista mayoritario está, evidentemente, abusando del control que detenta en la sociedad para modificar la estructura accionaria y el supuesto de asistencia financiera que analizamos a tal propósito.

A pesar de ello, no creemos que la respuesta sea prohibir la asistencia financiera para la adquisición de acciones de propia emisión. Una prohibición de este tipo es poco razonable, ya que impide una serie de escenarios eficientes, con lo cual falla el último paso del test de razonabilidad. Creemos que basta con el estándar de manejo de la sociedad y con la posibilidad de que el accionista demande la nulidad de los acuerdos que atenten contra los intereses de la sociedad en beneficio de uno de los accionistas.

A diferencia de lo que sucedía en el caso de sociedades anónimas abiertas, el aprovechamiento de la asistencia financiera prohibida para modificar la estructura accionaria debe ser más

fácil de probar en una sociedad anónima cerrada en la que el accionista minoritario suele estar más inmiscuido en el manejo de la sociedad. Además, en este caso el aprovechamiento en este caso resulta más evidente: el accionista mayoritario aprobó el aumento de capital y acordó que se dispongan fondos únicamente a su favor para la suscripción de acciones.

En cualquier caso, sí vemos que, por este motivo, pueda ser de utilidad una norma supletoria que prohíba el financiamiento de acciones de propia emisión cuando ello perjudique a los accionistas minoritarios. Para tales efectos, haría sentido contar con un informe del directorio o de la administración explicando por qué ese no es el caso y asumiendo la responsabilidad por la operación.

2.4 Protección de los stakeholders

Finalmente, se ha señalado que detrás de la asistencia financiera podría estar la protección de la estabilidad laboral de los *stakeholders*⁷⁹ de la compañía frente una práctica denominada liquidación de activos (*asset stripping*)⁸⁰.

La liquidación de activos es un tipo de *corporate raid*⁸¹ caracterizado por una compra apalancada⁸² de una sociedad

79 *Stakeholders* son sujetos que tienen un interés en una sociedad y que pueden afectar o ser afectados por el negocio. Ejemplos de stakeholders son inversionistas, tanto en crédito como en capital, trabajadores, proveedores e, inclusive, podría llegar a incluirse a comunidades en donde el negocio se desarrolla, al gobierno, entre otros. (INVESTOPEDIA. *Stakeholder*. Consulta: 18 de abril de 2017. <<http://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>>)

80 Ver, FERRERO ÁLVAREZ-CALDERÓN, Guillermo y Antonio GUARNIZ IZQUIERDO. “La Regulación de la Asistencia Financiera”. En, *Revista IUS ET VERITAS*, N° 50. Lima, 2015, p. 266.

81 Se llama *corporate raid* a la operación de adquisición hostil de una sociedad infravalorizada para efectuar cambios internos diseñados en maximizar el valor de la acción. Estos cambios incluyen la modificación de la administración o incluso la liquidación de la compañía.

82 Compra con fondos de la propia sociedad.

infravalorada a manos de un inversionista o fondo (denominado *corporate raider* o *asset stripper*) para posteriormente liquidarla y disolverla. Este proceso se produce cuando los activos de determinada sociedad valen más por separado que la empresa en su conjunto.

La liquidación de activos ha sido representada en la cultura popular⁸³ como un proceso negativo que genera pérdida de empleos y que destruye el legado de quienes fundaron las compañías liquidadas. Sin embargo, esta, así como cualquier otra práctica de *corporate raid*, lejos de ser negativa, es deseable. Si no existieran estas prácticas, ningún inversionista estaría interesado en adquirir una sociedad mal administrada, por lo que la administración no tendría los incentivos adecuados para manejar la sociedad maximizando su valor. Particularmente, la liquidación de activos genera resultados eficientes, pues permite que los distintos activos de una sociedad sean reasignados a quienes les den el uso más eficiente.

Respecto a la situación de los *stakeholders* luego de una liquidación de activos, compartimos totalmente la opinión de Hansmann y Kraakman:

“Sin lugar a dudas, acervar la primacía de los intereses accionarios en Derecho Corporativo no supone que los intereses de los stakeholders deban o puedan ser desprotegidos. Ello solamente indica que el mecanismo legal más eficaz para proteger los intereses de aquellos que no son accionistas —o por lo menos todos los sujetos distintos a los acreedores— se encuentran fuera del Derecho Corporativo. Para los trabajadores

83 Una muestra de ello es la caracterización cuasi satánica que se hace de la actividad de un *corporate raider* en la película de 1987, *Wall Street*. En ella, el *corporate raider* Gordon Gekko, era un sujeto inescrupuloso que personificaba la avaricia de la cultura americana de los años 80. Otro ejemplo es Edward Lewis de la película *Pretty Woman* de 1990. Edward Lewis, protagonista de la película y *corporate raider*, encuentra absolución cuando, en lugar de liquidar los activos de una sociedad, pacta con el fundador de sociedad objetivo que continúe en actividad.

esto significa una adecuada legislación de contratación laboral, pensiones, seguridad social y leyes antidiscriminatorias. [...]”⁸⁴.

Por ello, y considerando que la liquidación de activos no es un mecanismo ineficiente ni oportunista, no consideramos que este sea un fundamento razonable para la prohibición del tipo de asistencia financiera bajo análisis.

3. Conclusión

En este capítulo hemos procurado revisar los principales fundamentos utilizados por la doctrina para justificar la regulación de la llamada asistencia financiera y contrastarlos contra lo que, en nuestra opinión, es la función que el Derecho Corporativo está llamado a cumplir en un ordenamiento jurídico respetuoso de la autonomía privada y de la libertad de empresa. La conclusión es que no existe ningún fundamento que justifique una limitación a la asistencia financiera.

84 HANSMANN y KRAAKMAN. “El fin de la historia para el Derecho Corporativo”, *op. cit.*, p. 255.

PARTE II:
ANATOMÍA DE UNA PROHIBICIÓN
INTERPRETACIÓN DEL ARTÍCULO 106 DE
LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Capítulo III

Nociones previas: interpretación, analogía y fraude a la ley

En la segunda parte de este trabajo abandonamos el estudio del fenómeno de la asistencia prohibida para intentar entender si debe ser regulado para adentrarnos en la prohibición que consta en el artículo de la LGS. Dejamos el estudio del *deber ser*, para pasar al estudio del *es*.

Dicho esto, el artículo 106 está redactado de manera bastante vaga y amplia. La doctrina local, reconociendo lo limitado del texto legislativo, ha discutido cuál es la extensión de la norma o de sus efectos a partir de conceptos como interpretaciones extensiva y restrictiva, analogía y fraude a la ley. Por ello, antes de desarrollar los elementos de la norma, desarrollaremos el marco teórico aludiendo a dichos conceptos, lo que nos permitirá hacer el análisis.

1. Introducción

Como señalamos antes, la doctrina local, siguiendo la tendencia mundial, ha discutido sobre la extensión de la prohibición de asistencia financiera. Cierta sector ha encontrado que la limitada redacción del artículo 106 de la LGS podría exigir aplicar sus efectos a otros supuestos no comprendidos en el texto, por aplicación de la prohibición del fraude a la ley. Otro sector, en

desacuerdo con lo antes señalado, sostiene que ello no es posible, pues se colisionaría con la prohibición de aplicar analógicamente normas restrictivas de derechos.

En su artículo sobre el tema, López sostiene que “*extender los efectos de dicha prohibición a otras operaciones similares a las expresamente mencionadas en la antedicha norma parecería contravenir flagrantemente el principio general contenido en el artículo IV del Título Preliminar del Código Civil, que establece que ‘la ley que establece excepciones o restringe derechos no se aplica por analogía’*”⁸⁵. Sin embargo, señala luego que esta problemática situación puede ser sorteada aplicando la doctrina del fraude a la ley.

Lo expuesto por López implica sostener que la sola interpretación del artículo es insuficiente para extender los efectos del artículo 106 de la LGS a operaciones similares no contempladas literalmente en él, pero que la prohibición de fraude a la ley, sí permite hacerlo vía analogía. De esa forma, según López la prohibición del fraude a la ley constituiría una excepción a la prohibición de aplicar analogía respecto a normas restrictivas de derechos.

Por su parte, Ferrero y Guarniz sostienen que “[e]l artículo 106 de la Ley General de Sociedades es una de esas normas en las que existe tensión entre la interpretación lógica de la norma y la interpretación restrictiva que debe hacerse de cualquier disposición que restringe derechos”⁸⁶. En su opinión, si bien lo que prohíbe el artículo IV del Título Preliminar del Código Civil⁸⁷ es la analogía, la diferencia entre ella y una interpretación extensiva es muy subjetiva como para que pueda ser de aplicación. Por ello, los autores concluyen que “*todo lo que no se encuentre expresamente*

85 LÓPEZ SANDOVAL. “Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida”, *op. cit.*, p. 270.

86 FERRERO ÁLVAREZ-CALDERÓN y GUARNIZ IZQUIERDO, *op. cit.*, p. 262.

87 “Artículo IV.-

La ley que establece excepciones o restringe derechos no se aplica por analogía”.

*prohibido por la norma, debería considerarse permitido*⁸⁸. Los autores no explican cuál sería el impacto de la doctrina del fraude a la ley o, de no tenerlo, por qué no lo tiene.

Así, mientras que para López la norma puede extenderse a otras operaciones no comprendidas en ella mediante el uso de la analogía gracias a la prohibición del fraude a la ley, para Ferrero y Guarniz la norma parece no poder extenderse a otros supuestos precisamente por la prohibición de analogía. Esta diferencia de opiniones demuestra lo relevante que es el estudio de conceptos de interpretación de la ley para poder decodificar el significado que el artículo 106 de la LGS encierra.

En esta sección estudiaremos principalmente cuándo termina la interpretación y comienza la integración vía analogía y, sobre todo, si es la prohibición del fraude a la ley una excepción a la prohibición de analogía contenido en el artículo IV del Título Preliminar del Código Civil.

2. Interpretación de la ley

*“En la teoría hay una larga discusión sobre si siempre existe problema de interpretación o si este solo aparece cuando la literalidad de la norma no es suficientemente clara. La discusión es importante desde el punto de vista epistemológico, pero, por la finalidad que tiene este trabajo, solo consignamos la existencia de la discusión y optamos en adelante por la concepción de que solo hay problema de interpretación cuando el sentido de la norma no queda claro, bien de su lectura inicial, bien de su posterior cotejo con el caso que se va a regular con ella”*⁸⁹.

De esta forma, Marcial Rubio da cuenta de un debate bastante antiguo en materia de interpretación. Si bien, creemos, la

88 Íd., p. 263.

89 RUBIO CORREA, Marcial. *El sistema jurídico. Introducción al Derecho*. Décima edición. Lima: Fondo Editorial de la PUCP, 2009, p. 220.

discusión se encuentra ya cerrada –en la actualidad es difícil que algún estudioso de la materia sostenga que la tarea interpretativa de la ley tiene lugar solo cuando la literalidad presenta oscuridad, posición respaldada además por la ciencia lingüística–, esta nos permite comenzar a aclarar algunos conceptos sobre interpretación e integración que utilizaremos para determinar la extensión de la prohibición contenida en el artículo 106 de la LGS. En efecto, el debate no solo es importante “*desde el punto de vista epistemológico*”, sino para comprender los alcances de los efectos jurídicos de una norma.

Francesco Messineo sostuvo que “[u]na actividad interpretativa se ejercita siempre (aunque pase inadvertida), aun a propósito de las normas que, por su claridad y por el carácter inmediato de su significado, son prontamente inteligibles: la sola aprehensión de una norma y el ineludible trabajo de meditación (más o menos rápido y simple), que ella exige para ser entendida, son ya obra de interpretación”⁹⁰. Esta postura de alguna manera explica el aspecto semántico por el que el aforismo ‘*in claris non fit interpretatio*’ no resulta adecuado.

En efecto, las palabras no son más que signos cargados de uno o más significados –a lo que en lingüística se denomina semántica léxica⁹¹. Además, el orden en el que las palabras y oraciones se presentan generalmente genera nuevos significados –a lo que en lingüística se denomina semántica composicional⁹². Por ello, siempre que somos receptores de un mensaje, por más simple y claro que resulte, tenemos necesariamente que decodificarlo.

90 MESSINEO, Francesco. *Manual de Derecho Civil y Comercial*. Tomo I. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América, 1979, p. 95.

91 De acuerdo a la Real Academia Española, semántica léxica es la “*rama de la semántica que estudia el significado de las palabras, así como las diversas relaciones de sentido que se establecen entre ellas*”. (REAL ACADEMIA ESPAÑOLA. “Semántica”. En, *Diccionario de la Lengua Española*. Décimo tercera edición, 2014. Consulta: 6 de diciembre de 2016 <<http://dle.rae.es/?id=XVRDns5>>).

92 De acuerdo a la Real Academia Española, semántica composicional es la “*rama de la semántica que estudia el significado de los sintagmas y las oraciones*”. (*Ibid.*).

Pongamos un ejemplo. Si vamos por la calle y oímos que un policía grita “¡alto!”, la palabra misma se presta a más de un significado: uno de ellos, “detenerse” y el otro, “de gran estatura”. Así, una lectura parcial del signo utilizado nos lleva a dos posibles significados. Ello no significa que existan dos o más mensajes. El mensaje es uno solo, pero el signo utilizado tiene más de un significado potencial. En este caso, el contexto sirve para darnos cuenta que el significado acertado es “detenerse”.

Así, siempre interpretamos. Nuestros cerebros siempre realizan un proceso para abstraer de las palabras y de su orden el significado. Con frecuencia ello no será suficiente y nuestro cerebro deberá recurrir al contexto (v.g. tiempo, lugar, modo) en el que estas se pronuncian para asignar preferencia a uno de esos significados posibles –a lo que en lingüística se llama nivel pragmático o pragmática⁹³–, e inclusive ella es una tarea especulativa. En el ejemplo, es muy poco probable, pero, aun así, posible que el policía esté señalando que algo o alguien tiene una estatura prominente. Lo cierto es que todo enunciado esconde un único significado, un mensaje al que el intérprete solo puede aspirar a acercarse de manera imperfecta. Solo el emisor conoce el mensaje que quiso comunicar con el enunciado.

La norma escrita se expresa también mediante enunciados, por lo que su intérprete soporta las mismas dificultades que cualquier otro –multiplicidad de significados potenciales–, pero, además, soporta la dificultad de que ni el emisor de la misma, el legislador, conoce su significado. Existe ya consenso respecto a la irrelevancia de la voluntad del legislador respecto al significado de la ley. Una vez emitida, el mensaje que contiene se divorcia de manera absoluta del que el legislador quería que tuviese. La interpretación del legislador es tan válida como la de

93 De acuerdo a la Real Academia Española, el nivel pragmático de la lingüística o pragmática es la “*disciplina que estudia el lenguaje en su relación con los hablantes, así como los enunciados que estos profieren y las diversas circunstancias que concurren en la comunicación*”. (REAL ACADEMIA ESPAÑOLA. “Pragmática”. En, *Diccionario de la Lengua Española*. 23ª edición, 2014. Consulta: 6 de diciembre de 2016 <<http://dle.rae.es/?id=TtZ64Ru>>).

cualquiera. Siendo ello así, es decir, siendo que la intensión del legislador no determina el significado acertado del enunciado, ¿qué lo determina? Pues la vida en relación y la función que el ordenamiento jurídico cumple en ella. Emilio Betti, lo pone de la siguiente manera:

“[S]e cree que, en general, ‘basta’ la llamada interpretación literal y que sólo en ciertos casos es preciso acudir a la lógica y que resulta casi excepcional y en vía subsidiaria el descender a una valoración comparativa de los intereses. Ahora bien, hay que tener presente la inescindibilidad de la palabra respecto al pensamiento que representa y considerar que la ley no es letra muerta, sino forma representativa de un contenido espiritual, que es contenido normativo e instrumento a los fines de la convivencia social [...]”⁹⁴.

[...] [L]a raíz del equívoco puesto de relieve se halla en considerar suficiente por sí misma la enunciación de la norma como juicio lógico. Sólo de ahí deriva el hecho de concluir que: cuando la enunciación es clara, no hay necesidad de otra cosa: ‘in claris non fit interpretatio’. Y esto es lo erróneo. Porque argumentando de este modo, se olvida de que aquí no se trata de un juicio con función meramente cognoscitiva (por ejemplo, de un juicio histórico), sino de un instrumento destinado a disciplinar la vida en relación. Y entonces es preciso ver, en cada caso, cómo funciona tal instrumento y se adapta al fin al que debe responder, es decir, si sirve para resolver el problema práctico del que presenta la solución. No basta con fijar puramente lo que la ley dice, un intérprete que se limitara a la fórmula legislativa, porque ‘está escrita de tal modo’ [...], y prescindiese de indagar qué valoración normativa constituye su ratio iuris, mostraría tener una noción bien mísera del sentido de la ley y no cumpliría con su tarea. La lógica del Derecho es algo más que una pobre lógica

94 BETTI, Emilio. *Interpretación de la ley y de los actos jurídicos*. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1975, p. 251-259.

*formal de las singulares proposiciones legislativas y es misión del intérprete espiritualizarla considerando en ella inmanente el momento teleológico y dándose cuenta de la coherencia del sistema en su totalidad*⁹⁵.

El contenido espiritual al que se refiere Betti no es más que el significado o mensaje contenido en el enunciado: la norma jurídica. El enunciado, el texto, es solo un código que, por sí mismo, no genera efectos jurídicos. Es su contenido espiritual el que los genera.

Por ello, la primera etapa del proceso interpretativo, a la que Betti llama la etapa lógica, es atender a los posibles significados de las palabras y a la estructura interna del enunciado. Es decir, atender al nivel semántico de la lingüística. El trabajo, sin embargo, está incompleto aun si la etapa lógica nos lleva a un solo significado. En el caso de la interpretación legal, el nivel pragmático de la lingüística consiste en la función que la norma cumple en la vida social y considerando los intereses que se tutelan en la rama del Derecho en la que dicha norma se enmarca. Determinar la norma, en atención a dicha función y esos intereses, a partir del significado semántico, configura la segunda etapa del proceso interpretativo, a la que Betti llama etapa teleológica.

Así, las palabras son solo una puerta de entrada para la función de la norma, función que debe ser descubierta, además, con ayuda de los intereses tutelados por la rama del Derecho de la que la norma es parte. Es preciso anotar que la norma y la rama del ordenamiento jurídico que la contiene tienen una función concreta y una determinada jerarquía de intereses tutelados, respectivamente. Por eso, el intérprete no debe interpretar la norma en base a los intereses que le parezcan mejores, más justos o más eficientes. Su tarea es meramente reconstruir la norma con la función e intereses preestablecidos en ella. Este es el límite del intérprete.

95 Íd., pp. 257-259.

Considerando que el proceso tiene dos etapas, uno dirigido a descubrir el significado de las palabras y el otro a descubrir la función de la norma, y que el primero es solo una puerta de entrada para el segundo, es posible que la norma descubierta sobrepase o restrinja el sentido lógico del enunciado. Así, una norma puede tener tres extensiones distintas respecto al significado lógico del enunciado. A estas distintas extensiones producto de la interpretación se les ha llamado interpretación restrictiva, declarativa y extensiva.

Si, luego de realizada la interpretación de la norma y comparándola con el significado obtenido al culminar la etapa lógica, el intérprete identifica que el significado lógico del enunciado es más comprensivo que la norma que encierra, estaremos frente a lo que se llama interpretación restrictiva. Si la norma es tan comprensiva como el significado lógico de su enunciado, la interpretación habrá sido declarativa. Finalmente, si la norma es más comprensiva que el significado lógico de su enunciado, estaremos frente a la llamada interpretación extensiva. Hablar de estos resultados del proceso interpretativo es de utilidad para entender que el enunciado es solo la puerta de entrada a la norma y que lo que la termina por definir es en realidad su función⁹⁶.

Así entendidas, estas de ningún modo son distintas técnicas o métodos interpretativos, sino el resultado del proceso interpretativo. Un intérprete no puede optar por interpretar un mismo enunciado de manera restrictiva o extensiva. El enunciado se interpreta siempre de la forma más adecuada para decodificar la norma y el resultado de ello podrá ser restrictivo, cuando la norma resulte ser menos amplia que el significado lógico del enunciado, declarativo, cuando resulte ser tan amplia como el significado lógico del enunciado, o extensivo, cuando sea más amplia. Por eso, una norma como la contenida en el artículo IV del Título Preliminar del Código Civil no podría prohibir una interpretación extensiva. Ello no sería otra cosa que prohibir

96 MESSINEO, *op. cit.*, p. 105.

su interpretación, ya que, extensivo o no, este tiene solo un significado⁹⁷.

3. Analogía

Ahora bien, si una norma puede ser más comprensiva que su enunciado, a lo que se llama interpretación extensiva, ¿en qué casos se aplica la analogía? Domenico Barbero lo pone de la siguiente manera:

“Los medios de producción del derecho, ley y costumbre, como hechos del hombre, son de naturaleza fenoménica y, por tanto, finitos y contingentes. Y como tales, tienen un valor limitado. No llegarán nunca a abarcar uno a uno, singularmente, específicamente, todos los casos de la vida. En otras palabras, no se llegará nunca a tener una regla específica para cada caso singular.

Pero frente a la limitación de los ‘medios de producción’ se expresa la necesidad, necesidad irreductible, de que todo caso de la vida, toda relación singular, prevista o no por una ley especial o por una costumbre propia, tenga una disciplina jurídica, encuentre una norma reguladora en el ordenamiento jurídico (que podría ser también simplemente permisiva).

Esta necesidad de ser completo del ‘derecho’ exige un remedio para lo humanamente incompleto de sus ‘medios de producción’. Remedio que todo legislador consciente de su propia limitación respecto de la indefinida variedad de la experiencia, se preocupa por prestar mediante el acto legislativo mismo, y que

97 Ello ha sido sustentado por diversos autores que sostienen que todo precepto normativo debe ser interpretado (pudiendo esa interpretación resultar en una extensión del significado lógico del enunciado), aun si se tratase de normas de excepción o que restrinjan derechos (ver, BARBERO, Domenico. *Sistema de Derecho Privado*. Tomo I. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América, 1967, p. 126; y, MESSINEO, *op. cit.*, p. 109).

nuestro legislador ha tratado de aprontar mediante el recurso a la ‘analogía’ y a los ‘principios generales del ordenamiento jurídico’”⁹⁸.

Así, la analogía es una herramienta que permite al juzgador cumplir su función de decir el derecho cuando no existe ninguna regla que defina el tema⁹⁹ –lo que se conoce como laguna del derecho. Cómo lo hace, es algo que abordaremos en las siguientes líneas, pero antes, es preciso anotar que la analogía es una herramienta absolutamente excepcional.

En el Derecho, en particular en el Derecho privado, opera el principio general “*nadie está obligado a hacer lo que la ley no manda ni impedido de hacer lo que ella no prohíbe*”, recogido, en nuestro ordenamiento, en el artículo 2, inciso 24, párrafo a) de la Constitución. Por ello, la regla general es que, si algún supuesto no está regulado no es por falta de previsión sino por falta de voluntad legislativa. Esto es a lo que se llama vacío del Derecho. La falta de regla amerita integración solo en circunstancias particulares absolutamente excepcionales.

Por eso, además de normas integradoras como las que contemplan el uso de la analogía y los principios generales del Derecho, los ordenamientos que optan por esta fórmula de integración contemplan normas como la contenida en el artículo IV del Título Preliminar de nuestro Código Civil, que, en el fondo, disponen que cuando existan normas de excepción

98 Íd., p. 125.

99 En nuestro ordenamiento jurídico este deber del juzgador de completar el ordenamiento en caso de laguna se recoge en los incisos 8 y 9 del artículo 139 de la Constitución, que establecen lo siguiente:

“Artículo 139.-

Son principios y derechos de la función jurisdiccional: [...]

8. *El principio de no dejar de administrar justicia por vacío o deficiencia de la ley. En tal caso, deben aplicarse los principios generales del derecho y el derecho consuetudinario.*

9. *El principio de inaplicabilidad por analogía de la ley penal y de las normas que restrinjan derechos [...].”*

o restrictivas de derechos, lo que se deja fuera de la excepción o de la restricción es un vacío y no una laguna, por lo que no corresponde la aplicación analógica de dichas normas.

Sobre la analogía, hemos señalado hasta el momento que es un método de integración del ordenamiento jurídico y que es absolutamente excepcional, pero no hemos expuesto en qué consiste. De acuerdo con Norberto Bobbio, el razonamiento analógico es *“aquella operación realizada por los intérpretes del Derecho (juristas y jueces en particular) mediante la cual se atribuye a un caso o a una materia que no encuentra una reglamentación expresa en el ordenamiento jurídico, la misma disciplina prevista por el legislador para un caso o para una materia semejantes”*¹⁰⁰. Barbero, por su parte, ha señalado que el razonamiento analógico consiste en *“extender la eficacia de una disposición, de la cual el intérprete reconoce un determinado valor específico, a casos que en razón de su especie no entrarían dentro del ámbito de la misma disposición, sino que se transportan a ella por analogía. Regla de la extensión es el criterio de similitud: similitud del caso previsto con el no previsto”*¹⁰¹.

A diferencia de la integración por medio de los principios generales del Derecho, en la cual el operador jurídico identifica un principio relevante y deriva de él una regla aplicable para el caso no previsto, en la integración por analogía el operador jurídico encuentra una norma que regule una materia similar a la del caso no previsto y le aplica la misma regla. Así, mientras que en la integración por medio de los principios generales del derecho el intérprete debe inventar la regla, en la analogía debe encontrarla.

El *quid* del asunto está en determinar en qué consiste este criterio de similitud o semejanza. Manuel Atienza ha señalado que *“el argumento [analógico] es válido si el caso no regulado es semejante al regulado en lo que constituye la razón suficiente de*

100 BOBBIO, Norberto. “Analogía”. En, *Novissimo Digesto Italiano*. Tomo XIII. Turín: UTET, 1966, p. 602.

101 BARBERO, *op. cit.*, pp. 126-127.

la norma jurídica; y por razón suficiente de una ley o ‘ratio legis’ debe entenderse ‘*id propter quod lex lata est, et sine qua lata non esset*’ [el propósito por el cual una ley es emitida y sin el cual no existiría]¹⁰². De igual manera, Karl Larenz ha señalado que “[e]l traslado se basa en que, debido a su similitud, ambos supuestos de hecho han de ser valorados igualmente en los aspectos decisivos para la valoración legal; es decir, que se basa en la exigencia de la justicia de tratar igualmente a lo igual. [...]. Para conocer qué elementos del supuesto de hecho legalmente regulado son importantes para la valoración legal y por qué lo son, es preciso retornar a los fines e ideas fundamentales de la regulación legal, a la ‘ratio legis’¹⁰³.

Así, resulta que para aplicar la analogía el supuesto de hecho de la norma existente debe ser distinto al hecho sin regulación. Sin embargo, ambos deben ser semejantes en que, la existencia de la regulación del primero permite concluir que, si el legislador hubiera previsto el segundo, lo hubiera regulado de manera similar. Es decir, el motivo por el que existe la regla en cuestión justifica la existencia de una regla que sea de aplicación al hecho no regulado de la misma manera. Pongamos un ejemplo.

En nuestro ordenamiento jurídico, la asociación está regulada entre los artículos 80 y 98 del Código Civil. Una regulación bastante limitada si se compara con la regulación de la sociedad en la LGS. Existe una serie de materias que no se regulan en la asociación y que sí se regulan para la sociedad. Una de ellas es el conflicto de intereses en el directorio.

Tanto el Código Civil como la LGS prevén la posibilidad de que la asociación y la sociedad tengan un consejo directivo y directorio, respectivamente. A tales efectos, el artículo 180 de la LGS establece que “*el director que en cualquier asunto tenga interés en contrario al de la sociedad debe manifestarlo y abstenerse de participar en la deliberación y resolución concerniente a dicho*

102 ATIENZA, Manuel. *Sobre la analogía en el Derecho. Ensayo de análisis de un razonamiento jurídico*. Madrid: Editorial Cívitas S.A., 1986, p. 56.

103 LARENZ, Karl. *Metodología de la ciencia del Derecho*. Barcelona: Editorial Ariel, S. A., 1994, pp. 374-375.

asunto”. Nada dice, en cambio, el Código Civil para la asociación respecto de ese punto. En este caso la razón de ser del artículo 180 de la LGS es evitar los costos de agencia y, siendo que ella es una preocupación para el ordenamiento jurídico, no hay motivo para que una regla análoga no deba inferirse respecto del consejo directivo de la asociación.

Nótese que las funciones de ambas reglas son distintas: una es evitar el costo de agencia en la sociedad y la otra sería evitarlo en la asociación, institutos jurídicos que, a su vez, cumplen propósitos muy diversos en la sociedad. No puede, por ello, decirse que una interpretación correcta del artículo 180 nos lleva a extender el significado lógico del enunciado para que la regla abarque a la asociación. Sin embargo, el fundamento de la regla existente fundamenta también a la regla análoga.

Resulta claro, pues, que la analogía y la interpretación son instituciones diferentes. Consecuencia de ello es que la prohibición contenida en el artículo IV del Título Preliminar del Código Civil resulte aplicable solamente a la analogía y no a la interpretación, aun si esta resultase siendo extensiva.

4. Fraude a la ley

Habiendo ya expuesto conceptos generales sobre interpretación y analogía, no puede sostenerse que la interpretación extensiva es factible, para normas de excepción o que restringen derechos, gracias a la prohibición del fraude a la ley, pues, a pesar de que no hemos estudiado aún sobre la prohibición del fraude a la ley, sabemos que toda norma puede y debe ser interpretada y que el que sea extensiva es una realidad de la norma con la que el intérprete se topa, no una técnica que puede o no aplicar. Tampoco puede decirse que el fraude a la ley permite la aplicación de analogía para normas de excepción o que restringen derechos, pues en esos casos habrá un vacío legal, es decir la voluntad legislativa de no regular. Entonces, ¿a qué casos aplica la prohibición del fraude a la ley?

Como señala Luis Díez-Picazo, la teoría de la prohibición del fraude a la ley ha evolucionado. La versión antigua surgió cuando el método interpretativo preponderante era el literal. Se consideraba que un acto contravenía directamente una norma solo si contravenía el significado lógico del enunciado. Había, si se quiere, una identidad entre significado lógico del enunciado y norma jurídica. Lo demás quedaba excluido y por ello se requería de una fórmula que extendiera sus efectos a aquellos supuestos excluidos. En ese contexto, eran actos fraudulentos aquellos que, sin contravenir directamente el significado lógico del enunciado, contravenían el espíritu de la norma.

La versión moderna surgió cuando la técnica de interpretación de la ley evolucionó, quitando valor a la interpretación literal en favor de una interpretación funcional de la norma. Gracias a esta evolución en la técnica interpretativa, se entendió que la norma puede superar el significado lógico del enunciado que la contiene. En este caso, se podría decir que había identidad entre significado teleológico del enunciado y norma. Por ello, cualquier acto que contravenga el espíritu normativo es directamente contrario a la ley. *“Se produce, entonces, un ensanchamiento del área de los actos ‘contra legem’, que a su vez restringe el área de los actos ‘in fraudem legis’”*¹⁰⁴. Así las cosas, ¿en qué consiste realmente y cuándo debe aplicarse la versión moderna de la prohibición del fraude a la ley?

De acuerdo con Manuel Atienza y Juan Ruiz Manero, *“puede decirse que se produce fraude a la ley cuando alguien ejerce un poder normativo para obtener un resultado ‘R’ [un cambio o resultado normativo] (y el uso de ese poder le está permitido), pero ‘R’ está enlazado con otros resultados normativos, o con otras consecuencias, que están prohibidos”*¹⁰⁵. La tesis de los autores

104 DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. “El abuso del derecho y el fraude a la ley en el nuevo Título Preliminar del Código Civil español y el problema de sus recíprocas relaciones”. En, *Revista IUS ET VÉRITAS*, N° 5. Lima, 1992, pp. 11-12.

105 ATIENZA, Manuel y Juan RUIZ MANERO. *Ilícitos atípicos*. Madrid: Editorial Trotta, 2000, pp. 73-74.

es que las normas regulativas se inspiran en principios según los cuales determinados hechos son, o deseables, en cuyo caso establecen deberes, o no deseables, en cuyo caso establecen prohibiciones. El fraude se produce, pues, cuando el ejercicio de un poder habilitado por una norma jurídica (norma de cobertura) genera un resultado jurídico válido por sí mismo, pero cuyas consecuencias indirectas, sean jurídicas o fácticas, son contrarias a determinado principio (norma defraudada).

El ejemplo típico sería la elusión de la prohibición del pacto comisorio mediante una compraventa con pacto de retroventa. El artículo 1111 del Código Civil¹⁰⁶ prohíbe que el acreedor se pueda quedar con el bien hipotecado si el deudor incumple la obligación principal. Para eludir dicha prohibición, muchos, en lugar de un contrato de garantía, celebraban un contrato de compraventa con pacto de retroventa, conforme a lo establecido en el artículo 1586 del Código Civil¹⁰⁷, condicionado al cumplimiento de una obligación que sería equivalente a la obligación principal. Por ello, en aplicación de la prohibición del fraude a la ley, el contrato de compraventa con pacto de retroventa es nulo.

No podríamos decir que, en ese caso, se extienden los efectos del artículo 1111 a la compraventa con pacto de retroventa por analogía, pues estos no son supuestos similares. La hipoteca con pacto comisorio y la compraventa con pacto de retroventa tienen funciones y responden a intereses absolutamente diversos. Sin embargo, se utiliza la segunda para alcanzar determinados efectos indirectos que vulneran los intereses detrás de la regulación del primero y ello es precisamente el fraude a la ley.

Pongamos otro ejemplo. El artículo 1708, inciso 1, del Código Civil establece que “*si el arrendamiento estuviese inscrito, el*

106 “Artículo 1111.-

Aunque no se cumpla la obligación, el acreedor no adquiere la propiedad del inmueble por el valor de la hipoteca. Es nulo el pacto en contrario”.

107 “Artículo 1586.-

Por la retroventa, el vendedor adquiere el derecho de resolver unilateralmente el contrato, sin necesidad de decisión judicial”.

adquirente deberá respetar el contrato, quedando sustituido desde el momento de su adquisición en todos los derechos y obligaciones del arrendador". No dice nada, empero, respecto al deber de quien adquiere el usufructo o la superficie de respetarlo, pero vemos que el fundamento por el que existe el artículo 1708, inciso 1, fundamenta también una consecuencia igual para los casos de usufructo y de superficie. Aquí lo que correspondería sería aplicar la misma regla por analogía. El fraude a la ley nada tiene que ver: la regla que obliga al adquirente a respetar el arrendamiento inscrito es distinta a la que obliga al usufructuario o al superficiario a hacer lo propio y genera efectos distintos.

Sí podría, en cambio, producirse un caso de fraude a la ley respecto a la duración del arrendamiento. De acuerdo a la regulación del arrendamiento, resulta claro el interés del ordenamiento de que ninguna de las partes esté atada al contrato por más de diez años si, luego de celebrado, resultara contra sus intereses mantenerlo. Por ello, de acuerdo con los artículos 1688 y 1703 del Código Civil, respectivamente, si el arrendamiento es de duración determinada no podrá durar más de diez años y si es de duración indeterminada, cualquiera de las partes puede ponerle fin en cualquier momento, dando aviso judicial o extrajudicial a la otra parte.

Siendo ello así, sería fraude a la ley si las partes pactaran un contrato de arrendamiento de duración determinada luego del cual una de ellas tiene un derecho de opción para renovarlo por el mismo plazo y así sucesivamente. Si bien, el arrendamiento de duración determinada está dentro del límite establecido en la ley y pactar un derecho de opción es plenamente válido, el efecto indirecto de ello será frustrar la función de los artículos 1688 y 1703. En este caso, nada tiene que ver la analogía. De hecho, los supuestos son absolutamente disímiles. Pero sí falta una regla que tome en consideración que la opción para una de las partes para renovar un contrato de duración determinada es contraria a los fines del ordenamiento jurídico.

Así, la analogía y prohibición de fraude a la ley son instituciones diferentes. Consecuencia de ello es que la prohibición contenida

en el artículo IV del Título Preliminar del Código Civil resulte aplicable solamente a la analogía y no a la prohibición del fraude a la ley.

5. Conclusión

En suma, no es sostenible que a la interpretación extensiva de normas restrictivas de derechos se aplique la prohibición aplicable a la analogía. La interpretación extensiva es uno de los posibles resultados del proceso interpretación normativa, que pasa del análisis lógico –análisis del texto–, a lo teleológico –finalidad del cuerpo normativo en el que la norma se inserta y función de la norma. La interpretación extensiva, por tanto, no es otra cosa que la conclusión de que la norma tiene un sentido más amplio que el que una interpretación meramente lógica de su enunciado arroja. Así, prohibir la interpretación extensiva no es otra cosa que prohibir la interpretación. Si luego de interpretar una norma concluimos que dice A y tenemos una norma que no nos permite entender que la norma dice A, esta segunda norma no nos deja interpretar correctamente la primera; niega al intérprete la posibilidad de abstraer su real significado.

No sucede lo mismo con la prohibición de aplicación de analogía a normas de excepción o que restringen derechos, pues en esos casos el legislador intencionalmente ha dejado un vacío en el ordenamiento jurídico, y, por consiguiente, no corresponde que este sea llenado.

El fraude a la ley tampoco está sujeto a la prohibición. Aplicar la norma trasgredida a la situación que la trasgrede no es aplicarla analógicamente. Para comenzar en el caso de fraude a la ley no hay un vacío normativo. Por el contrario, hay una norma habilitante. El fraude a la ley no consiste en aplicar dos situaciones jurídicas similares la misma solución regulatoria. Consiste en corregir la aplicación normativa oportunista, cuando se desnaturaliza una situación permitida por la ley para evadir una norma restrictiva. Esto puede hacerse incluso cuando la norma sea de excepción o

restrictiva de derechos. De hecho, el fraude a la ley está hecho para frustrar la evasión de normas restrictivas de derechos.

En suma, al intentar comprender las situaciones prohibidas por el artículo 106 de la LGS podremos valernos de la técnica interpretativa y de la institución del fraude a la ley, pero no de la analogía.

Capítulo IV

Punto de partida: la función de la prohibición de asistencia financiera en el ordenamiento societario peruano

En la primera parte llegamos a la conclusión de que no existe justificación alguna para la existencia de una norma que limiten supuestos de asistencia financiera. Sin embargo, muchos ordenamientos jurídicos, de forma más o menos flexible, lo hacen.

En el ordenamiento jurídico peruano, la asistencia financiera se encuentra regulada en el artículo 106 de la LGS, que establece lo siguiente:

“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”.

Esta norma amplía el primer esfuerzo del legislador peruano por regular la asistencia financiera, plasmado en el artículo 118 de la Ley N° 16123, Ley de Sociedades Mercantiles de 1966 de la siguiente manera:

“Artículo 118.- En ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o dar anticipos con garantía de sus propias acciones, bajo responsabilidad del directorio”.

Como vemos, esta norma recoge solo uno de los dos supuestos de asistencia financiera: el prestar fondos con garantía de acciones de propia emisión¹⁰⁸. El artículo 106 de la LGS, en cambio, recoge ambas prohibiciones de asistencia financiera: la de tomar en garantía acciones de propia emisión y la de otorgar o garantizar financiamientos para la adquisición de acciones de propia emisión.

La norma vigente contiene cinco elementos, unos implícitos y otros explícitos, a tomar en consideración: (1) las operaciones prohibidas; (2) el título valor objeto de la prohibición; (3) el sujeto a quien esta se dirige; y (4) las consecuencias de contravenirla. En el siguiente capítulo estudiaremos cada uno de ellos, pero antes, para hacer una adecuada interpretación de la norma a efectos de entender la extensión de esos elementos, debemos entender cuál es la función de la norma. En este capítulo nos avocaremos a esta función.

En el primer capítulo sostuvimos que el fundamento del Derecho Societario radicaba en posibles ineficiencias inherentes al esquema societario (v.g. costos de transacción, abuso del esquema asambleario y abuso de la responsabilidad limitada). Por ello, dijimos que un Derecho Societario eficiente debía contener normas supletorias y una combinación de un estándar para la conducción de la sociedad y una norma permita al accionista minoritario impugnar los acuerdos que se aparten de dicho estándar.

En un Derecho Societario que recoja esta fórmula, no hay lugar para normas sustantivas que establezcan prohibiciones a la autonomía privada. Ello nos llevó a determinar en el capítulo

108 Resulta curioso que el legislador peruano haya adoptado solo una de las prohibiciones típicas de asistencia financiera en la ley abrogada. Por un lado, la ley española de 1951, en la que sustancialmente se basó la Ley de Sociedades Mercantiles, no recogía ningún supuesto de asistencia financiera, y por el otro, el Código Civil italiano de 1942 ya recogía ambas prohibiciones. No conocemos por qué el legislador peruano, en lugar de recoger ninguna o ambas prohibiciones como hacían las leyes española e italiana, respectivamente, optó por recoger solo uno de los dos supuestos.

dos que, desde esa perspectiva, ninguno de los principales argumentos que se han esbozado para fundamentar la prohibición de asistencia financiera es válido.

Lamentablemente, debemos reconocer que esa no es la fórmula adoptada para el Derecho Societario peruano, el cual, de manera más paternalista, recoge una serie de normas sustantivas que confieren derechos a favor de accionistas minoritarios y acreedores de cualquier índole. Son estos intereses los que informan la interpretación de las normas corporativas en la etapa teleológica. Es ese el Derecho Societario que informa la norma contenida en el artículo 106 de la LGS.

En ese contexto, no somos ajenos a la tentación constante de recurrir a una pseudointerpretación para corregir la norma y hacer que esta diga lo que creemos que debería decir. Lamentablemente, es preciso, en este punto, recordar el límite del interprete al que aludimos al referirnos a la tarea interpretativa: reconstruir la norma a partir de su función y los intereses tutelados en el ordenamiento que la acoge. Betti lo pone de la siguiente manera:

[...] Ahora bien, en tal momento teleológico tiene lugar una valoración comparativa de los intereses en juego, que es antes tarea de la ley que, del intérprete, tarea, para este último, únicamente reconstructiva, en cuyo cumplimiento no deben intervenir preferencias personales de carácter contingente y arbitrario. No sólo la solución del problema práctico afrontado por la norma en particular lleva en sí implícita, como criterio que la inspira, una determinada valoración comparativa de los intereses en juego, sino que todo el sistema de las normas que constituyen el ordenamiento jurídico tiene su base y fundamento en principios y criterios de valoración, a ellos inmanentes, aunque latentes, los cuales presuponen una jerarquía de valores y determinan un rango entre los intereses que viven y que operan en la vida de relación.

[...] Excede, en cambio, la misión de la interpretación y penetra en el campo de la política legislativa una crítica de la ley en orden a una reforma. En todo caso el vínculo de subordinación que

liga al intérprete a la ley no le consiente ninguna apreciación discrecional en cuanto a la aplicación de la misma, una vez que haya reconstruido su sentido y sólo porque le parezca contrario a ciertas exigencias de justicia y no de acuerdo con otras. [...] La apreciación a la que es llamado el intérprete debe siempre subordinarse a la valoración normativa contenida en la ley y reflejarla en la máxima de decisión”¹⁰⁹.

Cuando estudiamos interpretación normativa en el capítulo anterior, vimos que es fundamental atender a los intereses que la rama del ordenamiento jurídico en el que la norma se encuentra busca tutelar, pues las normas tienen una existencia meramente instrumental.

Esto es especialmente importante atendiendo a los sujetos que la norma busca tutelar. En efecto, el fin último de toda norma es coadyuvar a la convivencia en sociedad, lo que significa que, por lo general, su existencia se justifica en la tutela de los intereses de ciertos sujetos por encima de otros.

En el ordenamiento jurídico societario peruano son dos las categorías de sujetos cuyos intereses se encuentran especialmente tutelados: los de los accionistas minoritarios y los acreedores de la sociedad. Basta solo revisar la LGS para encontrar el entramado de derechos que los asiste, algunos, como ya señalamos, sin mayor justificación que un equivocado sentido paternalista de la justicia.

En esta sección veremos qué intereses se busca proteger con cada prohibición y de qué forma se busca hacerlo. Por consiguiente, veremos también cómo las prohibiciones toman forma en función de los intereses tutelados por la ley en la que se enmarcan, lo que nos ayudará a ver, en muchos casos, hasta donde llega la norma y en qué casos esta no resulta aplicable.

109 Íd., pp. 244-262.

1. Prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión

Si bien la prohibición de tomar acciones en garantía está tradicionalmente asociada a la elusión del artículo 104 de la LGS, no creemos que ese sea el caso. Como ya mencionamos, si la sociedad se adjudicara las acciones de propia emisión que ostenta en garantía, ello encajaría exactamente en el supuesto contemplado por el artículo 104, por lo que no sería una forma de eludirlo. Y, aun si sí lo fuera, ello no reclamaría una norma adicional. Bastaría con la prohibición de fraude a la ley para impedir la elución. Además, si la razón de ser del artículo 106 de la LGS fuese impedir la elusión del artículo 104, ¿por qué el 104 contemplaría excepciones que el 106 no? No parece haber coherencia sistemática en ello.

En nuestra opinión la finalidad detrás de esta prohibición de asistencia financiera es impedir que la administración participe en la junta general de accionistas ejerciendo los derechos de accionista que confieran las acciones de propia emisión que la sociedad tenga en prenda, cuando se haya establecido que estos sean ejercidos por el acreedor. Nos explicamos.

Si bien, en principio, de acuerdo con el artículo 109¹¹⁰ de la LGS la prenda de acciones no brinda a su titular derechos económicos y políticos, esta es una norma dispositiva, por lo que admite pacto en contrario. De hecho, el segundo párrafo del artículo 90 de la LGS contempla como supuesto de hecho que se hayan cedido los derechos de voto de las acciones dadas en prenda¹¹¹, demostrando la legalidad del supuesto. Esto puede ser

110 “Artículo 109.-

En la prenda de acciones los derechos de accionista corresponden al propietario. [...].

Lo establecido en este artículo admite pacto en contrario”.

111 “Artículo 90.-

[...] Si se hubiera otorgado prenda o usufructo sobre las acciones y se hubiera cedido el derecho de voto respecto de parte de las mismas, tales acciones podrán ser representadas por quien corresponda de acuerdo al título constitutivo de la prenda o usufructo. [...].”

utilizado para que la administración de la sociedad tenga una participación activa en la junta general de sociedades, pudiendo llegar a controlarla. En nuestra opinión, este es el motivo por el cual se establece esta prohibición de asistencia financiera.

Hace sentido que, para los accionistas minoritarios, en una sociedad de accionariado concentrado, y para los accionistas en general, en una sociedad de accionariado difundido, se busque que la administración –sea controlada por el accionista mayoritario o no– no tenga injerencia en las decisiones de la junta general de accionistas. Pero para ello, no es necesario prohibir que la sociedad otorgue financiamientos garantizados por sus propias acciones. Basta que se prohíba que el accionista que da en garantía sus acciones ceda los derechos políticos a la sociedad.

No vemos cómo, de otra forma, el que la sociedad otorgue financiamientos garantizados por sus propias acciones puede afectar el interés de los accionistas.

Con respecto a los intereses de los acreedores, a este podría interesarle que el patrimonio de la sociedad no se reduzca por un préstamo respaldado por una garantía de sus propias acciones, pero, en nuestra opinión, este es un interés que el ordenamiento ya tutela y que, además, no se ve directamente lesionado por la asistencia financiera. El ordenamiento corporativo solo da dos mecanismos de tutela a favor de los acreedores de la sociedad:

(1) El que los accionistas no puedan distribuirse dividendos cuando el patrimonio no exceda al capital social, a lo que se llama devolución indebida de aportes.

Para que se configure un supuesto de devolución indebida de aportes, en primer lugar, debe producirse una facilidad financiera en favor de uno de los accionistas. Pero no basta con ello. La administración tiene la potestad de administrar el patrimonio de la sociedad procurando maximizar su rentabilidad y eventualmente ello puede consistir en transferir fondos de la sociedad a algún accionista (v.g. cuando le esté comprando activos, cuando lo contrate para algún servicio o cuando le esté pagando un préstamo). Por ello, la facilidad

financiera, además, debe suponer un detrimento patrimonial para la sociedad, ya sea porque se reduzca el patrimonio o porque no se incremente en la proporción en la que se hubiera incrementado si no hubiera sido por la facilidad. Además, para que se configure una devolución indebida de aportes, la facilidad financiera debe efectuarse cuando el patrimonio de la sociedad esté por debajo de la cifra del capital social o debe generar esa situación. Los accionistas están en libertad de repartirse el excedente.

- (2) Que los accionistas no puedan reducir la cifra de capital, y así conseguir excedentes, sin el consentimiento de los acreedores.

Este mecanismo de tutela, como es obvio, está en servicio del primero. Lo refuerza de tal manera que los accionistas no puedan eludirlo, reduciendo el capital a sola voluntad. Desde luego, ello no implica que el ordenamiento jurídico deba impedir los préstamos.

Tomar en garantía acciones de propia emisión no trasgrede ninguna de estas protecciones que el ordenamiento corporativo establece a favor del acreedor.

Respecto a la primera, en términos generales, no podemos equiparar la salida de fondos que se produce en la asistencia financiera a una devolución de aportes indebida. Aun si su efecto fuese que el patrimonio de la sociedad se reduzca por debajo de la cifra del capital, estamos hablando de un préstamo, por lo cual la salida de fondos no es definitiva y, el interés compensatorio, al menos en principio, deberá compensar el valor del dinero en el tiempo.

Además, incluso si se tratara de una devolución de aportes indebida, los dos mecanismos de tutela que impiden esta situación, antes descritos, serían suficientes como para proteger al acreedor. Esto no hace más que demostrar que si la tutela al acreedor fuese una finalidad perseguida por el artículo 106 de

la LGS, la norma sería innecesaria, por lo que fallaría el test de razonabilidad y sería una restricción ilegítima.

Respecto a la segunda, por su parte, incluso si la sociedad adquiere las acciones, el capital solo se reduce bajo el debido procedimiento, lo que da el derecho de oposición que salvaguarda su interés.

En atención a ello, la prohibición de que la sociedad tome en garantía acciones de propia emisión no sirve al acreedor, pues es, cuando menos, innecesaria para tutelar los intereses del acreedor que el ordenamiento jurídico societario tutela. En realidad, la prohibición busca tutelar al accionista minoritario. Esta tutela consiste en evitar que su controlador, sea administración o sea accionista, incremente su control sobre la sociedad ejerciendo los derechos de las acciones de propia emisión que mantiene en prenda. Sin embargo, creemos que la norma no pasa el test de razonabilidad justamente por el tercer punto, la razonabilidad: una norma que, para cumplir esta función, impide la operación en su conjunto no es razonable. Sería más razonable que se prohibiera que el garante ceda los derechos políticos a la sociedad.

2. Prohibición de otorgar o garantizar préstamos para la adquisición de acciones emitidas por la sociedad

En nuestra opinión, la prohibición de otorgar o garantizar préstamos para la adquisición de acciones emitidas por la sociedad cumple la función de impedir la indebida modificación de la estructura accionaria en defensa del accionista minoritario. A continuación, analizaremos tanto los intereses tutelados de accionistas minoritarios y de acreedores para demostrar que la prohibición materia de análisis solo tutela al accionista minoritario.

Respecto al accionista, en el Derecho Societario rige aquello a lo que se ha llamado el principio de igualdad de trato, que, de acuerdo a Fernando Vives Ruiz *“está en el Derecho de sociedades*

que lo configuró como uno de los principios que preside la relación entre las partes del contrato de sociedad”¹¹². Ahora bien, de acuerdo a Jesús Alfaro Águila-Real, este principio “[t]iene especial importancia en su manifestación de igualdad en la distribución de ventajas de la sociedad entre los socios (distribución pro rata de cualquier beneficio procedente del patrimonio societario)”¹¹³. Evidentemente, este es un principio que busca reducir el oportunismo inmanente a la estructura asamblearia al que nos referimos en el primer capítulo.

Este principio inspira que en el ordenamiento corporativo peruano se proteja, por ejemplo, que, en casos de aumento de capital, todos tengan derecho de aumentar su participación a prorrata y que, en casos de reducción de capital, todas las acciones se reduzcan, también a prorrata. Otro ejemplo es el de adquisición de acciones de propia emisión, regulado en el artículo 104 de la LGS. En él, se impide que la sociedad pueda adquirir acciones de alguno de los accionistas en especial, estableciendo con ello el implícito derecho de los accionistas a que no se favorezca la salida de alguno.

Respecto a la asistencia financiera, en nuestra opinión, este principio se dirige a evitar que los controladores se valgan del patrimonio de la sociedad para modificar la estructura accionaria, incrementando su participación o la de un tercero. Pensemos, por ejemplo, en el aumento de capital. Como señalamos en el segundo capítulo, a pesar del derecho de suscripción preferente, no todos tendrán fondos para ejercerlo y si el controlador puede procurarse préstamos para suscribir las acciones, los accionistas minoritarios podrían ser licuados fácilmente por el controlador

112 VIVES RUIZ, Fernando. “Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades”. En, VIVES RUIZ, Fernando y Javier PÉREZ-ARDÁ CRIADO. *La sociedad cotizada*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, 2006, p. 608.

113 ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús. “Sánchez Calero (Jr) sobre la igualdad de trato de los socios”. En, *Derecho Mercantil*, 2011. Consulta: 27 de febrero de 2017. <<http://derechomercantilespana.blogspot.pe/2011/02/sanchez-calero-jr-sobre-la-igualdad-de.html>>

mediante esa operación. Ello convertiría al aumento de capital en una herramienta sumamente peligrosa para los accionistas minoritarios. Es cierto que los accionistas que no quieran o puedan suscribir las acciones podrán vender los certificados de suscripción preferente que les correspondan, pero este será poco consuelo para un accionista que no quería ver reducida su participación en el capital social. Así, la asistencia financiera facilitaría que el controlador, o el tercero de su elección, incremente su participación en el capital social al menos en la proporción que le corresponde dada su participación actual.

Otro ejemplo se daría en la compra de acciones entre accionistas. En este caso, tenemos dos situaciones patológicas posibles: que el accionista controlador se facilite una asistencia financiera de la sociedad para consolidar su posición de control o que la facilite a un tercero (sea accionista o no) para que este adquiera parte de su participación en el capital social.

A diferencia de lo que sucede con el aumento de capital, los accionistas que no fueron parte de la transacción no podrían decir que su participación se ha reducido. Sin embargo, resultaría contrario al principio de igualdad de trato que uno de los socios pueda incrementar su participación por ser el único con acceso a financiamiento otorgado por la sociedad, sea que tuvo acceso porque controla la sociedad o porque el controlador le facilitó el financiamiento.

Ahora bien, si el controlador facilita la asistencia financiera a un tercero no accionista, no podría decirse que el beneficio ha sido para un accionista y no para los demás, pues, en puridad, la asistencia financiera sería para un tercero. Sin embargo, en nuestra opinión el principio de igualdad de trato se ve vulnerado, pues la asistencia financiera favorece al accionista que quiere salir de la sociedad, procurando el financiamiento que permite la transacción. Recordemos que el principio de igualdad de trato se rompe cuando se facilita tanto el aumento como la reducción en el capital social de alguno de los accionistas. Precisamente por ello es que tenemos normas que procuran que el aumento de

capital incremente la participación de los accionistas a prorrata y también que procuran que la reducción del capital social reduzca la participación de los accionistas a prorrata. Además, en nuestra opinión, el principio de igualdad también se rompe por el beneficio que tiene un futuro accionista, aun cuando no tenga esa condición cuando se produce la asistencia, pues el efecto es el mismo. Poco relevante es para los accionistas que no participan que la asistencia financiera se use para incrementar una participación en el capital social o para adquirirla.

En conclusión, creemos que la prohibición se dirige a prohibir operaciones de asistencia financiera que puedan permitir la modificación ilegítima de la estructura accionara de cualquier forma: (1) sea reduciendo la participación de algunos accionistas de modo no consentido, (2) sea incrementando la participación de otros, o (3) sea permitiendo la entrada, y correspondiente salida, de otros más.

Respecto a los acreedores, creemos que aplica lo establecido para la prohibición anterior. No tiene sentido que, en atención al acreedor, se prohíba la asistencia financiera y no otro tipo de transferencias de fondos de la sociedad al accionista. Como señalamos, la razón de ser de esta prohibición es impedir la modificación ilegítima de la estructura, lo que en forma alguna afecta al acreedor. Cosa distinta es que una operación de asistencia financiera eventualmente pueda suponer una operación fraudulenta por tratar de encubrir una devolución de aportes indebida. Sin embargo, a pesar de ello, la operación será inválida por la prohibición de distribuir dividendos y no por la de asistencia financiera, ya que no es parte de su *ratio legis*.

3. Conclusiones

Como en este capítulo tenemos como tarea ya no la crítica (el *deber ser*) sino la interpretación (el *es*), creemos que son estas las

funciones que fundamentan la existencia de la norma y guían su interpretación:

- (1) Para la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión, la finalidad es impedir que la administración de la sociedad participe activamente en la junta general de accionistas y que el controlador consolide una mayoría, ejerciendo el derecho de voto de las acciones que tenga en prenda; y,
- (2) Para la prohibición de otorgar o garantizar préstamos para la adquisición de acciones de propia emisión, la finalidad es impedir una modificación ilegítima de la estructura accionaria de la sociedad facilitada por el patrimonio social.

Estos fundamentos y funciones permitirán analizar la extensión de la norma contenida en el artículo 106 de la LGS cuando la analicemos elemento por elemento. Sin embargo, nos permite, desde ya, concluir en cuatro situaciones en las que no se contravendrá ninguna prohibición:

- (1) Cuando no haya accionistas además de el o los que participan en la operación;
- (2) Cuando la asistencia financiera sea aprobada por unanimidad en la junta general de accionistas;
- (3) Con respecto a operaciones de financiamiento con garantía de acciones de propia emisión, cuando los derechos políticos no sean cedidos a acreedor garantizado; o,
- (4) Con respecto a operaciones de financiamiento para la adquisición de acciones de la sociedad, cuando la asistencia financiera beneficie por igual, o en proporción a su participación en el capital social, a todos los accionistas.

Capítulo V

Elementos de la prohibición de asistencia financiera contemplada en el artículo 106 de la LGS

Luego de haber repasado algunas herramientas de interpretación e integración de la ley y de haber estudiado la ratio iuris y la ratio legis del artículo 106 de la LGS, corresponde adentrarnos en las particularidades del artículo mismo a efectos de su interpretación. A ello nos abocaremos en esta sección. Así, a continuación, estudiaremos tres elementos de la norma centrales para su correcta interpretación: (i) las operaciones que se encuentran prohibidas, (ii) los títulos o valores que no pueden ser objeto de asistencia financiera y (iii) los sujetos que están prohibidos de realizar la asistencia financiera.

1. Operaciones de asistencia financiera prohibidas

Como señalamos antes, la norma contenida en el artículo 106 de la LGS está inspirada por determinados fundamentos que la dirigen a cumplir determinadas funciones. Para hacerlo, nuestro legislador optó por una fórmula muy parecida a la versión original del artículo 2358 del Código Civil italiano de 1942¹¹⁴, la

114 Es curioso que utilizara la versión original del artículo 2358 del Código Civil italiano como modelo considerando que ya en 1986 el texto había sido modificado sustancialmente a la versión siguiente:
“Art. 2358.-

cual es bastante vaga. Ello, sin embargo, como vimos al repasar ciertos conceptos de interpretación y fraude a la ley, no impide que otras operaciones que trasgredan la finalidad de la norma estén prohibidas también.

1.1 Tomar en garantía acciones de propia emisión

Como vimos en la sección anterior, la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión tiene como finalidad impedir la participación activa de la administración de la sociedad en la junta general de accionistas o impedir que el accionista mayoritario consolide el control de la sociedad. Es esta la única función que le es realmente propia a la prohibición y que, bajo la lógica proteccionista de nuestro ordenamiento corporativo, hace absoluto sentido.

La norma no pasa el test de razonabilidad, pues, si bien podría argumentarse su idoneidad y necesidad bajo los intereses tutelados por el ordenamiento corporativo nacional, la norma no es proporcional. En efecto, como ya señalamos, un mecanismo mucho menos restrictivo de la autonomía privada hubiese sido que la sociedad no pueda ejercer los derechos conferidos por las acciones que se tienen en garantía.

Además, como señala López, *“en principio, no está prohibido que una sociedad preste dinero a uno de sus socios, incluso sin garantías que respalden dicha operación. Siendo esto así, desde un punto de vista financiero, nos cuesta entender la lógica de prohibir la misma operación, cuando esta viene acompañada de una garantía sobre las acciones de la sociedad. Sin importar el tipo de garantía de*

La società non può accordare prestiti, nè fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie. La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia. Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato”.

*que se trate, está siempre en principio importará una reducción en el riesgo de la operación, o por lo menos, no incrementará el riesgo de la misma*¹¹⁵. Por ello, una restricción a la facultad de ejercer los derechos de accionistas cedidos de las acciones que le hayan sido dadas en garantía hubiese sido más coherente.

No fue ese el caso. Por más de que la etapa lógica del proceso interpretativo solo sirva como entrada a la etapa teleológica, en la que concretamente se define el contenido normativo, no creemos que cuando el artículo 106 dice que se prohíbe la toma en garantía de acciones de propia emisión se pueda leer que se prohíbe ceder los derechos de las acciones de propia emisión que se tengan en garantía a la sociedad.

Lo que sí debe entenderse, como ya señalamos, es que está prohibida la toma en garantía de acciones de propia emisión siempre que el contrato de garantía implique la cesión de los derechos de accionista a la sociedad. Es solo en estos casos en los que se infringiría la finalidad que la norma persigue. Por ello, en caso no se pacte en contra de lo establecido en el artículo 109 de la LGS, que establece que los derechos de accionista corresponden al propietario, esta garantía no trasgredirá la prohibición de asistencia financiera.

Respecto a las operaciones a las que se refiere la prohibición, la práctica contractual ha ideado una serie de estructuras que, si bien no constituyen propiamente garantías en términos jurídicos técnicos, cumplen exactamente la misma función de reforzar, a partir de bienes, la seguridad del acreedor de que su crédito será satisfecho.

Uno de estos esquemas, por nombrar un ejemplo, es el fideicomiso de garantía. Mediante este, el deudor transfiere a un fideicomiso una serie de activos, los cuales, en caso de incumplimiento, se transfieren al acreedor, quien, en este caso, asume la posición de fideicomisario. Así, el fideicomiso en garantía tiene como una de sus principales bondades extraer del

115 LÓPEZ SANDOVAL. “Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida”, *op. cit.*, p. 266.

patrimonio del deudor determinado activo, permitiendo que este no se vea afectado por el riesgo de quiebra del deudor. De esta forma, de la misma forma que se constituye una prenda sobre las acciones para garantizar un préstamo de la sociedad a uno de sus accionistas, se puede constituir un fideicomiso para proteger el interés de la sociedad. Por eso, más allá de la distinción meramente nominal entre “garantía” y “protección”, el resultado es el mismo, en un caso de incumplimiento, la sociedad será propietaria de las acciones de propia emisión.

No pretendemos agotar en este trabajo el análisis de las figuras que operan de manera similar a una garantía mobiliaria sobre acciones de propia emisión, pues los esquemas podrían ser diversos. Solo hemos tomado un ejemplo para poder expresar que en nuestra opinión el término “garantía” debe ser entendido en sentido lato. Sin embargo, debe quedar claro que más allá del dogmatismo que limita la categoría de garantía a determinados derechos subjetivos sin importar que otros cumplan la misma función, está prohibido por el artículo 106 de la LGS cualquier esquema de protección del crédito que contemple la cesión de los derechos de accionista a la sociedad.

1.2 Otorgar o garantizar préstamos para la adquisición de acciones de propia emisión

Uno de los casos que pone en manifiesto varias aristas sobre las operaciones de asistencia financiera es el caso inglés *Chaston v. SWP Group plc*. Este se produce en el contexto de la adquisición de Dunstable Rubber Company Holdings Ltd. (DRC) por SWP Group plc (SWP). Robert Chaston, director de una subsidiaria de DRC, aprobó que la subsidiaria pagara los honorarios de la auditoría financiera. Aparentemente, la adquisición no resultó tan fructífera como el comprador esperaba, por lo que este buscó recuperar parte del gasto demandando a Chaston por haber aprobado dicho pago, lo que, en su opinión, constituía un caso de asistencia financiera prohibida.

A ello, la defensa de Chaston respondió que la prohibición debía limitarse a asistencia financiera que directa o indirectamente permitiera el pago del precio de compra¹¹⁶. La jueza Mary Arden sostuvo lo siguiente: “*la realidad comercial es que el pago de los honorarios en cuestión facilitó el camino a la adquisición de acciones*”¹¹⁷. Además, sostuvo que no es un elemento esencial de la asistencia financiera prohibida el que se genere un detrimento en la compañía a ser adquirida¹¹⁸.

Este caso pone en manifiesto lo complejo que puede resultar determinar cuándo se ha producido un caso de asistencia financiera. Definitivamente demuestra la pobreza de la redacción del artículo 106 de la LGS, que de manera irreflexivamente simplista prohíbe otorgar y garantizar préstamos para la adquisición de acciones de propia emisión, metiendo al saco a operaciones que no trasgreden la función de la norma y dejando fuera, más bien, otras que sólo hacen. Para analizar si una operación está dentro del ámbito de la prohibición debe constatarse que esta sea de naturaleza financiera, que coadyuve a la adquisición de acciones de la sociedad y que modifique ilegítimamente la estructura accionaria. A continuación, analizamos cada una de esas características con mayor detalle.

1.2.1 Operaciones financieras

Hemos dicho que lo relevante es que se modifique ilegítimamente la estructura accionaria valiéndose del patrimonio de la sociedad. Por consiguiente, la asistencia debe ser financiera¹¹⁹. Ello queda

116 FERRAN, Eilís. “Corporate transactions and financial assistance: shifting policy perceptions but static law”. En, *The Cambridge Law Journal*, Vol. 63, 2004, p. 231.

117 *Chaston v. SWP Group plc*. [2002] EWCA Civ 1999, [2003] 1 B.C.L.C 675, párrafo 38.

118 *Ibid.*

119 Ver, FERRAN, Eilís. *Company law and corporate finance*. Oxford: Oxford University Press, 1999, pp. 380-381.

claro en el artículo 106 de la LGS al referirse a operaciones de préstamos y garantías y no a cualquier ayuda para la adquisición de acciones. Actos como permitir al potencial comprador revisar los libros de la sociedad no están dentro de su ámbito de aplicación. Inclusive si fuese información confidencial o si tal asistencia se prestara solo a algunos potenciales compradores, de seguro se estaría incumpliendo más de una norma del ordenamiento jurídico, pero no el artículo 106 de la LGS. La asistencia debe incidir en la parte financiera de la operación de adquisición.

1.2.2 Operaciones directas e indirectas de asistencia financiera

La redacción del artículo 106 de la LGS contempla que la sociedad no puede facilitar la modificación de la estructura accionaria otorgando o garantizando préstamos para la adquisición de acciones de propia emisión. Claramente, para comprar acciones se requiere de activos, así que la forma de asistencia financiera más directa sería mediante el otorgamiento de fondos. Sin embargo, existen otras operaciones que, si bien no lo hacen directamente, coadyuvan a la obtención de los fondos que serán utilizados para la adquisición o cuyo efecto es que sea la sociedad quien asuma el impacto financiero. Así, la redacción del artículo 106 de la LGS contempla dos ejemplos de estos tipos de operaciones, el préstamo, como ejemplo de asistencia financiera directa, y la garantía a préstamos, como ejemplo de asistencia financiera indirecta. Estas, sin embargo, no son las únicas operaciones directas e indirectas posibles.

Respecto a operaciones directas de asistencia financiera, además de préstamos, esto puede producirse mediante donaciones, cesiones de derechos, pagos por bienes o servicios sobrevaluados o inclusive establecer al tercero como fideicomisario en un contrato de fideicomiso en el que la sociedad sea fideicomitente. Por su parte, ejemplos de operaciones indirectas de asistencia financiera son liberaciones de responsabilidad, condonaciones, novaciones subjetivas, pago del financiamiento por parte de la

sociedad en subrogación del deudor o la cesión a la sociedad de la posición de prestatario en el contrato de financiamiento. Sea de manera directa o indirecta, lo relevante es que se comprometa el patrimonio de la sociedad para facilitar que un accionista modifique su estructura accionaria.

Ahora bien, algunas de las operaciones de asistencia financiera indirectas, como la novación subjetiva, el pago con subrogación, la cesión de la posición contractual, entre otras, se llevan a cabo luego de que la adquisición de acciones ya se produjo. Y, siendo que la redacción del artículo 106 de la LGS señala que el otorgamiento o garantía de préstamos debe ser “*para la adquisición*” de sus acciones, ello podría llevar a pensar que son operaciones de asistencia financiera el préstamo o facilidad financiera objeto de la novación, del pago con subrogación o de la cesión, por lo que estas estarían fuera de la prohibición.

En nuestra opinión, es irrelevante si la asistencia financiera se produjo antes o después de la adquisición de acciones. Lo importante es verificar si la operación objetivamente facilitó la adquisición de acciones, trasladando el impacto financiero de la adquisición a la sociedad. Es ello lo único relevante para la norma –inclusive desde su etapa lógica o semántica.

Siguiendo el comentario de las operaciones directas e indirectas de asistencia financiera, en el caso *Chaston v. SWP Group plc*, antes comentado, en el cual la asistencia financiera consistió en pagar los honorarios de auditoría, la defensa de Chaston adujo que, sea directa o indirectamente, la asistencia financiera debe dirigirse a la adquisición de acciones. En otras palabras, lo que estaría sosteniendo la defensa de Chaston es que el pago de servicios complementarios o quizás la compra de regalos u otros costos o gastos asociados con la adquisición, pero que no sean precisamente de esta, no deben ser considerados.

No creemos que ese sea el caso. La asistencia financiera no pierde esta naturaleza aun si asume una forma menos obvia para encubriarla, y el pago de gastos o costos asociados a ella es una forma de hacerlo. El motivo por el que el pago aprobado por Chaston no es asistencia financiera ni directa ni indirecta no

tiene que ver con lo directa o indirecta de la operación, sino con la magnitud de la misma, como analizaremos posteriormente.

En conclusión, si la función de la norma es impedir el uso del patrimonio social para los fines prohibidos, otorgar o garantizar un préstamo no son las únicas formas de contravenirla. Más bien, creemos que los términos “préstamos” o “garantías” no conforman una lista taxativa de operaciones prohibidas, sino que ejemplifican operaciones financieras que pueden trasgredir la finalidad de la norma tanto directa como indirectamente.

1.2.3 Modificación ilegítima de la estructura accionaria: ¿elemento subjetivo?

En la sección anterior vimos los tipos de operaciones que podían transgredir la prohibición del artículo 106: operaciones directas e indirectas de naturaleza netamente financiera. Sin embargo, no basta con celebrarlas para vulnerar la prohibición. Para ello, es preciso que se produzca la modificación ilegítima de la estructura accionaria. En esta sección veremos a qué nos referimos con ello.

Como señalamos antes, es por causa del principio de igualdad de trato, inmanente en nuestro ordenamiento societario, que se regula una especie de estabilidad en la estructura accionaria. Ello no quiere decir que no se puedan producir variaciones en la estructura, pues las acciones son títulos valores diseñados para poder ser transferidos con facilidad. Solo quiere decir que no puede efectuarse un aprovechamiento de la sociedad para hacerlo. No es que la sociedad no pueda intervenir en tales aspectos, pero favorece a todos o a ninguno. Si ofrece la misma oportunidad a todos, qué duda cabe, se ha usado el patrimonio de la sociedad para modificar su estructura accionaria, pero no ilegítimamente.

El artículo 104 de la LGS es un ejemplo de cómo existe el interés al que nos referimos. En él se establece que, en aquellas ocasiones en las que la sociedad puede adquirir acciones de propia emisión, salvo contadas excepciones, debe hacerlo de todos los accionistas. Todos deben tener las mismas oportunidades de

reducir, mantener o aumentar su participación, al menos en cuanto a la sociedad respecta.

De la misma manera, para la regulación de asistencia financiera para la adquisición de acciones de propia emisión, ello implica que, sea por interés propio o de uno de los accionistas, la sociedad no puede ayudar a uno o a algunos de los accionistas a reducir o incrementar su participación, pues ello significaría dar un trato privilegiado frente a los otros. También implica que la sociedad no puede facilitar asistencia financiera a un tercero para la compra de acciones de propia emisión, pues, si lo hace mediante un aumento de capital, se reducirá la participación de los demás y, si lo hace de un tercero, estaría indirectamente facilitando adelantando un privilegio a un futuro accionista y facilitando la salida o reducción del riesgo de un accionista, lo que supone como en casos anteriores un trato privilegiado frente a los demás accionistas.

Un gran sector de la doctrina se ha referido a un elemento subjetivo de la asistencia financiera, consistente en que la asistencia financiera debe tener por finalidad facilitar la adquisición de acciones de propia emisión. Bajo esa tesis, un préstamo cuya finalidad no es prestar asistencia financiera para la adquisición de acciones de propia emisión estaría fuera de ella.

Paz-Ares, por ejemplo, señala que la prohibición tiene el elemento subjetivo *“consistente en que la operación de asistencia financiera se concierte precisamente al objeto de que la otra parte adquiera las acciones de la sociedad”*¹²⁰. De forma similar, Ferran señala que *“si algo que fue hecho por una compañía sin estar totalmente consciente de, y sin la menor intención de facilitar, determinada adquisición, por casualidad asiste una adquisición, la situación propiamente caería fuera del ámbito de aplicación de la prohibición debido a que los actos de la compañía no fueron realizados ‘a propósito de’ la adquisición”*¹²¹.

120 PAZ-ARES, *loc. cit.*

121 FERRAN, Eilís. *Company law and corporate finance. op. cit.*, p. 379.

Así, en opinión de los autores, la norma es subjetiva, siendo lo relevante que la sociedad haya tenido la intención de coadyuvar a la adquisición de acciones de propia emisión. De hecho, Paz-Ares llega más lejos al señalar que el interés debe estar causalizado en el contrato para que la operación esté prohibida¹²², con lo cual no podemos estar de acuerdo, pues haría a la prohibición extremadamente endeble y fácilmente eludible.

En nuestra opinión no hay ningún elemento subjetivo. Aun si el órgano que aprueba el préstamo a nombre de la sociedad no tuviese cómo saber que la asistencia financiera se utilizará para la adquisición de acciones, si favorece a unos de los accionistas o a un tercero y por efecto de ello se modifica la estructura accionaria o se efectúa una devolución indebida de aportes, se estará infringiendo la norma. Ello debido a que, si la finalidad de la norma es procurar que todos los accionistas sean favorecidos por igual, no es importante la intención del controlador de la sociedad, sino esa situación objetiva de favorecimiento injustificado que generó la modificación de la estructura accionaria.

Entender esto no solo nos permite sostener que determinadas operaciones que no cumplen con el elemento subjetivo están dentro de la prohibición, sino también excluir a algunas que sí lo cumplen. Por ejemplo, Ferran, comentando la posibilidad de que una sociedad contrate a un banco de inversión para que busque potenciales adquirentes para sus acciones por considerar que “*su negocio sería manejado de manera más eficiente si fuera parte de un grupo más grande*”¹²³, sostiene que el pago del *finder's fee* estaría dentro del ámbito de la prohibición. Para la autora es irrelevante que se haya buscado la eficiencia en el manejo de la sociedad, que no se sepa si se llegará a una adquisición y, de llegarse, que cualquiera pueda ser vendedor; ello no quita que se esté coadyuvando a la adquisición de acciones de propia emisión de manera intencional y por ello debe de estar prohibida.

122 PAZ-ARES, *loc. cit.*

123 *Ibid.*

No compartimos esa opinión. En el ejemplo propuesto por la autora, por más que se haya efectuado una operación de asistencia financiera y que se haya efectuado con la finalidad de que se adquieran acciones, la asistencia es general y, por ello, legítima.

1.2.4 Materialidad de la asistencia

El tema de la materialidad de la asistencia se refiere a la cuantía que debe tener la asistencia financiera para que esté prohibida. ¿Es la materialidad relevante? Si la sociedad paga el estacionamiento del comprador, si le paga un almuerzo, si le regala un lapicero, ¿se está violando la prohibición? En nuestra opinión la materialidad sí es relevante. Como señalamos antes, la asistencia financiera debe coadyuvar a la adquisición de acciones. No es relevante si el controlador quiso facilitar la adquisición de acciones, pero, como mencionamos, sí lo es el que tal facilidad realmente coadyuve a la adquisición de acciones. Si el monto es ínfimo, no puede sostenerse que realmente asiste.

Dicho esto ¿qué monto es materialmente relevante? Una primera tesis es la sostenida por la defensa de Chaston, a la que nos referimos antes. En su opinión, para que la asistencia financiera esté dentro del ámbito de la prohibición, esta debe generar un detrimento en la sociedad. Así, se determina la relevancia material de un monto en función de lo significativo que dicho monto es para el patrimonio de la sociedad¹²⁴.

No creemos que tenga que ver con el detrimento de la sociedad. Si la sociedad presta fondos a un tercero para que adquiera acciones de propia emisión y este le es pagado inmediatamente, no habría ningún detrimento. ¿No se incumple, entonces, la prohibición? Si el elemento relevante fuese el detrimento sufrido por la sociedad, la respuesta tendría que ser

124 Esta es la tesis recogida por el *Companies Act* de 1985, aplicable al caso *Chanson*, por lo que no cuestionamos la defensa efectuada sino la tesis recogida por el *Companies Act*. Esta tesis es recogida también por el *Companies Act* de 2006 vigente.

negativa: si no hay detrimento no hay prohibición. No creemos que ese sea el caso.

En nuestra opinión, la materialidad debe medirse en función del monto de la operación. Si la operación de adquisición de acciones es por un monto de US\$ 1,000.00 y la sociedad regala un reloj de US\$ 10,000.00 al comprador, esta operación sí es material respecto a la adquisición y por ello el comprador podría valerse de la asistencia para pagar las acciones.

Esto es especialmente correcto dado el fraseo del artículo 106 de la LGS que establece que la asistencia financiera debe ser “*para la adquisición*”. Complementando la argumentación iniciada en la sección anterior, no creemos que ese fragmento del texto refiera a una intencionalidad de la sociedad, sino a que asistencia financiera realmente sea relevante para la operación y la materialidad es un factor determinante para comprobar dicha relevancia.

1.2.5 Plazo para la adquisición

El plazo es otro de los factores que incide en la evaluación de si la asistencia financiera coadyuvó o no a la adquisición de acciones. Si el préstamo se efectuó hace quince años y la compra de acciones se produce hoy, el argumento de que el préstamo se produjo “*para la adquisición*” de las acciones parece no ser contundente aun si el préstamo no ha sido pagado a la sociedad. Incluso si pudiéramos verificar que la adquisición se efectuó exactamente con los billetes prestados, esto parece descabellado. De la misma forma, si un tercero adquiere acciones de la sociedad y luego de diez años esta efectúa un préstamo a ese tercero, convertido ahora en accionista, difícilmente podría sostenerse que coadyuvó a la adquisición de las acciones.

Como este factor nos permite determinar si la asistencia financiera facilitó o no la adquisición de acciones, su valor para hacerlo solo puede ser apreciado en la práctica. Es decir, no se puede establecer un plazo objetivo por el cual la asistencia financiera esté o no dentro de la prohibición. Sin embargo, en

la medida que este plazo exceda y se aleje cada vez más del plazo razonable para adquirir acciones dadas las circunstancias particulares del caso, claramente la asistencia financiera estará facilitando menos la adquisición de acciones hasta que, por el contrario, sea un indicio de que la asistencia financiera efectuada no está dentro del ámbito de aplicación de la prohibición.

2. Títulos valores objeto de la prohibición

El artículo 106 de la LGS señala textualmente que se encuentra prohibida cualquier operación de asistencia financiera garantizada con, o para la adquisición de, acciones. A pesar de que se usa el término “acciones”, la doctrina ha discutido sobre qué títulos o valores mobiliarios son objeto de la prohibición. En esta sección responderemos dos interrogantes: ¿Todas las acciones, sin importar su clase, están incluidas en el ámbito de la prohibición? Y, ¿está dentro del ámbito de la prohibición algún título o valor mobiliario distinto a las acciones?

2.1 Títulos o valores que no pueden ser tomados en garantía

La prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión, como ya sostuvimos, tiene por finalidad impedir que la administración de la sociedad participe activamente de la estructura accionaria. Para esa finalidad, la prohibición deberá recaer sobre cualquier título que confiera a su titular derechos de accionistas a efectos de que estos puedan ser cedidos a la sociedad cuando los ostente como mecanismo de aseguramiento. Por eso, respondiendo a la primera interrogante, no cualquier clase o tipo de acción está dentro del ámbito de esta prohibición. Solo las acciones que confieran a su titular derecho a voto, pues son las únicas que permitirían a la administración participar activamente en la junta si los derechos de accionista le fueran cedidos.

¿Qué hay de la segunda interrogante? ¿Otros títulos distintos de la acción permiten incumplir la prohibición bajo análisis? Veamos.

Los derechos de accionista vinculados a las acciones pueden ser cedidos sin necesidad de transferir las acciones. Ello puede ser el resultado de diversas operaciones. Por ejemplo, los derechos pueden ser cedidos mediante un usufructo de acciones, una prenda de acciones o una simple cesión de derechos. En ese contexto, ni el usufructo, ni la prenda, ni los derechos de accionista podrían ser dados en garantía. De hacerlo, y siempre y cuando su ejercicio haya sido cedido a la sociedad, ello podría permitir que la administración los ejerza en representación de la sociedad, permitiendo que participen activamente en la junta general de accionistas.

Revisemos con más detalle el caso del usufructo sobre acciones. Como sucede con la prenda, en el artículo 107 de la LGS¹²⁵ se establece que en este caso los derechos de accionista también pertenecen al propietario. Esta disposición, sin embargo, admite pacto en contrario. De hecho, en el artículo 90 de la LGS¹²⁶, al que hicimos referencia al hablar de la finalidad de la prohibición, también se parte del supuesto de hecho de que los derechos de voto sean cedidos en el marco de un usufructo de acciones. Por ello, si mediante el usufructo de acciones se hubiese cedido los derechos de voto al usufructuario y este otorgara en garantía el usufructo a la sociedad y le cediera los derechos de voto, se produciría exactamente lo que la norma busca evitar: que la administración participe activamente en la junta general de accionistas. Esta, en nuestra opinión, sería una forma de defraudar el artículo 106 de la LGS y, por ello, estaría, en principio, prohibido.

125 “Artículo 107.-

En el usufructo de acciones, salvo pacto en contrario, corresponden al propietario los derechos de accionista y al usufructuario el derecho a los dividendos en dinero o en especie acordados por la sociedad durante el plazo del usufructo. [...]”.

126 Ver *supra*, nota 111.

Lo mismo no sucede, en cambio, con otros títulos como los certificados de suscripción preferente, las obligaciones convertibles en acciones y las opciones sobre acciones. En la medida que ellos son acciones en potencia, por sí mismos no confieren derechos de voto en la junta general de accionistas que puedan ser ejercidos por la administración en representación de la sociedad.

2.2 Títulos o valores que no pueden ser adquiridos mediante fondos otorgados o garantizados por la sociedad

La prohibición de otorgar o garantizar préstamos para la adquisición de acciones de propia emisión, como ya sostuvimos, tiene como finalidad impedir que la sociedad facilite una modificación ilegítima de la estructura accionaria. De acuerdo con esa finalidad, ¿cualquier tipo o clase de acción está incluido en el ámbito de la prohibición? ¿Algún otro título o valor está dentro del ámbito de la prohibición?

Respecto a la primera interrogante, López ha señalado que *“la afirmación de que la prohibición recae sobre la adquisición de cualquier tipo de acción, sin importar que se trate de acciones ordinarias o preferentes, con o sin derecho a voto”*¹²⁷ no resulta discutible. Así, bastaría que el título valor del que se trate sea una parte alícuota del capital social para que la prohibición le resulte aplicable.

Coincidimos con la opinión de López. Lo relevante es que los derechos de los accionistas minoritarios –sin importar cuáles sean ellos– no se vean reducidos por una modificación ilegítima de la estructura accionaria.

Respecto a la segunda interrogante –si otro título o valor está dentro del ámbito de la prohibición–, entre los posibles títulos o valores relevantes están las prendas de acciones, los usufructos de acciones, los certificados de suscripción preferente, las

127 LÓPEZ SANDOVAL. “Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida”, *op. cit.*, p. 266.

obligaciones convertibles en acciones y las opciones sobre acciones.

Comencemos analizando la prenda y el usufructo de acciones. Como ya dijimos, si bien el artículo 109 de la LGS establece que la prenda no brinda a su titular derechos económicos y políticos, esta norma es dispositiva, por lo que se puede pactar en contra de ello. Lo mismo sucede con el usufructo de acciones para los derechos políticos, de acuerdo a lo regulado en el artículo 107 de la LGS. Por consiguiente, ambos títulos se caracterizan, si bien no por dar la propiedad de las acciones, sí por ser medios idóneos para que su titular adquiera los derechos de las mismas, lo que, en contrapartida, reduce la intensidad de los derechos de los demás accionistas.

Siendo ello así, conviene revisar lo sostenido por Paz-Ares, quien señala que *“la prohibición se proyecta sobre la posición o – como dice Girón– el puesto de socio y no sobre la acción como título. En consecuencia, ha de entenderse que el Anteproyecto, aunque emplea –como la propia LSA y las legislaciones comparadas– la palabra ‘acción’ se está refiriendo a la condición de socio y no al documento que la incorpora”*¹²⁸. La idea detrás del comentario de Paz-Ares es que lo relevante para establecer si determinado documento está dentro del ámbito de la prohibición es si confiere derechos de accionista y no si ese documento es o no una acción. Los títulos bajo comentario confieren precisamente eso, siempre que se cedan los derechos.

Un factor adicional que evaluar es la naturaleza temporal de estos títulos. Por lo general una acción permite que el accionista tenga derechos económicos y políticos de manera indefinida. ¿Qué hay de las prendas que tienen un plazo definido o de los usufructos que, de acuerdo con el artículo 1001 del Código Civil, tienen un plazo máximo de treinta años? ¿La temporalidad de los derechos políticos y económicos que el título confiere es relevante para evaluar si determinada operación de asistencia financiera está prohibida o no? En nuestra opinión, la sola

128 PAZ-ARES, *op. cit.*, p. 482.

condición de temporalidad de los títulos no los excluye del ámbito de la prohibición.

Las acciones están diseñadas para poder circular de mano en mano, al punto que, de acuerdo al artículo 101 de la LGS, las limitaciones a la transferencia solo pueden ser temporales. Por ello, la calidad de accionista y los derechos que vienen con ella son también efímeros. El que los derechos políticos y económicos se ejerzan de manera temporal no impide la prohibición contenida en el artículo 106 de la LGS y tal lógica aplica tanto para acciones como para otros documentos que pongan en esa misma posición a su titular.

Respecto a los certificados de suscripción preferente, las obligaciones convertibles y las opciones sobre acciones, estos tres se caracterizan por que otorgan a su titular el derecho potestativo de adquirir acciones.

Para los casos de modificación de la estructura accionaria lo relevante es que el título reste la intensidad de los derechos que las acciones confieren a los demás accionistas. Tratándose de derechos políticos, que su voto tenga un menor peso en el cómputo de las mayorías en la junta general de accionistas y, tratándose de económicos, que ahora ganen un porcentaje menor de las utilidades, por ejemplo.

Esto no se produce con la adquisición de certificados de suscripción preferente, obligaciones convertibles y opciones sobre acciones. La sola adquisición de estos títulos no confiere derechos económicos y políticos en la sociedad. Ello se produce solo si el adquirente que fue financiado por la sociedad suscribe, convierte u opta. Es recién en ese momento que se adquiere un título de representación del capital social, y, en consecuencia, recién en ese momento que se activa la prohibición, como comenta Paz-Ares:

“Estos dos últimos títulos [las obligaciones convertibles y los certificados de suscripción preferente], en la medida en que son aptos para atribuir la condición de socio, han suscitado cierta perplejidad en la doctrina, llevando a algunos autores a

estimarlos incluidos en la prohibición. Tal inclusión no resulta sin embargo plausible, por la sencilla razón –apuntada por Lutter– de que el derecho a convertir o a suscribir acciones propias que llevan anexos dichos títulos no los convierten en títulos de participación. Lo que cae dentro de la prohibición es el ejercicio del derecho a la conversión o la suscripción, pero no la adquisición de la obligación convertible o del derecho de suscripción que pueden comprarse al objeto de valorizarlos en una nueva venta”¹²⁹.

Coincidimos con el autor en que la sola adquisición de estos títulos no incumple la prohibición. Sin embargo, su titular nunca podrá convertir los títulos en acciones, pues esto sí incumple la prohibición.

Comentario aparte merecen las obligaciones convertibles en acciones, pues su conversión, por lo general, está sujeta a plazo suspensivo. Como vimos al analizar la relevancia del plazo entre la asistencia financiera y la adquisición de las acciones, este es relevante para evaluar si determinada operación cae dentro del ámbito de la prohibición o no. Por ello, dependiendo del plazo de las obligaciones convertibles puede que su conversión no esté dentro del ámbito de la prohibición.

3. Sujetos de la prohibición: asistencia financiera entre sociedades vinculadas

El artículo 106 de la LGS establece que la sociedad no puede otorgar préstamos o prestar garantías para la adquisición de sus propias acciones ni con garantía de estas. Otras regulaciones han entendido que la prohibición es fácilmente sorteable involucrando sociedades vinculadas en la operación, por lo que las han incluido en sus prohibiciones¹³⁰.

129 PAZ-ARES, *op. cit.*, pp. 482-483.

130 La versión del artículo 2358 del Código Civil italiano modificado en 1986

El texto de la ley peruana, en cambio, guarda silencio al respecto. Sin embargo, como vimos antes, ello no quiere decir que no estén prohibidas. A continuación, veremos si, efectivamente, las operaciones de asistencia financiera que involucran sociedades vinculadas en su estructura están prohibidas por nuestro ordenamiento.

De acuerdo a Giovanna García, los grupos económicos “*en líneas generales no son más que empresas jurídicamente separadas unas de otras, unidas entre sí, y de distintas maneras, por lazos persistentes formales y/o informales*”¹³¹. Así, las sociedades de un grupo económico son formalmente sociedades distintas. Sin embargo, existe una vinculación que hace que se les pueda distinguir como un solo grupo económico. Esta vinculación, radica en la noción de control de una de las empresas sobre las demás del grupo¹³².

El artículo 105 de la LGS establece que “[s]e entiende por sociedad controlada aquella en la que, directa o indirectamente, la propiedad de más del cincuenta por ciento de acciones con derecho a voto o el derecho a elegir a la mayoría de los miembros del directorio corresponda a la sociedad emisora de las acciones”.

En consonancia, el artículo 7 del Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos, contenido en la Resolución CONASEV N° 0090-2005, establece que “*Grupo*

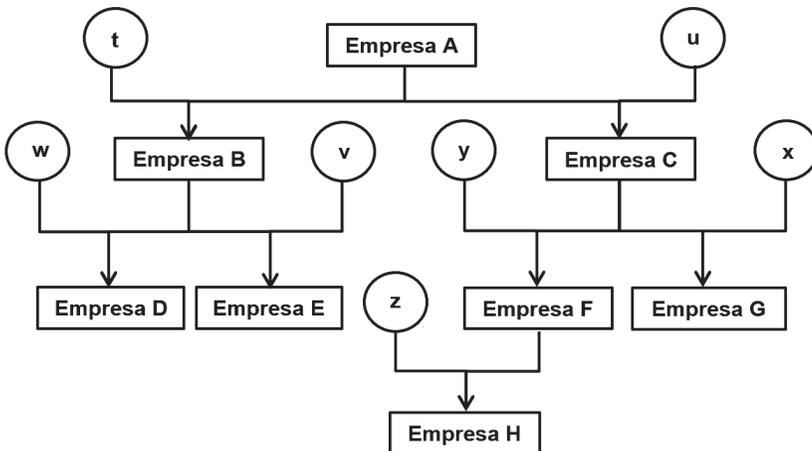
ya prohibía la toma en garantía de acciones por medio de una sociedad fiduciaria o de un tercero. Otro ejemplo es el *Companies Act* de 2006 que incluye en las secciones 678(1) y 679(1) la prohibición la asistencia financiera para la adquisición de acciones de una sociedad dominante. De igual manera, los artículos 149 y 150 de la Ley de Sociedades Anónimas española de 2010 incluyen, respectivamente, la prohibición de tomar en garantía acciones de una sociedad dominante y la de prestar asistencia financiera para la adquisición de acciones de una sociedad dominante.

131 GARCÍA SAAVEDRA, Giovanna. “La acreditación de experiencia como ejecutor de obras de personas jurídicas que pertenecen a grupos económicos: Aplicación normativa *vis-à-vis* realidad comercial”. En, *Revista IUS ET VERITAS*, N° 46. Lima, 2013, p. 337.

132 *Ibid.*

Económico es el conjunto de personas jurídicas, cualquiera sea su actividad u objeto social, que están sujetas al control de una misma persona natural o de un mismo conjunto de personas naturales”. Y según el artículo 8 del mismo cuerpo normativo, se tiene control directo de una persona jurídica (1) cuando se pueden ejercer más de la mitad de los derechos de voto en la junta general de accionistas de dicha persona jurídica o (2) cuando se pueden designar o remover a más de la mitad de los miembros del directorio.

En conclusión, se constituye un grupo económico entre personas jurídicas cuyo control es ejercido de manera directa o indirecta, a través del control de otras personas jurídicas que a su vez ejercen el control de ellas, por la misma persona, natural o jurídica, entendiéndose control como la capacidad para ejercer más de la mitad de los votos en la junta general de accionistas o para colocar o remover a más de la mitad de los miembros del directorio. El siguiente cuadro grafica un grupo económico:



El cuadro anterior grafica un grupo económico básico en el que la empresa “A” controla directamente a las empresas “B” y

“C” e indirectamente a las empresas “D”, “E”, “F”, “G” y “H”. Por su parte, la empresa “A” es controlada ya sea por una persona natural o, si la dispersión de la estructura accionaria no permitiera un claro controlador, por su administración. Por su parte, “t”, “u”, “v”, “w”, “x”, “y”, y “z” tienen participación en el accionariado de las distintas empresas del grupo, pero no son controladores de ninguna.

La vinculación entre sociedades de un mismo grupo económico puede ser vertical, entre empresas controladoras y sus controladas u horizontal, entre empresas controladas por la controladora. Además, tanto la vinculación vertical como la horizontal pueden ser directas como indirectas.

La vinculación vertical directa se produce entre una empresa controlada y su controladora directa y la indirecta entre una empresa controlada y su controladora indirecta. Ejemplos de empresas verticalmente vinculadas, directa e indirectamente, son “A” y “B”, y “A” y “G”, respectivamente. Por su parte, la horizontal directa se produce entre empresas controladas directamente por la misma empresa, y la indirecta, cuando una de las dos empresas es controlada indirectamente por la controladora, directa o indirecta, de la otra. Ejemplos de empresas horizontalmente vinculadas, directa e indirectamente, son “D” y “E”, y “E” y “G”, respectivamente. Finalmente, la vinculación vertical puede ser ascendente o descendente dependiendo de qué perspectiva se utilice. Así, la vinculación que “F” tiene con “H” no es la misma que la que “H” tiene con “F”.

Con ello en mente, vayamos a la prohibición contenida en el artículo 106 de la LGS. ¿Qué sucede si la norma aplicara también a las sociedades del mismo grupo económico? Se darían las siguientes posibilidades:

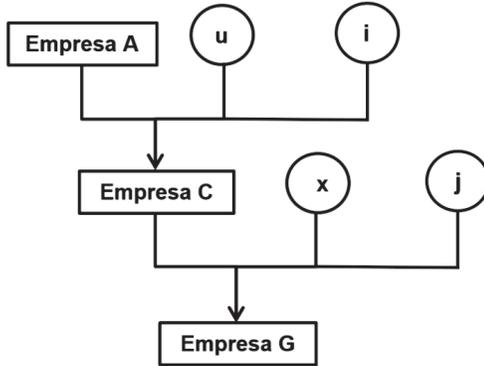
Vinculación		Supuesto	Tomar en garantía acciones de una sociedad vinculada (v.g.)	Otorgar o garantizar préstamos para la adquisición de acciones de una sociedad vinculada (v.g.)
Vertical	Directa	Descendente	“C” toma en garantía acciones de “G”.	“B” financia la compra de acciones emitidas por “D”.
		Ascendente	“G” toma en garantía acciones de “C”.	“D” financia la compra de acciones emitidas por “B”.
	Indirecta	Descendente	“C” toma en garantía acciones de “H”.	“C” financia la compra de acciones emitidas por “H”.
		Ascendente	“H” toma en garantía acciones de “C”.	“H” financia la compra de acciones emitidas por “C”.
Horizontal	Directa		“D” toma en garantía acciones de “E”.	“G” financia la compra de acciones emitidas por “F”.
	Indirecta		“D” toma en garantía acciones de “G”.	“E” financia la compra de acciones emitidas por “F”.

3.1 Tomar en garantía acciones de una sociedad vinculada

En esta sección analizaremos si se incumple la prohibición cuando se produce la toma en garantía de acciones de una sociedad vinculada.

3.1.1 Vinculación vertical

Para efectos del análisis pongamos un ejemplo de vinculación vertical:



Imaginemos, para todos los efectos, que “A” tiene 60% de participación en “C” y “u” e “i”, 20% cada uno. Por su parte, “C” tiene 60% de participación en “G” y “x” y “j”, 20% cada uno.

Si “C” recibiese acciones de “G” de parte de “j” en prenda, la administración de la primera participaría en la junta general de accionistas de la segunda. Ello permitiría que el controlador consolide su control de esa forma, lo cual afectaría a “x”. Sin embargo, ello se habría producido a costa del patrimonio de “C” (las acciones en “G” garantizan un préstamo efectuado por “C” con su propio patrimonio), respecto del cual “x” no tiene nada que ver. Por lo cual no se frustra la finalidad de la prohibición.

Si, a la inversa, “G” recibiera de “i” garantía acciones de “C” en prenda, la administración de la primera participaría en la junta general de accionistas de la segunda. Por ello, cuando “G” recibe las acciones de “C”, indirectamente la administración de “C” (que controla “G”) participaría de la su junta general de accionistas, trasgrediendo de esa forma la prohibición.

Esto, además, consolidaría la participación del controlador de “C”. Por ejemplo, si “i” hubiese dado a “G” las acciones de “C” en prenda, “G” tendría participación en la junta general de accionistas de “C”, pero como a “G” la controla la administración de “C” que es, a su vez, controlada por “A”, esta última tendría en la práctica los votos que le confieren sus propias acciones y también los de “G”. Ello le genera una ventaja frente a “u” y a “i”,

obtenido mediante la disposición del patrimonio de “G”, el cual indirectamente es patrimonio de “u” y de “i”, trasgrediendo de esta forma la *ratio legis* del artículo 106 de la LGS.

Además, esto es jurídicamente imposible, ya que el artículo 105 de la LGS hace que las acciones de una controladora de propiedad de su controlada no dan, a esta última, derecho de voto ni se computan para efectos de quorum.

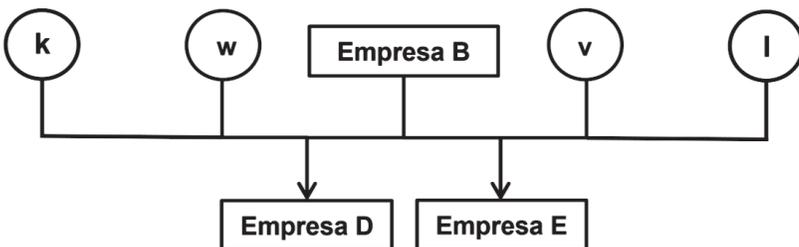
Lo mismo sucede cuando la vinculación vertical es indirecta en ambos sentidos. Si “A” recibiera acciones de “G” por parte de “j”, tendría el control indirecto que ya tenía en “G”, por el control que ejercía en “C” y también el control directo a partir del derecho de voto que le confieren las acciones de “j”, lo que supone una desventaja para “x”. Sin embargo, esta ventaja obtenida por “A” lo sería a partir de su propio patrimonio, por lo que no se frustraría la finalidad perseguida por la prohibición.

Por su parte, si “G” recibe de “i” acciones de “A” en prenda, “G”, el controlador de “A”, además de su participación directa en “A”, participaría también indirectamente mediante la participación que ahora tiene “G” que indirectamente controla. Esta ventaja, al igual que en el caso directo, sería obtenida mediante el patrimonio de “G” que indirectamente es patrimonio de los accionistas minoritarios de “A”.

Además, aquí también tendríamos una trasgresión a la función de la finalidad del artículo 105 de la LGS, por lo que se aplicarían sus efectos.

3.1.2 Vinculación horizontal

Pongamos ahora un ejemplo de vinculación horizontal:



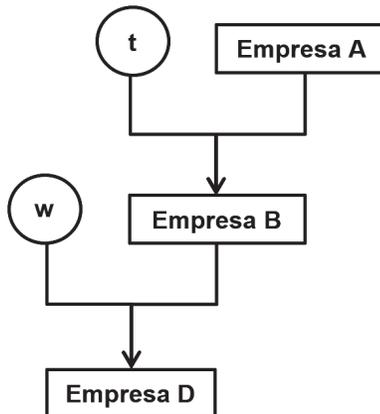
Si “D” recibe de “I” acciones en “E” en prenda, la administración de la primera participaría en la junta general de accionistas de la última. Esto no trasgrede la prohibición, pues no genera que de manera directa o indirecta la administración de una sociedad participe en su junta general de accionistas. Además, si bien ahora “B” tendría mayor control en “E”, no obtiene esta ventaja a partir del patrimonio de “E”, que es lo que la prohibición quiere evitar.

3.2 Otorgar o garantizar préstamos para la adquisición de acciones de una sociedad vinculada

La prohibición de la sociedad de otorgar préstamos para la adquisición de acciones de propia emisión tiene como función impedir modificaciones ilegítimas de la estructura accionaria o devoluciones indebidas de aportes por medio del patrimonio de la sociedad.

3.2.1 Vinculación vertical

Pongamos como ejemplo un caso de vinculación vertical:



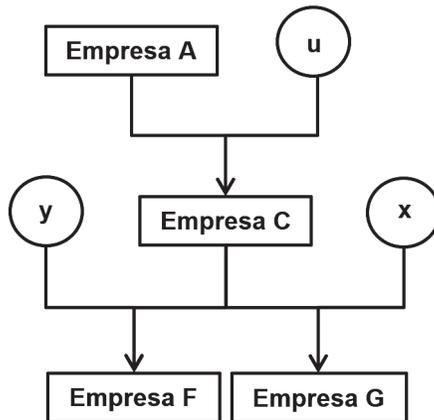
Si “B” financia la compra de acciones emitidas por “D” no se contraviene el artículo 106 de la LGS. La prohibición busca impedir una modificación ilegítima de la estructura accionaria de la sociedad. Siendo que “B” no es parte de “D” sino al revés, cuando la primera financia la compra de acciones de la segunda no está utilizando los fondos de la sociedad para alterar su estructura accionaria.

Lo inverso, en cambio, sí resulta contrario a la prohibición. En la medida que “D” sí es indirectamente “B”, cuando el primero financia la adquisición de acciones del segundo, es este quien indirectamente financia la adquisición de sus propias acciones.

Sucede lo mismo con la vinculación vertical indirecta. En la descendente, no puede decirse que se esté utilizando fondos de una sociedad para favorecer la modificación de su estructura accionaria. En el caso inverso, de vinculación ascendente, en cambio, si se produce esto por los mismos motivos expuestos para la vinculación vertical directa.

3.2.2 Vinculación horizontal

Pongamos ahora un ejemplo de vinculación horizontal:



Si “G” financiara la compra de acciones emitidas por “F” no se estaría incumpliendo la prohibición. Al no haber ni propiedad indirecta ni participación de una sobre la otra, no se estaría afectando el patrimonio de la sociedad para modificar su estructura accionaria. Por ejemplo, si financiara a un tercero, ello afectaría la estructura de “F”, pero no a partir de sus fondos, por lo que “y” no se vería afectado. Lo mismo aplica para la vinculación indirecta.

3.3 Conclusiones

Repasar conceptos de grupos económicos y ver los tipos de relaciones que existen en ellos nos ha servido para prestar atención a conceptos bastante importantes como son los de propiedad, control y participación indirectos.

En cuanto a la primera prohibición del artículo 106 de la LGS respecta, su función se frustra tanto si una sociedad toma en prenda acciones de su controlada como si toma acciones de su controladora, sea este control directo o indirecto. En cambio, en cuanto a la segunda prohibición respecta, si bien en el artículo bajo comentario no señala que cuando una subsidiaria financia la compra de acciones emitidas por su controladora es esta misma quien indirectamente financia la compra de sus propias acciones, creemos que también estaría dentro de su ámbito de aplicación. No sucede lo mismo cuando la controladora financia la adquisición de acciones en la controlada.

Capítulo VI

Consecuencias de contravenir la prohibición

Uno de los temas más relevantes de la regulación de asistencia financiera es el de las consecuencias de su contravención. En las regulaciones a nivel internacional las sanciones varían desde asignar responsabilidad civil a la administración hasta asignarles responsabilidad penal. Afortunadamente, en nuestra legislación no se atribuye una sanción tan severa a la contravención de la norma, que convertiría un escenario desafortunado –como es la existencia de la prohibición– en uno verdaderamente aterrador.

En nuestro caso no queda tan claro cuál es la sanción. Para comenzar, cierto sector de la doctrina ha propuesto que las operaciones de asistencia financiera prohibida no están sancionadas con nulidad, pues la norma establece una sanción distinta, que sería la responsabilidad del directorio que se dispone al final del artículo 106 de la LGS¹³³.

Por su parte, si no se considera que la norma misma establece una sanción distinta a la nulidad, quizás sea posible que el ordenamiento corporativo contemple una sanción que resulte más aplicable por el criterio de especialidad. Sin embargo, las disposiciones relativas a la impugnación de acuerdos societarios son tan poco prolijas que no resulta muy claro si una de ellas resulta aplicable al caso concreto.

133 FERRERO ÁLVAREZ-CALDERÓN y GUARNIZ IZQUIERDO, *op. cit.*, pp. 266-267.

Además, como bien anotan Ferrero y Guarniz, si concluimos que la operación es inválida, sea que esté sancionada con nulidad o de alguna otra forma mediante una norma corporativa, generalmente esta estará estructurada mediante varios actos jurídicos, por lo que no es tan fácil determinar cuál o cuáles de ellos, si no son todos, son nulos o susceptibles de ser impugnados¹³⁴.

1. ¿Responsabilidad civil y/o nulidad?

Es interesante la interpretación planteada por Ferrero y Guarniz:

“[E]s preciso considerar lo señalado por el artículo 219, inciso 8 del Código Civil. Esta norma establece que es nulo el acto jurídico en el caso del artículo V del Título Preliminar, ‘salvo que la ley establezca una sanción distinta’.

El matiz que introduce esta norma es interesante. A pesar de la declaración de nulidad que realiza el artículo V del Título Preliminar del Código Civil para todo acto jurídico que sea contrario a una norma imperativa (norma general), es posible que en un determinado caso concreto, una norma como el mismo artículo 106 de la Ley General de Sociedades, le otorgue a su infracción una consecuencia distinta de la nulidad (norma especial).

Desde nuestro punto de vista, éste es el caso. Si bien el artículo 106 es una norma imperativa y, por lo tanto, es una ‘ley que interesa al orden público’, es al mismo tiempo una norma especial frente al artículo V del Título Preliminar del Código Civil. Esta norma especial, según lo permite el artículo 219 inciso 8 del Código Civil puede prever y, de hecho prevé, que su incumplimiento tenga una consecuencia distinta de la nulidad: la responsabilidad del Directorio”¹³⁵.

134 Íd., pp. 268-269.

135 Íd., p. 267.

Por más interesante que nos parezca el esfuerzo de minimizar las consecuencias de contravenir el artículo 106, no podemos estar de acuerdo con la postura sostenida por los autores. En nuestra opinión, asignar responsabilidad al directorio solo es un recordatorio de la responsabilidad por actos contrarios a la ley, establecida en el artículo 177 de la LGS¹³⁶, pero de ninguna manera se puede entender como una sanción diferente al acto jurídico, como pasamos a explicar.

El artículo V del Título Preliminar del Código Civil establece lo siguiente:

“Artículo V.- Es nulo el acto jurídico contrario a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres”.

Por su parte, el artículo 219 del Código Civil establece lo siguiente:

“Artículo 219.- El acto jurídico es nulo:

- 1.- Cuando falta la manifestación de voluntad del agente.*
- 2.- Cuando se haya practicado por persona absolutamente incapaz, salvo lo dispuesto en el artículo 1358.*
- 3.- Cuando su objeto es física o jurídicamente imposible o cuando sea indeterminable.*
- 4.- Cuando su fin sea ilícito.*
- 5.- Cuando adolezca de simulación absoluta.*
- 6.- Cuando no revista la forma prescrita bajo sanción de nulidad.*
- 7.- Cuando la ley lo declara nulo.*
- 8.- En el caso del artículo V del Título Preliminar, salvo que la ley establezca sanción diversa”.*

136 *“Artículo 177.-*

Los directores responden, ilimitada y solidariamente, ante la sociedad, los accionistas y los terceros por los daños y perjuicios que causen por los acuerdos o actos contrarios a la ley, al estatuto o por los realizados con dolo, abuso de facultades o negligencia grave. [...]”.

De los supuestos de nulidad contemplados, es evidente que la trasgresión del artículo 106 de la LGS no encaja en los supuestos de hecho contemplados en los incisos 1, 2, 5, 6 y 7. Revisemos, entonces, los supuestos contemplados en los incisos 3, 4 y 8.

El inciso 3 del artículo 219 del Código Civil establece que es nulo el acto jurídico “[c]uando su objeto es física o jurídicamente imposible o cuando sea indeterminable”. En este caso tenemos tres supuestos de hecho: que el objeto sea (1) físicamente imposible, (2) jurídicamente imposible y (3) indeterminable.

De ellos, el primer supuesto debe quedar descartado. Resulta evidente que no es físicamente imposible financiar la adquisición de acciones de propia emisión. Tampoco podría decirse que es un caso de imposibilidad jurídica. La imposibilidad no es lo mismo que la ilicitud, que consiste en la trasgresión de la norma. En realidad, la imposibilidad jurídica consiste en el uso incompatible de una institución jurídica. Ejemplo clásico de una imposibilidad jurídica es la hipoteca mueble. Por definición, la hipoteca solo puede recaer sobre bienes inmuebles. Por tanto, una hipoteca es incompatible con un bien mueble. Si bien, no es una imposibilidad física –pues, la hipoteca no tiene una manifestación física– en el plano de lo jurídico es tan imposible como un cuadrado de tres lados. La trasgresión del artículo 106 de la ley general de sociedades no es un caso de imposibilidad: el financiamiento no es incompatible con la adquisición de acciones, solo que cuando las acciones de propia emisión, ello es ilícito. Finalmente, la trasgresión del artículo 106 de la LGS no supone que el objeto sea indeterminable.

El inciso 4 del artículo 219 del Código Civil establece que es nulo el acto jurídico “[c]uando su fin sea ilícito”. El fin del acto jurídico es la razón de ser del mismo, aquello que pretendían alcanzar que les llevó a perseguir la cooperación de la otra parte. En este caso, un contrato de financiamiento para la adquisición de acciones de propia emisión tiene un fin que, según el artículo 106 de la LGS, no es lícito y, por tanto, sería nulo en base al inciso comentado.

Finalmente, el inciso 8 del artículo 219 del Código Civil establece que es nulo el acto jurídico “[e]n el caso del artículo V

del Título Preliminar, salvo que la ley establezca sanción diversa”. Al remitirse al artículo V del Título Preliminar, establece que es nulo el acto jurídico contrario a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres. Cuando se contempla que el acto sea contrario a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres se refiere a los términos que lo componen, su contenido.

En nuestra opinión, toda norma imperativa debe tener como justificación de su obligatoriedad el velar por el orden público. No creemos que se justifique limitar la libertad por motivos menos relevantes que el orden público. Si se entrega al Estado la posibilidad de regular la vida en sociedad, solo en protección de esta es que se justifican normas que impongan o prohíban conductas. En ese sentido, los actos jurídicos cuyo contenido sea contrario a leyes imperativas serán nulos. Esto se condice con el artículo 1354 del Código Civil¹³⁷.

Bajo una línea de pensamiento distinta, hay quienes señalan que el inciso 8 sería menos comprensivo que el inciso 4. Bajo esa concepción, el inciso 8 no se refiere a cualquier norma imperativa sino a un tipo de norma imperativa que se dirige a procurar el orden público o las buenas costumbres. Según esta perspectiva, basta con revisar las leyes para encontrar ejemplos de normas imperativas que regulan lo que parece la esfera privada y no el orden público, lo que estaría confirmando esta tesis. No estamos de acuerdo con ello.

En nuestra opinión, es el Estado, mediante el ejercicio de la función legislativa, quien establece qué importa y qué no importa al orden público, estemos de acuerdo con ello o no. La norma que analizamos en este trabajo, por ejemplo, es imperativa. Uno podría sostener que la norma no tutela intereses públicos sino privados: como ya señalamos, a accionistas minoritarios. Sin embargo, si bien no estamos de acuerdo con la prohibición justamente porque creemos que esos intereses no debieran ser

137 *“Artículo 1354.- Las partes pueden determinar libremente el contenido del contrato, siempre que no sea contrario a norma legal de carácter imperativo.”*

de orden público, para el Estado lo son, quizás por motivos de equidad, seguridad jurídica, paternalismo, promoción de la inversión, etcétera. Si no lo fueran, no tendría sentido que los tutele incluso por sobre la autonomía privada de los individuos y la libertad de empresa.

1.1 La sanción diversa contemplada en el artículo 106 de la LGS

Por lo dicho, un acto jurídico que trasgreda la prohibición contenida en el artículo 106 de la LGS será nulo, ya sea porque su fin es contrario a una norma imperativa o porque sus términos lo son, conforme a los incisos 4 y 8 del artículo 219, antes comentados. No obstante, existe una diferencia en la literalidad de ambos incisos. En el inciso 8 se hace la atinencia de que la sanción de nulidad opera *“salvo que la ley establezca sanción diversa”*, mientras que en el inciso 4 no se dice nada. Como señalamos antes, cierto sector de la doctrina interpreta que el artículo 106 de la LGS contempla una sanción diversa cuando establece la responsabilidad del directorio. En nuestra opinión, sin embargo, ese no es el caso.

Imaginemos por un momento que no existiese el extremo del inciso 8 que dice *“salvo que la ley establezca sanción diversa”* y determinada norma del Código Civil sanciona el incumplimiento de determinada norma imperativa con anulabilidad. Cuando un acto jurídico la trasgreda habrá dos posibles normas que aplicar: la norma especial que sanciona el acto con anulabilidad y en artículo V, que lo sanciona con nulidad. Este sería un caso de antinomia jurídica, definida por Norberto Bobbio como *“la situación en que dos normas incompatibles entre sí, que pertenecen a un mismo ordenamiento jurídico, tienen un mismo ámbito de validez”*¹³⁸.

138 BOBBIO, Norberto. *Teoría General del Derecho*. Segunda edición. Bogotá: Temis, 1999, p. 189.

Ante la incompatibilidad de normas, la teoría nos dice que la norma aplicable es la de rango superior¹³⁹. Sin embargo, ambas normas tienen el mismo rango, pues fueron aprobadas por el mismo dispositivo legal, como parte del Código Civil. En ese caso, resulta aplicable la norma que temporalmente es posterior¹⁴⁰. Sin embargo, ambas entraron en vigencia a la vez, con la entrada en vigencia del Código Civil. Finalmente, en ese escenario, será de aplicación la norma que resulta más específica al caso concreto. Y siendo que la norma que establece la anulabilidad contempla una sanción para el específico caso de su propio incumplimiento, esa será la norma aplicable¹⁴¹.

Eso es lo que establece la salvedad contemplada en el inciso 8 del artículo 219 del Código Civil. Reconoce que eventualmente podría existir un conflicto de normas entre la norma bajo comentario y la norma especial. Frente a tal reconocimiento, da prevalencia a lo contemplado en la ley especial. Por ello, para que aplique la salvedad la sanción contemplada en la ley especial debe ser dirigida hacia el acto. Solo en ese caso estamos ante un conflicto de normas. Si la sanción no se dirige al acto, podrán coexistir la nulidad y cualquiera que sea la sanción contemplada por la norma especial.

Por ejemplo, sabemos que la nulidad y la ineficacia relativa son incompatibles. Si la ley especial contempla para el acto la ineficacia relativa, primará esta sanción sobre la nulidad. Pero la nulidad y la responsabilidad civil del directorio no son incompatibles. Pueden coexistir y, por eso, la segunda no excluye a la primera.

En nuestra opinión, este extremo del artículo no establece un efecto jurídico, sino que es meramente descriptivo o evocativo de lo que se produce por causa del artículo 177 de la LGS si la decisión es adoptada por el directorio. Es decir, el extremo de la

139 Íd., p. 192.

140 *Ibid.*

141 Íd., p. 195.

norma que dice “...*bajo responsabilidad del directorio*” en nuestra opinión carece de efectos jurídicos propios y, por ello, no puede ser considerado una sanción distinta.

1.2 La sanción diversa contemplada en normas que contemplan la nulidad en la LGS

En la sección anterior sostuvimos que el artículo 106 de la LGS no establece una sanción para el acto jurídico que lo contravenga que reemplace la sanción de nulidad contemplada en los artículos V del Título Preliminar y 219 del Código Civil. Corresponde ahora revisar si alguna otra norma de la LGS excluye, por ser especial, la sanción de nulidad antes referida o si los actos jurídicos que contravengan el artículo 106 deben someterse a la regulación general contenida en el Código Civil.

La LGS sí contempla un sistema de impugnaciones especial, regulado principalmente en sus artículos 38, 139 y 150. No obstante, este sistema se dirige específicamente a acuerdos societarios. De hecho, los artículos 139 y 150 aplican respecto a acuerdos adoptados en la junta general de accionistas, por lo que habría que determinar si el artículo 38, aplicable a todos los acuerdos societarios en general, resulta aplicable a un acto jurídico celebrado por la sociedad en contravención a la prohibición contenida en el artículo 106.

Para ello, quizás un punto de partida sea determinar qué son los acuerdos societarios. Y, si bien la LGS no los define, creemos que este es el acto jurídico colegiado mediante el cual los diferentes órganos sociales conforman la voluntad de la sociedad.

La sociedad, como cualquier persona jurídica, es un sujeto de derechos, un centro de imputación de derechos y obligaciones. Pero, para poder asumirlos cuando no deriven directamente de la ley, la sociedad debe tener una voluntad que le permita asumir esos deberes y obligaciones. Para ello, la sociedad cuenta con hasta tres órganos: la junta general de accionistas, el directorio y la gerencia. De ellos, la junta general de accionistas y el directorio toman decisiones de manera colegiada y para poder conformar

la voluntad de la sociedad deberán conjugar sus voluntades individuales mediante el sistema de mayorías. A ello responde que se llame “acuerdo societario” al acto deliberativo de la voluntad de la sociedad.

Con ello en consideración, al referirse a “acuerdos societarios”, el artículo 38 de la LGS¹⁴² establece un supuesto de nulidad especial para la decisión tomada en los órganos de la sociedad, tengan o no un acto jurídico posterior.

Es preciso no confundir el acuerdo societario con el acto jurídico que puede, o no, seguir a tal acuerdo. Existen acuerdos societarios que no requieren de ser implementados. Un ejemplo de ello es el acuerdo de junta general mediante el cual se aprueban los estados financieros presentados por la gerencia. Este tipo de acto no requiere de ser implementado y, en consecuencia, su relevancia no está subordinada a ningún otro acto jurídico.

En cambio, un acuerdo de junta general de accionistas en el que se decide aceptar una oferta contractual, por ejemplo, no constituye la aceptación de esa oferta. No hace, por sí mismo, que se forme el contrato, pues la manifestación de aceptación solo es relevante cuando es comunicada al oferente. Así, existen acuerdos como ese en el que se requiere de actos posteriores que permitan ejecutar la decisión plasmada en el acuerdo societario. Este es el tipo de acuerdo que se produce para la asistencia financiera.

Entendiendo la diferencia entre acuerdo societario de asistencia financiera y acto de ejecución de la asistencia financiera, resulta claro que la nulidad del artículo 38 de la LGS

142 “Artículo 38.-

Son nulos los acuerdos societarios 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.

Son nulos los acuerdos adoptados por la sociedad en conflicto con el pacto social o el estatuto, así cuenten con la mayoría necesaria, si previamente no se ha modificado el pacto social o el estatuto con sujeción a las respectivas normas legales y estatutarias. [...]”.

aplica respecto al acuerdo societario, mas no respecto al acto de asistencia financiera. Así, no existe ninguna norma especial que determine qué patología sufre un acto jurídico que contravenga la prohibición de asistencia financiera contenida en el artículo 106 de la LGS, por lo que se regirá por las normas generales establecidas en los artículos V del Título Preliminar y 219, incisos 4 y 8 del Código Civil.

Ahora bien, respecto al acuerdo societario, la norma aplicable dependerá de qué órgano lo adopte. El artículo 38 de la LGS rige todos los acuerdos en general y los artículos 139 y 150 de la LGS, específicamente aquellos adoptados por la junta general de accionistas. Así, si el acuerdo fuese adoptado por el directorio quedaría claro que en función del artículo 38, este sería nulo. Si la decisión fuese tomada por la gerencia, en cambio, no habría acto de toma de decisión que tenga relevancia jurídica, por lo que solo sería de aplicación el régimen general civil para el acto jurídico de asistencia financiera prohibida. Finalmente, para determinar qué sanción se asigna para los acuerdos societarios de asistencia financiera que contravengan la prohibición adoptados en junta general de accionistas, hay que analizar si resulta de aplicación el artículo 139 o el 150.

En nuestra opinión, el artículo 139 de la LGS establece una vía impugnatoria distinta a la contenida en el artículo 150, reservada especialmente para acuerdos contrarios a los intereses que inspiran la LGS y exclusivamente en favor de accionistas¹⁴³. El artículo 139 establece lo siguiente:

“Artículo 139.- Pueden ser impugnados judicialmente los acuerdos de la junta general cuyo contenido sea contrario a

143 En ese sentido se manifiestan Oswaldo Hudskopf y Enrique Elías (HUDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. “El derecho de impugnación de acuerdos de juntas generales de accionistas en la nueva Ley General de Sociedades y su ejercicio a través de acciones judiciales”. En, *Revista IUS ET VERITAS*, No. 17. Lima, 1998, p. 93-105; y, ELÍAS LAROZA, Enrique. *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú*. Segunda edición. Trujillo: Editorial Normas Legales, 2003, pp. 370-398).

esta ley, se oponga al estatuto o al pacto social o lesione, en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad. Los acuerdos que incurran en causal de anulabilidad prevista en la Ley o en el Código Civil, también serán impugnables en los plazos y formas que señala la ley. [...]”.

Por su parte, el artículo 150 de la LGS establece lo siguiente:

“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”.

Un primer dato que anotar es que en el artículo 139 se señala que pueden impugnarse mediante esa vía “*los acuerdos de la junta general cuyo contenido sea contrario a esta ley*”. A contrario, no cualquier acto que contraviene la ley puede ser impugnado por esta vía, sino solo aquellos que contravengan la LGS. El artículo 150, en cambio, establece que se puede interponer la acción de nulidad contra acuerdos “*contrarios a normas imperativas, o que incurran en causales de nulidad previstas en esta ley o en el Código Civil*”. Por ello, el artículo 139 tiene un ámbito de aplicación bastante más limitado.

Por su parte, el artículo 140 la LGS establece que tendrán legitimidad activa para impugnar por la vía dispuesta en el artículo 139 solo los accionistas¹⁴⁴. En cambio, el artículo 150

144 “Artículo 140.-

La impugnación prevista en el primer párrafo del artículo anterior puede ser interpuesta por los accionistas que en la junta general hubiesen hecho constar en acta su oposición al acuerdo, por los accionistas ausentes y por los que

dispone que tiene legitimidad “*cualquier persona que tenga legítimo interés*”.

Además, en el artículo 142 se señala que la acción contemplada en el artículo 139 caduca al mes de la inscripción del acuerdo, si era inscribible, a los dos meses si el accionista concurrió a la junta o a los tres meses si no concurrió¹⁴⁵. El artículo 150, establece un plazo de caducidad de un año.

Finalmente, se señala en el artículo 143 de la LGS que la impugnación establecida en el artículo 139 se tramita en proceso abreviado, salvo que se sustente en defectos de convocatoria o falta de quórum, en cuyo caso se tramitan en proceso sumarísimo¹⁴⁶. En cambio, el artículo 150 establece que la acción en él establecida se tramita en proceso de conocimiento. Así, no podría sostenerse que el artículo 139 regula impugnaciones en términos genéricos y que el 150 brinda mayores luces respecto a la impugnación vía acción de nulidad, ya que si un acuerdo contraviene una norma imperativa contemplada en la LGS este sería nulo y aun así podría ser impugnado en un proceso abreviado.

Que el artículo 139 regule las impugnaciones por patologías netamente societarias y el 150, la nulidad por motivos comunes no quiere decir que el 139 y el 150 sancionen por patologías distintas a los acuerdos de junta general de accionistas. Es verdad que el 139 regula patologías adicionales, pero la patología es la misma en cuanto al acuerdo que contraviene normas imperativas: la nulidad. La diferencia que justifica una regulación distinta no radica en la naturaleza de la patología, sino en el tipo de norma

hayan sido ilegítimamente privados de emitir su voto. [...]”.

145 “Artículo 142.-

La impugnación a que se refiere el artículo 139 caduca a los dos meses de la fecha de adopción del acuerdo si el accionista concurrió a la junta; a los tres meses si no concurrió; y tratándose de acuerdos inscribibles, dentro del mes siguiente a la inscripción”.

146 “Artículo 143.-

La impugnación se tramita por el proceso abreviado. Las que se sustenten en defectos de convocatoria o falta de quórum se tramitan por el proceso sumarísimo. [...]”.

contravenida y, a su vez, en el interés tutelado. Dado que en la LGS se tutela de forma especial al accionista frente a terceros legítimamente interesados, considerando especialmente que él participa –o debe participar– de los acuerdos societarios, en base a la LGS se le da una vía abreviada para impugnar en ciertos casos relevantes para él. El artículo 150, por su parte, también aplica respecto de acuerdos que contravengan normas de la LGS, pero esta será la única norma que ampare pretensiones de terceros con legítimo interés puedan impugnar los acuerdos contrarios a estas normas.

Ahora bien, tratándose de un acuerdo que contraviene una norma societaria, ¿cuál de las dos vías debe utilizar el accionista cuyos intereses han sido afectados?

Una primera alternativa es que solo pueda utilizar la vía contemplada en el artículo 139 de la LGS. El fundamento de ello sería que el 139 es una norma especial que rige para los acuerdos que contravienen normas societarias y por ello debe primar frente a la general que sería el artículo 150. En nuestra opinión, esta tesis no tendría sentido, pues el artículo 150 también contempla expresamente que resulta aplicable contra acuerdos societarios contrarios a “esta ley”, refiriéndose a la LGS. Es decir, ambas normas serían igualmente especiales para acuerdos societarios.

La segunda alternativa sería entender que el accionista pueda optar por la vía que más satisface sus intereses. El fundamento de esta postura sería que debe entenderse que la vía contemplada en el artículo 139 ha sido establecida en beneficio de aquellos cuyos intereses han sido afectados por el acuerdo inválido, pero este beneficio no debería convertirse en una especie de regalo de Troya que los termine perjudicando si sienten que el proceso de conocimiento es más adecuado para probar su pretensión o que necesitan de más tiempo para prepararse antes de demandar, etc.

De estas dos posturas, nos inclinamos por la segunda. Creemos que, para los accionistas, la vía contemplada en el artículo 139 es una vía alternativa respecto a acuerdos que contravengan normas societarias, no una vía que excluye a la contemplada en el artículo

150 de la LGS por motivos de especialidad.

Elija la vía que sea, el accionista no puede accionar por la otra una vez que se emite una sentencia, pues ya habría cosa juzgada al respecto. Por eso, reiteramos, es muy importante comprender que un acuerdo que contraviene una norma jurídica imperativa es nulo, sea que su nulidad se pretenda por la vía contemplada en el artículo 139 o en el artículo 150.

En conclusión, el acto de asistencia financiera prohibida no tiene ninguna regulación especial en la LGS y se rige por los artículos V del Título Preliminar y 219, inciso 8 del Código Civil. Por su parte, si el acto de asistencia financiera fue adoptado por acuerdo societario, su nulidad se rige por lo contemplado en el artículo 38 de la LGS, si se adoptó en el directorio, y por los artículos 139 o 150, si se adoptó en la junta general de accionistas. Como el único legitimado para solicitar la nulidad por la trasgresión del artículo 106 de la LGS es el accionista –pues, como ya señalamos, la norma está a su favor– este podrá solicitar que se declare la nulidad del acto ya sea por la vía contemplada en el artículo 139 o por la vía contemplada en el artículo 150, la que estime conveniente.

2. Nulidad o anulabilidad de operaciones complejas

Un punto muy interesante que merece ser atendido es el levantado por Ferrero y Guarniz respecto a la invalidez en operaciones complejas. En opinión de los autores, *“resultaría un reto aplicar un supuesto de nulidad a una presunta infracción del artículo 106 que no infringe literalmente la norma, sino que el aplicador de la norma considera ilícita por la vía de recurrir a figuras tales como el fraude a la ley”*¹⁴⁷.

Pensemos en el escenario de asistencia financiera prohibida más básico de todos: un contrato de préstamo entre la sociedad

147 FERRERO ÁLVAREZ-CALDERÓN y GUARNIZ IZQUIERDO, *op. cit.*, p. 268.

y un tercero en el que se establece que este deberá utilizar los fondos prestados para adquirir acciones emitidas por aquella. En este caso no hay duda de que el contrato de préstamo es nulo por ir contra lo establecido en el artículo 106 de la LGS.

Sin embargo, precisamente para evitar la contravención directa, las partes podrían recurrir a estructuras diversas que acarreen las mismas consecuencias. Estas estructuras, por lo general, serán más complejas para tratar de recrear lo que sucedería con un solo acto notoriamente contrario a la prohibición de asistencia financiera. Lo que señalan los autores es que, en esos casos, la existencia de contratos diversos, con partes diversas, que pueden desconocer la existencia de los contratos de los que no forman parte y la finalidad de la operación misma, llevan a que resulte muy complicado sostener que alguno de ellos sea nulo.

Las estrategias para defraudar la prohibición de asistencia financiera son tan amplias como la imaginación de los agentes en el mercado, por lo que este solo puede ser un análisis que se haga caso por caso. Sin embargo, para determinar cuáles actos son nulos, debemos siempre tener como una especie de brújula la prohibición contenida en el artículo 106 de la LGS en su real y cabal comprensión, conocida mediante el método teleológico de interpretación.

Pongamos un ejemplo en el que la prohibición de asistencia financiera se haya contravenido mediante más de una operación: un *leveraged buyout* vía fusión (MLBO). En un MLBO, “x” quiere hacerse del control de “A”, para lo cual constituye a “B”. “B” pide un préstamo bancario con el cual adquiere de uno de sus accionistas el 80% de las acciones de “A”. Luego de ello, “x” aprueba que “A” y “B” se fusionen.

¿Qué parte de la operación es nula? ¿Acaso es nula toda la operación? Para responder a estas preguntas es preciso analizar contrato por contrato. En realidad, todos los contratos tienen por finalidad realizar la operación de asistencia financiera prohibida, por lo que no sería descabellado que todos los contratos puedan ser nulos. Sin embargo, para que esto se dé de esa forma, es decir, para que todos los contratos tengan esto como causa, o debió

causalizarse en el contrato o las partes debieron conocer que esa era la finalidad última de cada contrato. Asumamos que ese no es el caso y analicemos contrato a contrato si este es o no nulo.

Comencemos con el contrato de financiamiento entre “B” y el banco. Es extraño que un banco efectúe un préstamo a una sociedad de vehículo especial sin conocer para qué se utilizarán los fondos prestados y la estructura de la operación en su totalidad. Por ello, en condiciones normales, el contrato claramente sería nulo pues su causa es contraria al artículo 106 de la LGS. Sin embargo, si ese no fuera el caso, es decir, si el prestamista no supiera para qué se utilizarán los fondos, entonces esta finalidad no sería más que los motivos internos de “B” y, por tanto, no serían parte del contrato, lo que haría que este sea válido. Al final todo se reduce a lo que el accionista minoritario que pretende la nulidad pueda probar. Si pueden probar que ambas partes conocían la finalidad, queda demostrado que estos motivos, implícita o explícitamente, son la causa del contrato. Si no puede hacerlo, poco importará si eran motivos internos o causa.

Veamos ahora el siguiente contrato, el de compraventa de acciones. Este contrato no tiene por finalidad ni es parte de su esquema el que la sociedad asuma la carga financiera de la operación y, por ende, no es nulo. Ahora bien, que hubiera sucedido si el prestamista hubiese sido la propia sociedad. En ese caso, el accionista vendedor sabe que las acciones están siendo adquiridas con fondos de la sociedad. Es decir, que se está vulnerando el artículo 106 de la LGS. ¿Es esto relevante? Una primera alternativa podría ser sostener que no. Se podría aducir que es la asistencia financiera y no la adquisición de acciones lo que está prohibido. Una segunda alternativa, por su parte, sería sostener que la *ratio legis* es impedir la adquisición de acciones financiada con fondos de la sociedad, lo que se consigue prohibiendo el financiamiento o la adquisición misma. La primera alternativa es muy restrictiva y no está acompañada de una interpretación teleológica de la norma, por lo que no estamos de acuerdo con ella. Por ello, en el ejemplo planteado, si el prestamista hubiese sido la propia sociedad, en nuestra opinión

el contrato de compraventa de acciones hubiese sido nulo.

Finalmente, veamos el acuerdo de fusión. Objetivamente, el resultado será que la sociedad asuma la carga financiera de la operación y si “B” es una sociedad de propósito especial, como suele suceder en MLBOs, será bastante sencillo para el accionista minoritario demostrar que la finalidad de la fusión es que “A” asuma la carga de la adquisición de acciones, pues esta no tiene activos de ningún tipo y, por el contrario, sí tiene como pasivo la deuda asumida para la adquisición de acciones. Ello permite que el acuerdo de fusión pueda ser fácilmente anulado.

En conclusión, todos los actos que sirven para trasladar la carga de la adquisición a la sociedad comparten esa finalidad y, en la medida en que las partes la conozcan, esa será causa común de todos ellos y serán inválidos. Y, aun si hubiese contratos en el que esa finalidad solo sea un motivo no causalizado y por tanto irrelevante, no podemos pensar en una operación de asistencia financiera prohibida en la que no pueda encontrarse un acto que tenga como causa la trasgresión de la finalidad y que, por ello, sea nulo. Ello debe ser analizado caso por caso.

3. Control difuso del artículo 106 de la LGS

En el primer capítulo vimos como, por el principio de subsidiariedad regulatoria, en derecho privado solo se justifica una norma imperativa que limite la autonomía privada y la libertad de empresa allí los costos de transacción impidan que las partes pacten la solución eficiente. En derecho societario, señalamos que ello se daba solo en aquellos casos en los que haya un acreedor legal involucrado, quien no estuvo en posibilidad de contratar sus riesgos de antemano. Sin embargo, al analizar la función que la prohibición de asistencia financiera cumple en nuestro ordenamiento comprobamos que esta disposición no se dirige a tutelar a acreedores, sino a accionistas. Siendo ello así, y considerando que los accionistas sí están en posibilidad de contratar sus riesgos, la prohibición solo se justificaría

como norma supletoria. Como norma imperativa supone una trasgresión a la autonomía privada y a la libertad de empresa y, por consiguiente, la norma es inconstitucional y, como consecuencia de ello, corresponde que el juzgador, sea judicial o arbitral, realice un control difuso respecto de ella y la inaplique. Nos explicamos.

3.1 El test de proporcionalidad

En cuanto regulación económica, el test de proporcionalidad es la contracara del principio de subsidiariedad regulatoria. Ambos sirven como garantía a los individuos de que su autonomía privada y su libertad de empresa no estarán limitadas por la regulación salvo que los costos de transacción sean prohibitivos. La diferencia es el momento y la forma en los que garantía cobra relevancia. Si el principio de subsidiariedad regulatoria opera como una restricción al legislador, impidiendo la producción regulatoria que restrinja la autonomía privada cuando los costos de transacción no sean prohibitivos, el test de proporcionalidad cobra relevancia cuando se produzca una regulación que trasgreda el principio de subsidiariedad regulatoria. Como ha desarrollado el Tribunal Constitucional en diversas jurisprudencias¹⁴⁸, el test de proporcionalidad se desarrolla a través de tres subprincipios:

“a) Subprincipio de idoneidad o de adecuación.

De acuerdo con este, toda injerencia en los derechos fundamentales debe ser apta o capaz para fomentar un objetivo constitucionalmente legítimo. En otros términos, este subprincipio supone la legitimidad constitucional del objetivo y, la suficiencia de la medida utilizada.

b) Subprincipio de necesidad.

De acuerdo con este, para que una injerencia en los derechos fundamentales sea necesaria, no debe existir ningún otro medio

148 Ver, STC N.º 0016-2002-AI/TC, STC N.º 0008-2003-AI/TC, STC N.º 0018-2003-AI/TC, STC N.º 0048-2004-AI/TC, entre otras.

alternativo que revista, por lo menos, la misma aptitud para alcanzar el objetivo propuesto y que sea más benigno con el derecho afectado. Se trata de una comparación de la medida adoptada con los medios alternativos disponibles, y en la cual se analiza, por un lado, la idoneidad equivalente o mayor del medio alternativo; y, por otro, su menor grado de intervención en el derecho fundamental.

c) Subprincipio de proporcionalidad strictu sensu.

De acuerdo con este, para que una injerencia en los derechos fundamentales sea legítima, el grado de realización del objetivo de intervención debe ser por lo menos equivalente o proporcional al grado de afectación del derecho fundamental. Se trata, por tanto, de la comparación de dos intensidades o grados: la realización del fin de la medida examinada y la afectación del derecho fundamental”¹⁴⁹.

Así, mediante el test de proporcionalidad verificamos la constitucionalidad de medidas restrictivas de derechos. En este caso, las prohibiciones contenidas en el artículo 106 de la LGS supone una clara restricción a los derechos fundamentales de autonomía privada y de libertad de empresa. Frente a esta restricción, el test sirve para ver si esta es o no legítima.

En mi opinión, la prohibición de asistencia financiera no pasa el test, lo que demuestra su inconstitucionalidad. Veamos:

3.1.1 Subprincipio de idoneidad o adecuación

El primer paso del test consiste en que la restricción al derecho cumpla con el subprincipio de idoneidad o adecuación. En este caso, debemos responder a la siguiente pregunta: ¿es la prohibición de asistencia financiera apta para o capaz de para fomentar un objetivo constitucionalmente legítimo? Como señala el Tribunal Constitucional, para cumplir con este subprincipio la finalidad perseguida por la norma debe ser constitucional y la restricción compatible con la finalidad perseguida.

149 STC N.º 034-2004-PI/TC.

En el caso del artículo 106 de la LGS tenemos dos prohibiciones: la prohibición a la sociedad de recibir en garantía acciones de propia emisión y la prohibición a la sociedad de financiar o garantizar financiamientos para la adquisición de acciones de propia emisión.

La finalidad de la primera es impedir que la administración de la sociedad participe activamente en la junta general de accionistas y que el controlador consolide una mayoría, ejerciendo el derecho de voto de las acciones que tenga en prenda. La finalidad de la segunda, impedir una modificación ilegítima de la estructura accionaria de la sociedad facilitada por el patrimonio social. Ambas finalidades son legítimas, pues en última instancia tienen como fundamento la protección del derecho de propiedad que tienen los accionistas sobre las acciones como el que tienen indirectamente sobre el patrimonio social.

Por su parte, ambas medidas son idóneas para alcanzar tales finalidades, pues la primera impide que el controlador aproveche los fondos de la sociedad para hacerse de garantías que le sirven para incrementar su control y la segunda impide que lo haga para obtener una ventaja ilegítima (sea para obtener un incremento en el control o para obtener una devolución de aportes indirecta). Así, ambas prohibiciones tienen como efecto impedir que a partir de un aprovechamiento del patrimonio social se reduzca el valor de las acciones de los accionistas no controladores, por la consolidación de un controlador.

3.1.2 Subprincipio de necesidad

El segundo paso del test consiste en que la restricción al derecho cumpla con el subprincipio de necesidad. Para verificar que ello sea así debemos responder a la pregunta: ¿existir algún otro medio que revista, por lo menos, la misma aptitud para alcanzar el objetivo propuesto y que sea más benigno con el derecho afectado? Se evalúa por un lado si el medio alternativo es tan idóneo como la restricción analizada y, por otro lado, su menor grado de intervención en el derecho fundamental.

En el caso de las prohibiciones contenidas en el artículo 106 de la LGS tenemos un medio alternativo que alcanza en la misma medida el interés tutelado y que es menos restrictivo: la autonomía privada. En efecto, las partes son libres de regular aquello que les interese regular. De esta forma, la protección solo se da en aquellos casos y en la forma en que las partes estimen conveniente. En aquellos casos o en aquellas formas en las que las partes entiendan que no existe un riesgo a su derecho de propiedad, pues no pactarán nada, lo que hace que la prohibición sea innecesaria. La modalidad actual restringe aquellos casos que las partes tuteladas no quisieran restringir, lo cual hace que la medida actual sea más restrictiva que la que las partes podrían pactar.

Además, tratándose de la prohibición de tomar en garantía acciones de propia emisión, una norma más proporcional sería la prohibición de que la sociedad pueda ejercer los derechos de las acciones que tenga en prenda.

3.1.3 Subprincipio de proporcionalidad *strictu sensu*

Finalmente, el tercer paso del test consiste en que la restricción al derecho cumpla con el subprincipio de proporcionalidad *strictu sensu*. Para verificar que ello sea así debemos responder a la pregunta: ¿es el grado de realización del objetivo de intervención mayor al grado de afectación del derecho fundamental? Se trata de realizar un análisis costo beneficio, siendo el costo la restricción al derecho fundamental y el beneficio, el objetivo alcanzado.

En el caso de las prohibiciones contenidas en el artículo 106 de la LGS, la afectación es grave, numerosas operaciones que podrían ser favorables para la sociedad y, en consecuencia, para los accionistas, no pueden ser ejecutadas. El beneficio, por su parte, es meramente contingente. En efecto, como mencionamos antes, es posible que no se genere ninguna afectación al accionista minoritario y que, más bien, se esté impidiendo a la sociedad desarrollar una serie de operaciones que le beneficiarían y, por consiguiente, indirectamente al accionista también.

3.2 Control difuso

Como vemos, el artículo 106 de la LGS no supone una restricción legítima, por cuanto el mismo resultado se obtiene de forma menos gravosa, permitiendo que los accionistas minoritarios contraten sus propios riesgos. Esto significa que la norma es inconstitucional y, en consecuencia, es absolutamente razonable que, ante una demanda de nulidad del acto jurídico interpuesta por el interesado por contravención del artículo 106 de la LGS, la sociedad demandada solicite al juzgador, sea arbitral o judicial, que ejerza control difuso respecto de dicha norma y, en consecuencia, declare la validez del acto.

Cuando una norma imperativa en derecho privado genera tanto rechazo y se estudian tantas alternativas para poder operar alrededor de ella, lo más probable es que la norma sea inconstitucional, por restringir la autonomía privada y la libertad de empresa, pues nuestro ordenamiento jurídico, empezando con nuestra constitución, está diseñado tomando al individuo y a la actividad empresarial privada como foco de generación de riqueza, aun cuando existan normas asistemáticas que generen la impresión contraria. En este caso, el test de proporcionalidad confirma que el artículo 106 de la LGS es inconstitucional y, por consiguiente, no debe ser aplicado.

Capítulo VII

Validez del leveraged buyout en el ordenamiento jurídico peruano

No cabe duda de que la relevancia que este trabajo tiene en nuestros días se debe, en parte, a la proliferación de los LBOs en el mercado de adquisición de control local, al que hicimos referencia en la introducción. Por ello, luego de que en los capítulos anteriores repasáramos en abstracto el ámbito de aplicación de la prohibición contenida en el artículo 106 de la LGS y antes de ensayar una propuesta de regulación para la asistencia financiera, creemos que el trabajo no estaría completo si no revisamos las distintas estructuras que un LBO puede presentar y las contrastamos con lo establecido en los capítulos anteriores a efectos de determinar cuáles de estas estructuras, si acaso alguna, colisionan con la prohibición de asistencia financiera. Debemos advertir que solo abordaremos el LBO en cuanto sea relevante para la prohibición de asistencia financiera, pues ese es el eje temático de este trabajo.

1. Definición de *leveraged buyout*

El LBO es una operación que tiene por finalidad adquirir el control de una sociedad, lo cual es financiado significativamente mediante la toma de deuda. De hecho, la acepción financiera del término “*leverage*”, traducida al español como “apalancamiento”,

se refiere al nivel de endeudamiento de una sociedad. Por eso, se ha llamado LBO a esta operación porque en los años 70 y 80 el ratio deuda/capital era de 9 a 1 o más alto. Con el tiempo, sin embargo, este ha tendido a reducirse¹⁵⁰.

Lo que lo distingue de otros esquemas de adquisición de control societario, además de que el financiamiento se basa sustancialmente en deuda, es que la estructura está diseñada para que sea la empresa a ser adquirida –a la que en adelante llamaremos la “sociedad objetivo”, quien soporte toda o cuando menos una buena parte de la carga financiera de la adquisición, ya sea directamente, efectuando un préstamo para la adquisición, o indirectamente repagando o garantizando con sus activos un préstamo obtenido para la adquisición¹⁵¹.

Así, existen tres partes esenciales a toda estructura de LBO: (1) la toma de deuda para la adquisición del control de la sociedad objetivo; (2) la compra de las acciones de la sociedad objetivo; y, (3) el traslado de la carga financiera de la operación a la sociedad objetivo. Estas tres pueden ordenarse e implementarse de diversas maneras dependiendo de las necesidades de las partes involucradas en la operación, lo que da lugar a que existan diversas estructuras de LBO, como analizaremos en la tercera sección. Por su parte, en la cuarta sección analizaremos cómo las distintas estructuras se ven impactadas por la asistencia financiera.

2. Racionalidad del *leveraged buyout*

Antes de pasar a analizar concretamente las diversas estructuras mediante las que se puede efectuar un LBO, a efectos de revisar

150 SUDARSANAM, Sudi. *Creating Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges*. Segunda edición. Essex: Prentice Hall, 2010, p. 308.

151 AUREOLES MARTÍN, Adolfo. “Los *leveraged buy-outs* y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”. En, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 51. Madrid: Editorial Aranzadi, 1993, pp. 640-641.

su validez, creemos conveniente explicar cuál es el valor que la figura aporta en el mercado de control societario.

Desde el punto de vista del adquirente, un LBO tiene como finalidad el generar un incremento del valor de determinada compañía por encima del precio de compra¹⁵². Desde luego, esa es la final última de toda operación de M&A y en última instancia de toda inversión. Sin embargo, muchos autores han considerado que las características propias del LBO lo hacen una operación propicia para generar ese incremento de valor¹⁵³.

Un primer motivo por el cual un LBO es una fuente de maximización del valor de una sociedad es que trae eficiencia en el manejo de la compañía. Para comprender esto quizás sea importante primero entender quienes suelen ser objeto de LBOs. Como ya señalamos, un LBO es una operación de adquisición de sociedades. Cualquier sociedad es susceptible de ser adquirida a través de un LBO. Sin embargo, para que el LBO funcione, el objetivo de estas operaciones, es sociedades que no han alcanzado su óptimo.

Como comenta Sudarsanam, en los años 80 e inicios de los años 90, los objetos más recurrentes de LBOs eran las llamadas empresas ‘*orphan children*’ o ‘*living dead*’, empresas que operaban en una industria madura¹⁵⁴ y que, por tanto, tenía flujos de

152 BERG, Achim y Oliver GOTTSCHALG. “Understanding Value Generation in Buyouts”. En, *Journal of Restructuring Finance*, N° 9, 2005.

153 Ver, por ejemplo, JENSEN, Michael C. E. “Eclipse of Public Corporation”. En, *Harvard Business Review*, edición de septiembre-octubre de 1989, pp. 61-74; FERRAN, Eilís. “Regulation of Private Equity – Backed Leveraged Buyout Activity in Europe”. En, *European Corporate Governance Institute*, law working paper N° 84, 2007, pp. 6-7; GUO, Shourun, Edith HOTCHKISS y Weihong SONG. “Do Buyouts (Still) Create Value?”. En, *The Journal of Finance*, N° 66, 2011, pp. 498-500.

154 Una industria madura es una que ha pasado las fases de surgimiento y la fase de crecimiento y ha alcanzado su pico de crecimiento. Se caracterizan porque si bien tiene un flujo de ganancias constante, su crecimiento no es tan explosivo como en las dos fases anteriores. Además, su ratio de precio/ganancia es bajo, lo que indica que sus márgenes de rentabilidad lo son también, y su ratio de rentabilidad por dividendo es

caja constantes, pero que eran subvaluadas dentro de su grupo económico, por lo que su potencial no había sido totalmente explotado. Por lo general, una mala gestión había generado que estas empresas tengan activos sobrantes o innecesarios que podían ser vendidos. En los años 90, sin embargo, la situación cambió, abriéndose el LBO a industrias menos maduras como las de telecomunicaciones, energía, tecnología, entre otras¹⁵⁵. Otras típicas sociedades objetivo son las compañías familiares, cuyas limitadas capacidades de gestión y/o red de conexiones han estancado el crecimiento de la sociedad por debajo del óptimo¹⁵⁶. En cualquier caso, se tratan siempre de empresas que sea por un mal manejo o por encontrarse en etapas iniciales o intermedias de crecimiento, no han alcanzado su máximo potencial.

Desde ese punto de vista, entonces, con un LBO se busca que los adquirentes impacten positivamente el manejo de la sociedad, de distintas formas. Una primera se produce por el control concentrado en manos del adquirente, lo que permite un mayor control de la gerencia. Además, por lo general, luego de un LBO el adquirente cambia total o parcialmente el equipo de la gerencia, transmitiendo *know-how* y conexiones importantes a la sociedad objetivo, lo que facilita su crecimiento de manera exponencial. Finalmente, producto de ese control concentrado, pero también del alto nivel de endeudamiento que sufre la sociedad objetivo, característico del LBO, se genera disciplina en el gasto y la toma adicional de deuda.

Otra ventaja que normalmente se menciona la doctrina a nivel internacional es que trae eficiencia a la estructura financiera de la compañía por incrementar sus niveles de deuda, ya que el pago de intereses se deduciría de la base imponible para efectos de calcular el Impuesto a la Renta y el pago del Impuesto General a las Ventas (IGV) aportaría al crédito fiscal. Al respecto, si bien

alto (INVESTOPEDIA. *Mature Industry*. Consulta: 27 de febrero de 2017. <<http://www.investopedia.com/terms/m/matureindustry.asp>>).

155 SUDARSANAM, *op. cit.*, pp. 311-312.

156 Íd., p. 319.

este no es un trabajo que considera el aspecto tributario, cabe mencionar que, en nuestro medio, esta ventaja será tal en la medida que se considere que existe causalidad, de acuerdo con el artículo 37 del Decreto Supremo N° 179-2004-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta. Ese mismo criterio de causalidad se aplica para efectos de determinar el crédito fiscal que se genere por el pago del IGV, de acuerdo con el artículo 18 del Decreto Supremo N° 55-99-EF, Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo. De considerarse que no existe causalidad entre la deuda tomada y la generación de renta de la empresa, el gasto no podrá ser deducido a efectos de determinar la renta neta de la compañía y el pago del IGV no servirá como crédito fiscal.

Finalmente, tal vez la ventaja por excelencia del LBO que permite maximizar el valor de una empresa es la estructura que permite trasladar el riesgo del adquirente a la sociedad objetivo. En efecto, como vimos antes, las sociedades que suelen ser objeto de un LBO son sociedades que no han alcanzado su óptimo. Y, sea que ello sea porque esté siendo mal manejada o porque esté en proceso de alcanzar su óptimo, siempre será beneficioso para la economía en general que las compañías lo alcancen cuanto antes. Lamentablemente, el que sean negocios que no han alcanzado todo su potencial supone un riesgo importante para cualquiera interesado en ayudarlas a hacerlo. La particular estructura del LBO reduce ese riesgo, viabilizando el negocio y generando esa maximización de valor a la que hicimos referencia que es tan valiosa para la economía.

Por su parte, el principal riesgo de todo LBO es que incrementa de manera exponencial el riesgo de quiebra de la sociedad objetivo, lo que perjudica a los acreedores y a los accionistas minoritarios. En el segundo capítulo dijimos que la prohibición de que la sociedad prestara fondos para la adquisición de acciones de propia emisión no era propiamente una pérdida de valor, porque la sociedad tenía un nuevo activo: la cuenta por cobrar. Sin embargo, qué duda cabe, mientras mayor sea el ratio de apalancamiento, mayor será el riesgo de quiebra, por lo que el

riesgo no puede ser negado. La situación es aún más complicada en los *merger leveraged buyout* (MLBO) que se caracterizan porque la sociedad que pide el préstamo se fusiona con la sociedad adquirida, de tal forma que la sociedad objetivo asume la deuda sin recibir ningún activo en contrapartida de la salida del dinero.

3. Clasificaciones de *leveraged buyouts*

El LBO es una operación genérica –o *proteiforme*, como la llama Aureoles citando a Pardolesi¹⁵⁷–, es decir, que adoptar distintas estructuras, siempre y cuando concurren las tres etapas esenciales a las que hicimos referencia antes: (1) la toma de deuda para la adquisición del control de la sociedad objetivo; (2) la compra de las acciones de la sociedad objetivo; y, (3) el traslado de la carga financiera de la operación a la sociedad objetivo. La sistematización y clasificación de estas estructuras ha dado lugar a distintos tipos de LBO que, por lo general, se clasifican de dos maneras, principalmente: por quién efectúa la adquisición y por cuál es estructura adquisitiva.

En este trabajo nos centraremos principalmente en las segundas, pues son estas estructuras diversas las que podrían generar que la operación se subsuma en el supuesto de hecho de la prohibición de asistencia financiera. Sin embargo, consideramos que, por la relevancia de la tipología según el adquirente de la sociedad objetivo, cabe hacer mención a ella.

3.1 Clasificación según el adquirente de la sociedad objetivo

Esta clasificación distingue los tipos de LBO según el adquirente del control. Esta clasificación, sin embargo, es bastante teórica, ya que en la práctica no siempre es fácil distinguir entre estos.

157 AUREOLES MARTÍN, *op. cit.*, p. 644.

3.1.1 *Institutional Buyout (IBO)*

Se caracteriza porque el adquirente es un inversionista que puede ser o no accionista de la sociedad objetivo. Este es el tipo más clásico de LBO y el que más se produce en nuestro país a mano de PEs.

Un subtipo de IBO es el *club deal*, en el que más de un fondo de Private Equity o inversionista se unen para realizar la adquisición¹⁵⁸.

3.1.2 *Management Buyout (MBO)*

Se caracteriza por ser la gerencia de la sociedad objetivo quien la adquiere. Por lo general no es la gerencia sola quien persigue la adquisición, sino en consorcio con un PE o algún otro inversionista. De ser ese el caso, es igualmente factible que sea la gerencia quien, interesada hacerse del control de la empresa, busque al inversionista externo para realizar la adquisición o que sea el inversionista externo quien busque a la gerencia y le de participación en el capital de la sociedad objetivo como incentivo para que acepte hacerse cargo de la administración de la sociedad¹⁵⁹.

3.1.3 *Management Buy-in (MBI)*

Se caracteriza por que el adquirente busca tomar control de la gerencia porque considera que la sociedad objetivo está siendo manejada ineficientemente. Eventualmente un MBI podría darse también como una variante de un IBO si el inversionista que adquirió la gerencia busca reemplazarla¹⁶⁰.

158 SUDARSANAM, *loc. cit.*

159 *Ibid.*

160 *Ibid.*

3.1.4 *Buy-in Management Buyout (BIMBO)*

Este tipo de LBO es un híbrido que mezcla características de un MBO y de un MBI. Un BIMBO se caracteriza porque el adquirente de la sociedad objetivo considera que lo más eficiente para su administración es mantener a la gerencia –al menos a una parte– y complementarla con algunos nuevos integrantes. Así, un BIMBO es uno de los caminos que se pueden seguir luego de un IBO o de un MBO¹⁶¹.

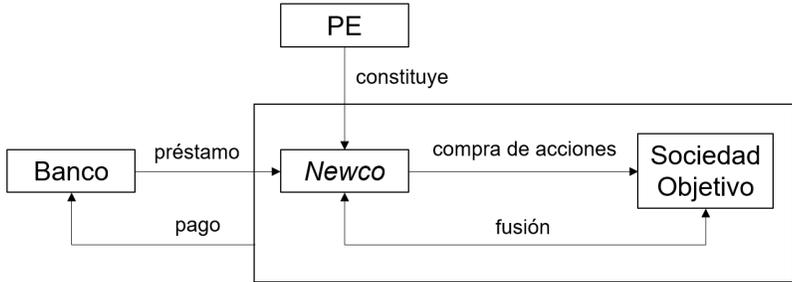
3.2 *Clasificación según la estructura del leveraged buyout*

Esta clasificación radica en las distintas estructuras que puede adoptar un LBO para trasladar a la sociedad objetivo la carga financiera de la operación. Desde luego, la estructura varía también dependiendo de los medios por los que se obtengan los fondos y de algunas otras consideraciones que no son relevantes para la aplicación de la prohibición de asistencia financiera. Para efectos de esta clasificación, asumiremos lo siguiente, salvo que se establezca algo distinto:

- (1) Que se trata de un IBO efectuado por un PE;
- (2) Que el financiamiento será tomado directamente por una sociedad de propósito especial a la que llamaremos *Newco*, constituida y controlada por el PE;
- (3) Que todos los financiamientos son bancarios; y,
- (4) Que las acciones son adquiridas de accionistas.

161 *Ibid.*

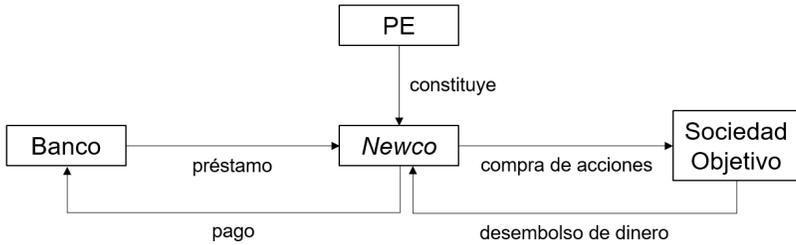
3.2.1 *Leveraged buyout* vía fusión o merger leveraged buyout (MLBO)



Este cuadro grafica de forma muy genérica un MLBO: quien promueve la operación, en este caso el PE, constituye una sociedad de propósito especial quien obtiene los fondos con los que adquiere las acciones de la sociedad objetivo y posteriormente se fusiona con ella. Es frecuente, en este tipo de operaciones, que la entidad financiera tome en garantía las acciones objeto de la operación y/o todo o parte del patrimonio de la sociedad objetivo.

El MLBO puede ser de dos tipos, dependiendo de cuál es la sociedad que sobrevive la fusión: si la sociedad objetivo absorbe a Newco, este será un *Reverse Merger LBO*; y, por el contrario, si es Newco quien absorbe a la sociedad objetivo, un *Forward Merger LBO*.

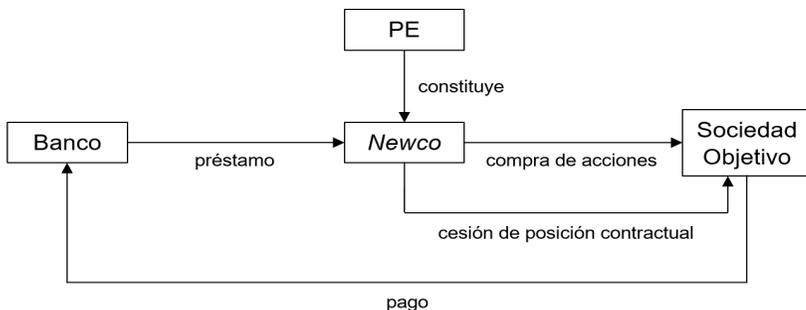
3.2.2 Leveraged buyout vía transferencia de fondos



La diferencia en este tipo de LBO es que, en lugar de fusionarse con la sociedad objetivo luego de asumir su control, *Newco* genera que esta le transfiera fondos para repagar la deuda. Esta transferencia puede realizarse por concepto de préstamo, dividendo a cuenta, reducción de capital, o alguno similar. Por lo general, para poder efectuar la transferencia, la sociedad objetivo debe tomar un préstamo garantizado con todo o parte de su patrimonio.

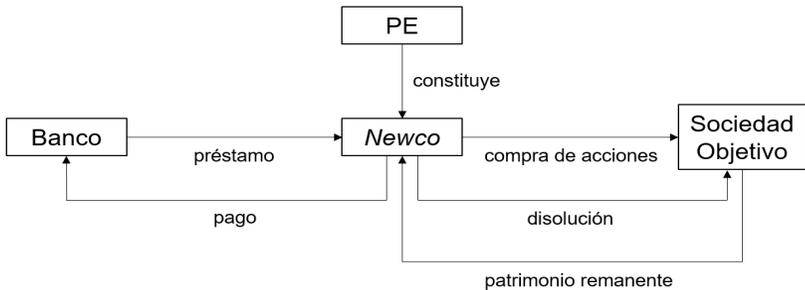
Una estructura similar a esta se produce cuando son los mismos vendedores quienes financian la operación aceptando diferir el plazo del pago. Luego de adquirido el control, la sociedad objetivo, transfiere los fondos a *Newco*, quien paga con ellos las acciones.

3.2.3 Leveraged buyout vía cesión de posición contractual



En esta estructura, como en las anteriores, PE constituye Newco para que consiga un préstamo bancario a efectos de comprar las acciones de la sociedad objetivo. Lo que diferencia a esta estructura de las anteriores es que una vez adquirido el control, Newco cede su posición en el contrato de préstamo bancario a la sociedad objetivo quien luego lo paga. La cesión de posición contractual podría ser onerosa o gratuita.

3.2.4 Leveraged buyout con cargo al patrimonio remanente de la liquidación



En esta estructura, es más parecida a la de un LBO vía transferencia de fondos que a la de un MLBO, en la medida que la estructura está diseñada para que, luego de la adquisición, *Newco* se provea de fondos para pagar el préstamo. Sin embargo, hay un hecho que la hace diametralmente diferente y que le merece una consideración aparte que es la disolución y liquidación de la sociedad objetivo como medio para procurar dichos fondos. Veamos cómo funciona.

Al igual que en las dos anteriores, PE constituye *Newco* para que obtenga el préstamo bancario con el que adquiere las acciones de la sociedad objetivo. Luego, en lugar de acordar la fusión o una transferencia de fondos, *Newco*, nuevo controlador de la sociedad objetivo, acuerda su disolución y liquidación y con el patrimonio remanente luego del proceso de liquidación paga el préstamo.

Resulta claro que esta es la estructura predilecta cuando el adquirente quiere hacerse del control solo para liquidar la sociedad y quedarse el patrimonio remanente, situación especialmente atractiva cuando la sociedad ha amasado activos importantes que generan poco o nada de valor al servicio de la sociedad. En estos casos, puede resultar más atractivo liquidar la sociedad que tratar de reencausar su actividad.

3.3 Otros tipos de *leveraged buyout*

Otros tipos importantes de LBO que no encajan precisamente en alguna de las clasificaciones importantes son el *public to private buyout*, también conocido como *going private buyout* (P2P), y el *leveraged build up* (LBU).

El P2P es un LBO en el que, luego de tomar control de la sociedad objetivo, el adquirente excluye las acciones del registro del mercado de valores, lo cual puede ser útil para escapar al escrutinio que conlleva el que las acciones estén listadas mientras se reestructura la compañía¹⁶².

Por su parte el LBU no es otra cosa que una serie de LBO sobre empresas de un determinado sector. Como señala Juan Mascareñas, este tipo de operaciones suele darse cuando un inversionista busca irrumpir en un sector del mercado con una importante participación en él. Un LBU puede darse luego de consolidar una sola compañía de ese sector para que luego adquiera a las demás, a la que se le denomina comúnmente “compañía plataforma” o bien desde cero, adquiriendo sucesivamente el control de varias compañías del sector. En ambos casos, sin embargo, el objetivo suele ser la consolidación en una sola empresa¹⁶³.

162 *Ibid.*

163 MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Cuarta edición. Madrid: McGraw-Hill, 2005, pp. 207-208.

4. Validez del *leveraged buyout* bajo el ordenamiento jurídico peruano

Como señalamos antes, toda modalidad de LBO incluye algún mecanismo para trasladar a la sociedad objetivo la carga financiera de la adquisición. Por ello, un amplio sector de la doctrina ha considerado que todo LBO, en esencia, trasgrede el espíritu de la prohibición de asistencia financiera. Otros autores, sin embargo, consideran que la estructura de una serie de modalidades de LBOs evitan la contravención a la prohibición y que, por tanto, esas en particular estarían permitidas.

Resulta claro que, para el específico caso del LBO, la prohibición relevante es la de otorgar o garantizar préstamos para la adquisición o con garantía de acciones de propia emisión. En los capítulos previos analizamos el ámbito de aplicación de la prohibición. En este capítulo analizaremos si las diferentes estructuras de LBO mencionadas en la sección 3.2 están o no dentro de ese ámbito de aplicación. Para ello, conviene recordar la finalidad de la prohibición, que servirá de criterio para determinar su aplicación: impedir que el controlador de la sociedad, sea accionista o administración, se valga de tal control para adquirir, o que otro adquiera, acciones emitidas por la sociedad.

4.1 Consideraciones generales sobre la aplicación de la prohibición de asistencia financiera a los *leveraged buyouts*

Antes de revisar cada una de las estructuras de LBO analizadas en la sección 3.2, existen ciertas consideraciones generales sobre la prohibición de asistencia financiera que resultan aplicables a más de una estructura de LBO.

Como señalamos en cuarto capítulo, la prohibición de que la sociedad otorgue o garantice préstamos para la adquisición de acciones de propia emisión tiene por finalidad tutelar a los accionistas, impidiendo que se pueda utilizar el patrimonio

de la sociedad para adquirir acciones de propia emisión. Sin embargo, dijimos también que la prohibición no se trasgredía si no hubiese otros accionistas, distintos al vendedor y, de ser el caso, comprador, o, de haberlos, cuando la asistencia financiera sea aprobada por unanimidad o beneficie, por igual o a prorrata de su participación, a todos los accionistas.

Analizando los intereses tutelados por la prohibición de asistencia financiera respecto del MLBO, López señaló lo siguiente:

“Cuando se trate, por ejemplo, de supuestos en los que no existan acreedores ni accionistas minoritarios, es claro que no existirá perjuicio alguno. Igual ocurrirá cuando tales sujetos tutelados hagan uso efectivo de las herramientas de protección que les confiere la ley para eliminar el potencial peligro derivado de la fusión, así como cuando esta última operación genere suficientes sinergias que deriven en una mayor creación de valor en beneficio de todas las partes involucradas, es decir, que el riesgo implícito que conlleva toda operación de LBO vía fusión sea contrarrestado con los beneficios que generen como consecuencia de dicha operación”¹⁶⁴.

Ya manifestamos nuestra conformidad con que la prohibición no aplica cuando no existan accionistas y por qué no creemos que tutele a los acreedores, por lo que es irrelevante referirnos nuevamente a ello, pero no coincidimos con dos de los escenarios planteados por López.

El primero de estos escenarios es que accionistas y acreedores hagan uso efectivo de las herramientas de protección alternativas que les confiere la ley. El segundo, que la operación genere suficientes sinergias que deriven en mayor creación de valor en beneficio de todas las partes involucradas.

164 LÓPEZ, “Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida”, *op. cit.*, p. 283.

Al respecto, debemos recordar que la nulidad es una patología genética, lo que significa que la causal de nulidad solo se verifica en el momento de formación del acto. Pongamos como ejemplo la ilicitud del objeto. Imaginemos que se celebra un contrato de arrendamiento con un plazo de diez años, plazo máximo que puede tener un contrato de arrendamiento a plazo determinado¹⁶⁵. Imaginemos que con fecha posterior a la celebración del contrato entrara en vigencia una ley que reduce el plazo máximo que puede tener un contrato de arrendamiento a plazo determinado a cinco años. Ello no generaría la nulidad del contrato, pues al momento de su formación su objeto era legal. Pongamos otro ejemplo, solo para terminar de aclarar el tema. Imaginemos que se celebra un contrato para proveer de camarones a un restaurante. Si para la fecha de cumplimiento los camarones se extinguiesen, el contrato no será nulo por más de que el objeto devengó en imposible, pues estos sí existían cuando el contrato se celebró¹⁶⁶.

De la misma forma, cuando se analiza si un contrato es nulo por contravenir la prohibición de asistencia financiera, se debe analizar si en el momento de formación del acto este contraviene la prohibición, es decir, si es el resultado del uso del control de la sociedad objetivo para adquirir acciones emitidas por esta, afectando, o pudiendo afectar, los intereses de accionistas tutelados por el ordenamiento corporativo. En otras palabras, o el acto nació nulo o no. Y, si lo hizo, que se ejerza determinado mecanismo de tutela o que el LBO resulte generando valor es algo que dependerá de hechos posteriores que no devuelve la validez al contrato¹⁶⁷.

165 El artículo 1688 del Código Civil establece lo siguiente:

“Artículo 1688.-

El plazo del arrendamiento de duración determinada no puede exceder de diez años”.

166 Este sería un supuesto de resolución por imposibilidad sobrevenida, diferente al de nulidad, regulado en los artículos 1146 y 1431 del Código Civil.

167 El artículo 220 del Código Civil establece expresamente que la nulidad no puede ser subsanada por confirmación.

Algo distinto es sostener que en ciertos supuestos el ejercicio de determinados mecanismos de tutela alternativos, podría deslegitimar la pretensión de nulidad de acto jurídico de los accionistas por considerarse que ya no hay interés¹⁶⁸. Ello, si bien técnicamente no lo convalida, en la práctica evitaría que el acto pueda ser anulado. En nuestra opinión, ello tendría que analizarse caso por caso, dependiendo del mecanismo de tutela alternativo.

Por ejemplo, si ante un MLBO un accionista ejerciera su derecho de separación, en nuestra opinión este ya no tendría legitimidad para pedir la nulidad del acto, pero sí podría interponer una acción de responsabilidad civil contra el accionista ilegítimamente beneficiado o contra el directorio, si el préstamo se hubiera aprobado ahí.

Por esto, creemos que no se puede sostener que el acto se convalida -es decir, no nulo- si los accionistas minoritarios ejercen algún mecanismo de tutela ofrecido por el ordenamiento corporativo y lo mismo para cuando el LBO termine, casualmente, arrojando resultados positivos.

4.2 Leveraged buyout vía fusión o merger leveraged buyout

Como señalamos en la sección 3.2.1, un MLBO se caracteriza porque la sociedad que toma el crédito se fusiona con la sociedad objetivo, generando así que esta última sea quien asume la deuda.

En nuestra opinión esta figura transgrede la finalidad de la prohibición. Siendo irrelevante si se produce antes o después, lo cierto es que el controlador, en este caso *Newco*, se está valiendo del control que ejerce en la sociedad objetivo para poder adquirir las acciones. En efecto, bajo la lógica de cualquier LBO, la operación no sería posible si luego el adquirente no se valiera del control adquirido para generar que la sociedad objetivo asuma la carga financiera de la operación y, por ello, en última instancia,

168 El artículo 220 del Código Civil establece expresamente que la nulidad puede ser alegada por quienes tengan interés.

es su patrimonio el que permite la adquisición de sus acciones.

La jurisprudencia italiana¹⁶⁹ ha señalado que, siendo que la prohibición de asistencia financiera es un medio para tutelar accionistas minoritarios y acreedores, el contexto de una fusión brinda tuteladas razonables para ellos sin que se frustre *a priori* la operación. Estos son el derecho de separación¹⁷⁰ que la ley confiere a los accionistas no conformes con un acuerdo de fusión y el de oposición, que confiere a los acreedores¹⁷¹. No coincidimos con esa posición.

El derecho de separación se confiere al accionista cuando no está conforme con ciertas decisiones, sin perjuicio de que ellas sean decisiones que no trasgreden los intereses tutelados por el ordenamiento corporativo. Es como una especie de salvavidas que, sin tener que hacerlo, el ordenamiento corporativo arroja a los accionistas. Entendido así, no es un derecho que corresponda cuando determinado acuerdo trasgrede los intereses tutelados por el ordenamiento corporativo. En aquellos casos no asiste al accionista el derecho a salirse de la sociedad, sino uno, desde cierto punto de vista, mejor: el derecho de pedir la nulidad del acuerdo. Decimos mejor porque, lejos de ser un salvavidas, es un derecho que se justifica en reivindicar la vulneración del ordenamiento jurídico. Por eso, no podría decirse que el contexto de la fusión brinda al accionista un derecho suficiente. Dicho de otra forma, si el acto es contrario al ordenamiento jurídico, ¿por qué un accionista que de otra forma querría permanecer en la sociedad tendría que verse en la necesidad de separarse? Esta,

169 Corte de Milán, 14 de mayo de 1992, *Furla v. Farmitalia Carlo Erba S.p.a.* (SILVESTRI, Marco. “The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective”. En, *European Business Organization Law Review*, vol. 6, N° 1. Cambridge, 2005, pp. 101-147).

170 En nuestro ordenamiento jurídico el derecho de separación en el contexto de fusión está regulado en el artículo 356 de la LGS:
 “Artículo 356.-
El acuerdo de fusión da a los socios y accionistas de las sociedades que se fusionan el derecho de separación regulado por el artículo 200. [...]”.

171 Ver *supra*, nota Artículo 52.

consideramos es una tutela insuficiente a la luz de los intereses tutelados por nuestro ordenamiento jurídico corporativo¹⁷².

Esta es también la opinión de López, quien señala que “[e]l mecanismo de la prohibición, en nuestra opinión, brinda una garantía más amplia y efectiva que las herramientas que la ley franquea a los accionistas minoritarios y acreedores. Asimismo, es un hecho comprobado que la existencia de tales herramientas no impide que tales sujetos tutelados salgan perjudicados. Así ocurrió, por ejemplo, en el propio caso Farmitalia, donde, por razones que desconocemos, ni los accionistas minoritarios ni los acreedores ejercitaron las aludidas herramientas de protección y, como consecuencia de ello, vieron sus intereses perjudicados con la operación de fusión llevada a cabo”¹⁷³.

Más aún, en la línea de lo que señalamos analizando las consideraciones aplicables a todas las estructuras de LBO en la sección 4.1¹⁷⁴, si un acto es nulo, este no es convalidable por la existencia de ciertos derechos de impugnación de titularidad de aquellos con legítimo interés. A diferencia de lo que sucede con los actos anulables o con los rescindibles, los cuales pueden ser convalidados pese a adolecer una patología, los actos nulos no pueden serlo, aun si no hubiera objeciones por parte de

172 Recalamos que nuestra opinión es una interpretación dado el estado actual del ordenamiento jurídico corporativo. Sin embargo, como ya dijimos antes, no creemos que al accionista deban asistirle derechos sustantivos más allá de un estándar de conducción de la sociedad conforme a su mejor interés, por lo que, si el ordenamiento fuese así, no existiría un derecho de separación de ningún tipo y la nulidad solo se produciría si la operación fuera contraria a los intereses de la sociedad.

173 LÓPEZ, “Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida”, *loc. cit.*

174 Hay una pequeña diferencia entre lo analizado en la sección 4.1 y en esta, lo que explica que no concordemos con López respecto a la primera y que sí lo hagamos respecto a la segunda. En la sección 4.1 analizamos los efectos que ejercer ciertos mecanismos de tutela alternativos tienen sobre la validez del acto jurídico contrario a la prohibición. En la sección 4.2, en cambio, analizamos los efectos que la mera existencia de estos mecanismos tiene sobre un acto similar.

los legítimamente interesados. En otras palabras, cuando el ordenamiento sanciona con anulabilidad o rescindibilidad un acto lo que hace es conferir a los legítimamente interesados un derecho a salvar la validez del acto. En cambio, cuando lo sanciona con nulidad, en atención a la gravedad de la patología, no les confiere ese mismo derecho. Su aprobación o desaprobación del acto es irrelevante, por lo que su invalidez e ineficacia son inevitables¹⁷⁵. En atención a lo expuesto, que un escenario de fusión confiera derechos de separación a los accionistas no hace que el acto sea convalidable.

4.3 *Leveraged buyout* vía transferencia de fondos

Al analizar esta estructura de LBO señalamos que la transferencia de fondos puede realizarse principalmente mediante un préstamo, reparto de dividendos a cuenta o la reducción del capital social. Y, si bien los tres siguen la misma estructura, las consideraciones legales detrás de cada mecanismo de transferencia de fondos varía según su tratamiento por el ordenamiento corporativo, por lo que, en esta sección, los analizaremos por separado.

Respecto al LBO vía préstamo, no hay mucho que decir más que el que es la estructura que más se ajusta al supuesto de hecho contemplado en la versión más clásica de la prohibición de asistencia financiera. Esto responde a que típicamente un préstamo es un mecanismo de transferencia de fondos que beneficia a un solo sujeto y no a los accionistas en general, a diferencia de lo que sucede con el reparto de dividendos a cuenta o la reducción de capital.

Ahora bien, tenemos que considerar qué sucede en aquellos casos en los que el préstamo se efectúa en condiciones de mercado. ¿Podría ser este un motivo por el que la prohibición no aplicase? En nuestra opinión ese no es el caso.

175 Ver *supra*, nota 167.

Como señalamos, la prohibición busca impedir que el controlador haga uso del control para obtener u ofrecer a algún tercero una ventaja a la que no puedan acceder los demás accionistas que le permita adquirir acciones de la sociedad controlada. En ese sentido, el que solo el controlador, o el tercero a quién beneficia, tenga acceso al préstamo ya es una ventaja injusta sobre los demás accionistas.

Respecto a los LBOs vía reparto de dividendos a cuenta y reducción de capital, como dijimos, la situación es distinta en la medida que transfieren fondos a todos los accionistas de la sociedad, lo que hace que el acuerdo de transferencia de fondos no favorezca a uno de los accionistas sobre los demás. En efecto, de acuerdo al artículo 230 de la LGS, toda distribución de dividendos debe hacerse a favor de todas las acciones con derecho a recibirlos¹⁷⁶. Por su parte, conforme al artículo 217 de la LGS, la reducción de capital afecta a todos los accionistas¹⁷⁷.

4.4 *Leveraged buyout* vía cesión de posición contractual

Para esta estructura de LBO resulta de aplicación lo ya señalado para el LBO vía préstamo. La aprobación de la cesión del contrato de préstamo es una manifestación clara del abuso del control sobre la sociedad, sea que se haya asumido onerosa o

176 “Artículo 230.-

Para la distribución de dividendos se observarán las reglas siguientes: [...]

2. *Todas las acciones de la sociedad, aun cuando no se encuentren totalmente pagadas, tienen el mismo derecho al dividendo, independientemente de la oportunidad en que hayan sido emitidas o pagadas, salvo disposición contraria del estatuto o acuerdo de la junta general; [...]*”

177 “Artículo 217.-

[...] La reducción debe afectar a todos los accionistas a prorrata de su participación en el capital sin modificar su porcentaje accionario o por sorteo que se debe aplicar por igual a todos los accionistas. Cuando se acuerde una afectación distinta, ella debe ser decidida por unanimidad de las acciones suscritas con derecho a voto. [...]”.

gratuitamente, lo que hace que esta estructura contravenga la prohibición de asistencia financiera.

4.5 *Leveraged buyout* con cargo al patrimonio remanente de la liquidación

Esta estructura es una de las que el Comité Greene tuvo en mente cuando se tomó la decisión de regular la asistencia financiera. Además, como ya señalamos, este desprecio ha sido expresado también en la cultura popular¹⁷⁸. Sin embargo, en nuestra opinión esta estructura resulta inocua a los intereses que la prohibición de asistencia financiera busca tutelar.

Lo que hace válida la operación es que no trasgrede los intereses tutelados de accionistas. No solo es el hecho de que los accionistas tienen el derecho de poner fin a las actividades de la sociedad¹⁷⁹ siempre que la decisión sea adoptada con quórum¹⁸⁰ y mayoría calificados¹⁸¹, sino que todos los accionistas reciben en

178 Ver *supra*, nota 83.

179 El artículo 115 de la LGS establece lo siguiente:

“Artículo 115.-

Compete, asimismo, a la junta general: [...]

7. Acordar la transformación, fusión, escisión, reorganización y disolución de la sociedad, así como resolver sobre su liquidación; [...].”

180 El artículo 126 de la LGS establece lo siguiente:

“Artículo 126.-

Para que la junta general adopte válidamente acuerdos relacionados con los asuntos mencionados en los incisos 2, 3, 4, 5 y 7 del artículo 115, es necesaria en primera convocatoria, cuando menos, la concurrencia de dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto.

En segunda convocatoria basta la concurrencia de al menos tres quintas partes de las acciones suscritas con derecho a voto”.

181 El artículo 127 de la LGS establece lo siguiente:

“Artículo 127.-

Los acuerdos se adoptan con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la Junta. Cuando se trata de los asuntos mencionados en el artículo precedente, se requiere que el acuerdo se adopte por un número de acciones que represente, cuando menos,

el mismo orden la distribución del patrimonio remanente de la sociedad en función de su participación, por lo que no se puede decir que se privilegie a uno de ellos mediante la liquidación.

5. Conclusiones

Luego de estudiada la figura del LBO hemos llegado a la conclusión de que varias de sus estructuras principales no colisionan con la prohibición de asistencia financiera. Creemos que ello es positivo, pues el LBO es una figura que, como dijimos, ayuda a traer eficiencia al mercado y a la generación de valor. Sin embargo, creemos que es insuficiente. Si bien entendemos que en algunos casos operaciones de asistencia financiera pueden vulnerar intereses que vale la pena proteger en beneficio del mercado, la regulación actual está mal encaminada y termina impidiendo importantes secciones del abanico de alternativas de LBOs que podrían llevar a generar aún más eficiencia y generación de valor.

En el próximo capítulo, dedicado a exponer las conclusiones de este trabajo, tendremos la oportunidad de formular lo que, en nuestra opinión, es una alternativa que genera mayor seguridad y que protege de manera más adecuada intereses de ciertos *stakeholders* que sí merecen una protección.

la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto. [...]”.

Conclusiones:

Propuesta de regulación de la asistencia financiera para el ordenamiento jurídico peruano

A lo largo de este trabajo hemos estudiado y reflexionado no solo sobre qué interpretación merece el actual artículo 106 de la LGS sino también sobre qué intereses son tutelados por la prohibición de asistencia financiera y, antes que eso, qué intereses y fórmula debe adoptar en general el ordenamiento corporativo abanderado de eficiencia y libertad.

A modo de repaso, dijimos que el ordenamiento jurídico corporativo debe reducir los costos de transacción del accionista mediante normas supletorias y, de manera subordinada, tutelarlos del abuso del esquema asambleario mediante un estándar de conducción de la sociedad y el derecho a impugnar acuerdos que vayan en contra de dicho estándar. Finalmente, de manera excepcional, el ordenamiento podía tutelar intereses de acreedores legales del abuso de la personalidad jurídica.

Dijimos también que, bajo un modelo de derecho corporativo más proteccionista que el que proponemos, el ordenamiento corporativo peruano tutelaba mediante normas sustantivas imperativas a accionistas y/o a acreedores. Una de esas normas es el artículo 106 de la LGS, que contempla la prohibición de asistencia financiera.

El artículo 106 de la LGS contempla una fórmula bastante etérea que genera confusiones sobre su ámbito de aplicación. Sin embargo, concluimos que bajo la interpretación normativa

se incluyen en ella todos los supuestos que directamente atentan contra su finalidad y mediante fraude a la ley se prohíben también aquellos actos que, pudiendo estar amparados por una norma de cobertura, abandonan su finalidad típica para abocarse a la finalidad de trasgredir la norma defraudada.

En consecuencia, verificamos que la finalidad de la prohibición era tutelar exclusivamente al accionista –y no al acreedor, como se cree comúnmente– mediante dos prohibiciones: (1) la de que la sociedad pueda tomar en garantía acciones de propia emisión cuando se cedan los derechos de accionistas que ellas confieren y (2) la de que se valga del patrimonio de la sociedad para modificar su estructura accionaria.

Todo ello nos ha servido para llegar al que tal vez sea el punto más importante de este trabajo, una propuesta regulatoria de la asistencia financiera. Advertimos antes de avocarnos a la tarea, sin embargo, que la propuesta que planteamos no encaja en el ordenamiento corporativo vigente, no se alinea a sus intereses, no tutela a los mismos sujetos. Esta sería una norma que encajaría en un ordenamiento corporativo que se ajuste a lo analizado en el primer capítulo de este trabajo.

Como recordamos hace un momento, un punto de partida es que el ordenamiento corporativo debe reconocer a los sujetos que se desenvuelven en la realidad que pretende regular como seres libres y racionales, que son capaces de analizar sus riesgos y regular de manera privada sus relaciones. Reconociendo esto, el común de las normas que lo componen debe ser dirigirse a facilitar la contratación estableciendo una regulación que se parezca a la que la mayoría de las partes pactaría, pero de las que puedan prescindir si no se ajustara a sus necesidades. Estas normas supletorias no solo permiten de esa manera la reducción de costos de transacción, sino hacen que la parte que se ve tutelada por una norma supletoria deba renunciar a ella en el contrato, lo que, de alguna manera hace evidente la desprotección de tal manera que la parte que renuncia pueda medir sus riesgos de manera cabal.

Como dijimos, solo se justifica una norma imperativa que establezca la posibilidad de los accionistas de impugnar aquellos

actos que contravengan el interés de la sociedad en beneficio de alguno de los accionistas o de algún tercero. Ello, sumado a los mecanismos de tutela del contrato del ordenamiento civil, ofrece un escenario de seguridad suficiente como para que las partes intervinientes puedan regular sus relaciones libremente.

En un escenario así, no hay lugar para que la prohibición de asistencia financiera sea una norma imperativa. Como dijimos, las normas imperativas sustantivas hacen más mal que bien. Bajo la consigna de tutelar a la mayoría, frustran muchas operaciones que, en determinados contextos o efectuadas de ciertas maneras, pueden resultar provechosas para las partes intervinientes e inclusive para todos los *stakeholders*. Esto solo impide la generación de valor. A lo largo de este trabajo hemos podido comprobar que ese es, precisamente, el caso de la prohibición de asistencia financiera, que, entre otras, impide varias estructuras de LBO que tienen como finalidad la generación de valor para la sociedad.

Luego de analizarla, sin embargo, vemos por qué los accionistas podrían estar interesados en incluir una restricción semejante a la norma de asistencia financiera en su estatuto, por lo creemos que vale la pena mantenerla como norma supletoria.

Otra característica que, creemos, debe cambiar en nuestra regulación de asistencia financiera es el que ambas prohibiciones estén reguladas en el mismo enunciado. Son dos prohibiciones distintas, por lo que no hay necesidad de que estén fusionadas en una. Por el contrario, ello solo aporta a su oscuridad. Además, justamente para traer más claridad a la norma, creemos que es preciso en este caso hacer más explícitos los distintos elementos de la regulación.

Finalmente, creemos que debe establecerse de manera expresa que ninguna de las prohibiciones contenidas en el artículo 106 de la LGS resulta aplicable de no haber accionistas distintos al vendedor de las acciones y, de ser el caso, el comprador o, de haberlos, siempre que los accionistas aprueben la operación de manera unánime. Como hemos expuesto, es solo a ellos a quien la prohibición se dirige a tutelar y, en consecuencia, de no haber

intereses afectados ni siquiera potencialmente, por el principio de subsidiariedad regulatoria no cabe aplicar la prohibición.

Sentadas estas conclusiones generales, hagamos un repaso, prohibición a prohibición:

Respecto a la primera prohibición dijimos que se dirige a tutelar al accionista de que la administración participe activamente en la junta generales de la sociedad. Por ello, dijimos que solo se trasgrede la prohibición cuando mediante la operación se le cediera a la sociedad derechos de accionista conferidos originalmente por acciones de propia emisión. Reconocimos, sin embargo, que una norma más razonable hubiese sido una que suspenda los derechos de accionista de acciones de propia emisión que sean cedidos a la sociedad, como lo hace el último párrafo del artículo 104 de la LGS¹⁸².

Sobre las operaciones prohibidas, dijimos que cualquier operación funcionalmente semejante a una garantía que permitiera ceder a la sociedad los derechos de accionista, como sucede con la prenda de acciones, quedan dentro de la prohibición. Además, respecto a los bienes que no podían ser tomados en garantía dijimos que estaba dentro de la prohibición cualquiera que permitiera que la administración pueda participar de la junta general de accionistas, como, por ejemplo, las acciones con derecho a voto, los derechos de accionista o los usufructos de acciones.

Sobre la segunda prohibición, por su parte, dijimos que tiene por finalidad impedir una modificación indebida de la estructura accionaria. Lo que sucedía cuando el controlador había utilizado recursos del patrimonio social para incrementar su participación o la de algún tercero. Sin embargo, como la prohibición tiene como origen el principio de igualdad, si la asistencia financiera

182 “Artículo 104.-

[...]

Mientras las acciones a que se refiere este artículo se encuentren en poder de la sociedad, quedan en suspenso los derechos correspondientes a las mismas. Dichas acciones no tendrán efectos para el computo de quórum y mayorías y su valor debe ser reflejado en una cuenta especial del balance”.

es aprobada por unanimidad, se concede a todos los accionistas por igual o les genera los mismos efectos positivos, no se habrá incumplido la prohibición.

También señalamos que estaba prohibida cualquier operación que directa o indirectamente constituyera una asistencia financiera que sea material para la adquisición de las acciones, sea que esta se produzca antes o después de la adquisición.

Respecto a los títulos cuya adquisición quedaba prohibida están incluidos todos aquellos que confirieran derechos de accionista, como las acciones, las prendas y los usufructos de acciones. También dijimos respecto a los certificados de suscripción preferente, obligaciones convertibles en acciones y las opciones sobre acciones que, si bien su sola adquisición no confería a su titular derechos de accionista, su titular nunca podrá suscribir, convertir u optar, pues ello sí transgrede la prohibición. Por último, señalamos que la prohibición alcanzaba a la asistencia financiera prestada para la adquisición de acciones emitidas por una sociedad controladora.

Hasta aquí hemos repasado los principales elementos de la prohibición de asistencia financiera que sirven para tutelar al accionista y los principales cambios que haríamos para que esta esté alineada con el ordenamiento corporativo eficiente y subsidiario. A continuación, y cerrando el presente trabajo, pasamos a presentar nuestra propuesta de regulación de la asistencia financiera:

Artículo 106 (a).-

Salvo que se disponga lo contrario en el estatuto, no haya accionistas distintos a los que participen en la operación o esta sea aprobada con unanimidad en la junta general de accionistas por todas las acciones suscritas, la sociedad no podrá ejercer los derechos de accionista de acciones de propia emisión que le hayan sido cedidos mediante garantías sobre acciones, sobre usufructos, sobre derechos de accionista, o mediante cualquier otra operación que permita hacerlo. Esta prohibición aplica igualmente respecto de acciones emitidas por su controladora

o por una sociedad sobre la que ejerza control, ya sea directa o indirectamente.

Artículo 106 (b).-

Salvo que se disponga lo contrario en el estatuto, no haya accionistas distintos a los que participen en la operación o esta sea aprobada con unanimidad en la junta general de accionistas por todas las acciones suscritas, la sociedad no podrá efectuar cualquier operación de asistencia financiera directa o indirecta para la adquisición de acciones, usufructos y prendas de acciones que confieran a su titular derechos de accionista o cualquier otro título que confiera a su titular derechos de accionista.

Si la asistencia financiera permitiera la adquisición de certificados de suscripción preferente, obligaciones convertibles en acciones, opciones para suscribir acciones o cualquier título que permita la adquisición de acciones emitidas por la sociedad asistente, ni el accionista o tercero asistido ni ninguna sociedad con la que tenga vinculación directa o indirecta podrá ejercer tales títulos para adquirirlas.

Son operaciones de asistencia financiera directa donaciones, cesiones de derechos, pagos por bienes o servicios sobrevaluados o cualquier otra en la que la sociedad transfiere fondos al adquirente de los derechos de accionista o a quien este designe en su lugar.

Son operaciones de asistencia financiera indirecta liberaciones de responsabilidad, condonaciones, novaciones subjetivas, el pago del financiamiento por parte de la sociedad en subrogación del deudor, la cesión a la sociedad de la posición de prestatario en el contrato de financiamiento, la fusión en cualquiera de sus modalidades que genere que el patrimonio previamente de la sociedad sea la fuente principal del pago o cualquier operación que genere los mismos efectos.

Para efectos de lo establecido en el inciso 2, es indiferente si la asistencia financiera se efectuó antes o después de la adquisición de acciones.

Se exceptúan de lo establecido en el primer párrafo del inciso 2, las distribuciones de dividendos a cuenta o cualquier otra que

beneficie por igual, o a prorrata de su participación, a todos los accionistas.

La prohibición regulada en este artículo aplica también para el financiamiento de acciones emitidas por su controladora, sea que el control sea ejercido directa o indirectamente.

Para terminar, creemos importante recordar que el presente trabajo ha sido solo una excusa para recordar la importancia de volver siempre a los fundamentos. Suele decirse que el papel aguanta todo. Sin embargo, no hay falacia que no pueda ser descubierta por la curiosidad de aquel que no se conforma.

Creemos que nuestro ordenamiento jurídico es un desafortunado reflejo de nuestro país. En el que hizo mucha falta combatir un crecimiento desordenado con un análisis de las bases. En el que obras inspiradas por la genialidad colindan con lo que solo puede ser producto de la mediocridad de lo improvisado. Y en el que todos compartimos la responsabilidad de verlo alcanzar todo su potencial.

Bibliografía

ALCHIAN, Armen A. y Harold DEMSETZ

1972 “Production, Information Costs, and Economic Organization”. En *The American Economic Review*, Vol. 62, pp. 777 y ss.

ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús

2011 “Sánchez Calero (Jr) sobre la igualdad de trato de los socios”. En, *Derecho Mercantil*. Consulta: 27 de febrero de 2017.

<<http://derechomercantilespana.blogspot.pe/2011/02/sanchez-calero-jr-sobre-la-igualdad-de.html>>

ANDREU MARTÍ, María del Mar

2013 “Capital, patrimonio y reservas”. En, *Introducción al Derecho de Sociedades de Capital. Estudio de la Ley de sociedades de capital y legislación complementaria*. EMBID IRUJO, José Miguel (director). Madrid: Marcial Pons, p. 123.

ARMOUR, John

2000 “Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law”. *The Modern Law Review*. Vol. 63, No. 3, Londres, p. 368-369.

ATIENZA, Manuel

1986 *Sobre la analogía en el Derecho. Ensayo de análisis de un razonamiento jurídico*. Madrid: Editorial Cívitas S.A, p. 56.

- ATIENZA, Manuel y Juan RUIZ MANERO
2000 *Ílícitos atípicos*. Madrid: Editorial Trotta, pp. 73-74 y 244-262.
- AUREOLES MARTÍN, Adolfo
1993 “Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”. En, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 51. Madrid: Editorial Aranzadi, pp. 640-641 y 644.
- BARBERO, Domenico
1967 *Sistema de Derecho Privado*. Tomo I. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América, pp. 126-127.
- BECHT, Marco y Alisa ROELL
1999 “Blockholdings in Europe: An international comparison”. En, *European Economic Review*, N° 43, p. 1050.
- BERG, Achim y Oliver GOTTSCHALG
2005 “Understanding Value Generation in Buyouts”. En, *Journal of Restructuring Finance*, N° 9.
- BERLE, Adolf A. y Gardiner C. MEANS
2009 *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers.
- BETTI, Emilio
1975 *Interpretación de la ley y de los actos jurídicos*. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, p. 251-259 y 257-259.
- BOBBIO, Norberto
1966 “Analogía”. En, *Novissimo Digesto Italiano*. Tomo XIII. Turín: UTET, p. 602.
1999 *Teoría General del Derecho*. Segunda edición. Bogotá: Temis, 1999, pp. 189-195.
- BULLARD GONZÁLEZ, Alfredo
2010 *Derecho y economía. El análisis económico de las instituciones legales*. Segunda edición. Lima: Palestra Editores, p. 107.

CARRETERO PIRES, Ana

2008 “Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas”. En, *Anuario Facultad de Derecho de la Universidad de Alcalá*. Tomo I, 2008, p. 412.

COASE, Ronald

2000 “El Problema del costo social”. En: ROEMER, Andrés (coordinador). *Derecho y economía: una revisión de la literatura*. México D.F.: Centro de Estudios de Gobernabilidad y Políticas Públicas, A.C., Instituto Tecnológico Autónomo de México y Fondo de Cultura Económica, p. 526.

COFFEE, John C.

2010 “The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Rol”. En, ROMANO, Roberta (coordinadora). *Foundations of Corporate Law*. Segunda edición. Nueva York: Thomson Reuters/Foundation Press, pp. 167-169.

CORTE DE APELACIONES DE INGLATERRA Y GALES, DIVISIÓN CIVIL

2002 *Chaston v. SWP Group plc*. Sentencia: 20 de diciembre de 2002.

CORTE DE MILÁN

1992 *Furla v. Faritalia Carlo Erba S.p.a.* Sentencia: 14 de mayo de 1992.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis

1992 “El abuso del derecho y el fraude a la ley en el nuevo Título Preliminar del Código Civil español y el problema de sus recíprocas relaciones”. En, *Revista IUS ET VÉRITAS*, N° 5. Lima, pp. 11-12.

EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER

1981 “The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer”. En, *Harvard Law Review*, N° 94.

1996 *The Economic Structure of Corporate Law*. Massachusetts: Harvard University Press, pp. 15 y 34-35.

ELÍAS LAROZA, Enrique

2003 *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú*. Segunda edición. Trujillo: Editorial Normas Legales, pp. 220–221 y 370-398.

FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis

1993 “Gran Bretaña: reflexiones en torno a la disciplina de la asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones”. En, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, N° 49, p. 811.

1994 “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (artículo 81 LSA)”. En, *Revista de Derecho de Sociedades*. Madrid: Editorial Aranzadi, p. 20.

FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, Cristina

2001 *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*. Granada: Editorial Comares, p. 66.

FERRAN, Eilís

1999 *Company law and corporate finance*. Oxford: Oxford University Press, 1999, pp. 379-381.

2004 “Corporate transactions and financial assistance: shifting policy perceptions but static law”. En, *The Cambridge Law Journal*, Vol. 63, p. 231.

2005 “The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union”. En, *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Research Paper Series*, N° 51, p. 3.

2007 “Regulation of Private Equity – Backed Leveraged Buyout Activity in Europe”. En, *European Corporate Governance Institute*, law working paper N° 84, pp. 6-7.

FERRERO ÁLVAREZ-CALDERÓN, Guillermo y Antonio GUARNIZ IZQUIERDO

2015 “La Regulación de la Asistencia Financiera”. En, *Revista IUS ET VERITAS*, N° 50, Lima, p. 262, 263 y 266-269.

GALGANO, Francesco.

1999 *Derecho Comercial*. Tomo II. Bogotá: Temis, p. 208.

GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ.

2009 “Comentario al art. 81 LSA”. En, ARROYO, Ignacio y José Miguel EMBID (coordinadores). *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. Segunda edición. Madrid: Technos, pp. 4-5.

GARCÍA SAAVEDRA, Giovanna

2013 “La acreditación de experiencia como ejecutor de obras de personas jurídicas que pertenecen a grupos económicos: Aplicación normativa *vis-à-vis* realidad comercial”. En, *Revista IUS ET VERITAS*, N° 46. Lima, p. 337.

GARRIGUES, Joaquín y Rodrigo URÍA

1976 *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. Tercera edición. Tomo I. Madrid: Aguirre, p. 498.

GREENE COMMITTEE

1926 *Report of the Company Law Amendment Committee*. Cmnd 2657, párrafos 30 y 31. Consulta: 17 de agosto de 2014.
<http://www.takeovers.gov.au/content/Resources/other_resources/Greene_Committee.aspx>

GUO, Shourun, Edith HOTCHKISS y Weihong SONG

2011 “Do Buyouts (Still) Create Value?”. En, *The Journal of Finance*, N° 66, pp. 498-500.

HANSMANN, Henry y Reiner KRAAKMAN

2003 “El rol esencial del derecho de las organizaciones”. En, *THEMIS-Revista de Derecho*, N° 46. Lima, p. 16.

2011 “El fin de la historia para el Derecho Corporativo”. En, *Derecho Societario*. Lima: Ius Et Veritas Editorial, p. 255.

HART, Oliver

2003 “Una perspectiva económica sobre la teoría de la empresa”. En, *THEMIS-Revista de Derecho*, N° 46. Lima, p. 6.

HUAPAYA TAPIA, Ramón

2010 “Algunos apuntes sobre las relaciones entre el Derecho Administrativo Económico y el concepto anglosajón de la ‘Regulación’”. En, *Revista IUS ET VERITAS*, N° 40. Lima, pp. 303-304.

2012 “Propuesta de interpretación del principio de subsidiariedad en la constitución”. En, *SOCIEDAD LIBRE*, N° 27. Consulta: 31 de julio de 2016.

<http://www3.upc.edu.pe/sociedadlibre/Det_Bol1.asp?CON=8946&BOL=18&EJE=777&SEC=Opini%F3n>

HUDSKOPF EXEBIO, Oswaldo

1998 “El derecho de impugnación de acuerdos de juntas generales de accionistas en la nueva Ley General de Sociedades y su ejercicio a través de acciones judiciales”. En, *Revista IUS ET VERITAS*, No. 17. Lima, p. 93-105

HURTADO, Juan Manuel

2014 “Private equity en el Perú: su éxito se verá en los siguientes años”. En, *SEMANAeconómica.com*, Lima. Consulta: 09 de marzo de 2017.

<<http://semanaeconomica.com/article/mercados-y-finanzas/banca-y-finanzas/142089-private-equity-en-el-peru-su-exito-se-vera-en-los-siguientes-anos/>>

INVESTOPEDIA.

s/a *Mature Industry*. Consulta: 27 de febrero de 2017. <<http://www.investopedia.com/terms/m/matureindustry.asp>>

s/a *Goodwill*. Consulta: 12 de abril de 2017. <<http://www.investopedia.com/terms/g/goodwill.asp>>

s/a *Stakeholder*. Consulta: 18 de abril de 2017. <<http://www.investopedia.com/terms/s/stakeholder.asp>>

JENKINS COMMITTEE

1962 *Report of the Company Law Committee*. Cmnd, 1749, párrafo 173. Consulta: 4 de setiembre de 2014.

<http://www.takeovers.gov.au/content/resources/other_resources/downloads/jenkins_committee_v2.pdf>

JENSEN, Michael C.

1989 “Eclipse of Public Corporation”. En, *Harvard Business Review*, edición de setiembre-octubre, pp. 61-74.

JENSEN, Michael C. y William H. MECKLING

1976 “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. En, *Journal of Financial Economics*, N°. 3, pp. 305 y ss.

KRAAKMAN, Reiner

1990 *Corporations. Cases and Materials*. Harvard Law School, pp. III-72.

LARENZ, Karl

1994 *Metodología de la ciencia del Derecho*. Barcelona: Editorial Ariel, S. A., pp. 374-375.

LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo

2004 “Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida”. En, *Revista ADVOCATUS*, N°10. Lima, pp. 262-263, 266, 270 y 283.

MANNE, Henry G.

1965 “Mergers and the Market for Corporate Control”. En, *The Journal of Political Economy*, N° 73.

MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan

2005 *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Cuarta edición. Madrid: McGraw-Hill, pp. 207-208.

MESSINEO, Francesco

1979 *Manual de Derecho Civil y Comercial*. Tomo I. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América, p, 95, 105, 109 y 125.

MONTOYA ALBERTI, Ulises

2005 “Los derechos del accionista minoritario en la Sociedad Anónima”. En, *Docentia e Investigatio*, volumen N° 7, Lima.

PAYET PUCCIO, José Antonio.

2003 “Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades: Reflexiones sobre la Protección de las Minorías”. En, *THEMIS-Revista de Derecho*, N° 46. Lima, p. 82.

PAZ-ARES, Cándido

1987 “Negocios sobre acciones propias”. En, ALONSO UREBA, Alberto, José María CHICO ORTIZ y Francisco LUCAS FERNÁNDEZ (coordinadores). *La reforma del Derecho español de sociedades de capital: reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades*. Madrid: Editorial Civitas, pp. 482-483, 582-583 y 601.

POSNER, Richard A.

2007 *El análisis económico del derecho*. Segunda edición. México D.F.: Fondo de cultura económica, p. 160 y 162.

REAL ACADEMIA ESPAÑOLA

2014 “Semántica”. En, *Diccionario de la Lengua Española*. Décimo tercera edición. Consulta: 6 de diciembre de 2016.

<<http://dle.rae.es/?id=XVRDns5>>

2014 “Pragmática”. En, *Diccionario de la Lengua Española*. 23ª edición, 2014. Consulta: 6 de diciembre de 2016.

<<http://dle.rae.es/?id=TtZ64Ru>>

ROMANO, Roberta

2005 “After the revolution in Corporate Law”. En, *Journal of Legal Education*, N° 55, pp. 343, 347-348.

RUBIO CORREA, Marcial

2009 *El sistema jurídico. Introducción al Derecho*. Décima edición. Lima: Fondo Editorial de la PUCP, p. 220.

SALAS SÁNCHEZ, Julio.

1998 “Apuntes sobre el capital social de las sociedades anónimas en la nueva Ley General de Sociedades”. En *Ius Et Veritas*, número 17. Lima, p. 136.

SÁNCHEZ CALERO, Fernando

1993 *Instituciones de Derecho Mercantil*. Décimo Sexta edición. Madrid: Editoriales de Derecho, p. 222.

SBISÀ, Giuseppe

1997 “Della Società per azioni”. En, GALGANO, Francesco (coordinador). *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*. Sexta edición. Boloña: Zanichelli editore S.p.A., p. 436-437.

SILVESTRI, Marco.

2005 “The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective”. En, *European Business Organization Law Review*, vol. 6, N° 1. Cambridge, p. 283.

SMITH, Adam

1827 *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Edimburgo: University Press, p. 311.

SMITH, Henry E.

2010 “An Economic Analysis of Law Versus Equity”, 2010, pp. 10-11. Traducción libre. Consulta: 01 de setiembre de 2016.

<<http://extranet.sioe.org/uploads/isnie2010/smith.pdf>>

SUDARSANAM, Sudi.

2010 *Creating Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges*. Segunda edición. Essex: Prentice Hall, pp. 308, 311-312 y 319.

TORRES LÓPEZ, Juan

1989 *Análisis económico del derecho*. Madrid: Tecnos, p. 53.

TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

- 2002 *Expediente N.º 0016-2002-AI/TC*. Sentencia: 30 de abril de 2003.
- 2003 *Expediente N.º 0008-2003-AI/TC*. Sentencia: 11 de noviembre de 2003.
- 2003 *Expediente N.º 0018-2003-AI/TC*. Sentencia: 26 de abril de 2004.
- 2004 *Expediente N.º 034-2004-PI/TC*. Sentencia: 15 de febrero de 2015.
- 2004 *Expediente N.º 0048-2004-AI/TC*. Sentencia: 01 de abril de 2005.

URÍA, Rodrigo

- 1987 *Derecho Mercantil*. Decimocuarta edición. Madrid: Marcial Pons, pp. 192-193.

VAQUERIZO ALONSO, Alberto

- 2003 *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Madrid: S.L. Civitas Ediciones, p. 481.

VELASCO SAN PEDRO, Luis Antonio

- 2006 “La reforma de la asistencia financiera en Europa”. En, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*. Madrid: Universidad Complutense, pp. 18-19, Consulta: 10 de junio de 2016.
<http://eprints.ucm.es/5992/1/REFORMA_ASISTENCIA_FINANCIERA_EN_EUROPA-E-prints.pdf>

VIVES RUIZ, Fernando

- 2006 “Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades”. En, VIVES RUIZ, Fernando y Javier PÉREZ-ARDÁ CRIADO. *La sociedad cotizada*. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, p. 608.

WILLIAMSON, Oliver, E.

- 1985 *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*.

SE TERMINÓ DE IMPRIMIR EN LOS TALLERES GRÁFICOS DE

TAREA ASOCIACIÓN GRÁFICA EDUCATIVA

PASAJE MARÍA AUXILIADORA 156 - BREÑA

CORREO E.: tareagrafica@tareagrafica.com

PÁGINA WEB: www.tareagrafica.com

TELÉFS. 332-3229 / 424-8104 / 424-3411

FEBRERO 2020 LIMA - PERÚ



ISBN: 978-612-4440-10-6



9 786124 444010 6