



COLECCIÓN
CENTENARIO

DERECHO CORPORATIVO

ESTUDIOS EN HOMENAJE A LA FACULTAD DE DERECHO PUCP EN SU CENTENARIO

Max Salazar Gallegos
Coordinador



FACULTAD DE
DERECHO



PUCP

Derecho Corporativo

Derecho Corporativo

Estudios en homenaje a la

Facultad de Derecho PUCP en

su centenario

Max Salazar Gallegos
Coordinador



FACULTAD DE
DERECHO



PUCP

Derecho Corporativo

Estudios en homenaje a la Facultad de Derecho PUCP en su centenario

© 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: Max Salazar Gallegos

Diseño de cubierta: Ronald Andia

Corrección de estilo y cuidado de la edición: José Luis Carrillo M.

Diagramación de interiores: Tarea Asociación Gráfica Educativa

Primera edición: diciembre de 2019

Tiraje: 350 ejemplares

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N.º 2019-17452

ISBN 978-612-4440-08-3

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 diciembre de 2019.

En memoria del Profesor Julio Salas Sánchez (1945-2019),
Maestro del Derecho Societario en el Perú

Índice

Presentación: El prólogo (que no fue) / Max Salazar Gallegos	17
Reflections on the end of the history for corporate law / Henry Hansmann, Reinier Kraakman	21
1. Introduction	21
2. The ideological claim	21
3. The efficiency claim	25
4. The factual claim	27
5. Mechanisms for Convergence	29
6. Is corporate law deconstructing?	31
7. A matter of detail	32
8. Some concluding reflections	32
Bibliografía	34
Derecho de sociedades en el Perú y España: materiales para una comparación / José Miguel Embid Irujo	37
1. Sentido y utilidad de la comparación jurídica. El ejemplo del derecho de sociedades	37
2. Pautas para la comparación jurídica en el derecho de sociedades entre el Perú y España	39
2.1. Premisa	39
2.2. La técnica de ordenación normativa del derecho de sociedades	39
A) Derecho firme	39
B) Derecho blando (<i>soft law</i>)	41
2.3. Tipicidad y tipología	43
2.4. La posibilidad de la sociedad unipersonal	46
2.5. Sobre la libertad contractual en el derecho de sociedades	47
2.6. Cuestiones de gobierno corporativo	48
A) Junta General	48
B) Órgano de administración	49
2.7. Integración empresarial y grupos	51
3. Consideraciones finales	53

La sociedad por acciones cerrada simplificada en el Perú / Alfonso Montoya Stabl	55
1. Introducción	55
2. El desarrollo del concepto de sociedad simplificada en América Latina	56
3. El Decreto Legislativo 409	58
3.1. Introducción	58
3.2. La regulación propuesta por el Decreto Legislativo 1409	59
3.3. La adecuación del Decreto Legislativo 1409 a la delegación de facultades legislativas	68
4. Una propuesta alternativa	69
Bibliografía	73
Anomalías societarias: la nulidad de sociedades (el pacto viciado) / Max Salazar Gallegos	75
1. Introducción	75
2. Conceptos preliminares	76
2.1. La sociedad	76
2.1.1. Pluralidad de socios	77
2.1.2. La convención inicial y el nacimiento del ente societario (corporativo)	82
2.1.3. Aportes valorizados diferenciados y sus repercusiones en las relaciones societarias internas y externas	91
2.1.4. Ejercicio común de actividades	92
2.1.5. La naturaleza de las actividades dispuestas	93
3. La nulidad diseñada por la LGS y las causales típicas	99
3.1. Generalidades de la nulidad societaria	99
3.2. La nulidad civil	100
3.2.1. La nulidad y el pacto <i>per se</i> o el alcance de la institución jurídica societaria	102
3.3. De quién hemos de declarar la nulidad	106
3.4. La nulidad por incapacidad o ausencia de consentimiento válido	
3.5. La nulidad por objeto ilícito	108
3.5.1. Responsabilidad personal, reparto de cuota de liquidación, y culpabilidad del gestor y del socio	109
3.6. La nulidad por estipulaciones contrarias a normas legales imperativas u omisión de las exigidas	113
3.7. La nulidad por omisión de la forma y justificación de la tipología societaria en « <i>numerus clausus</i> »	114
3.8. Aspectos registrales de la nulidad del pacto y el asiento de inscripción	115
3.9. El Código Civil y la nulidad del pacto social y de la personalidad jurídica	117
3.10. Sociedades creadas por ley y la nulidad	119
3.11. Sociedades creadas al amparo de la Ley General de Minería	119
3.12. Sociedades irregulares de origen instrumentalizadas y la nulidad	120

3.13. Sociedades irregulares de origen no instrumentalizadas	121
3.14. Nulidad de sociedades que no han exteriorizado actuación	122
4. La improcedencia de la nulidad	122
5. Caducidad de la pretensión de nulidad del pacto social	123
6. De los efectos de la sentencia de nulidad	124
7. La nulidad declarada y los terceros de buena fe	125
8. Conclusiones	126
Bibliografía	138

La nulidad en la Ley General de Sociedades: una mirada integradora a la luz del Código Civil / *Marliana Armengol, Jose Delmar*

	143
1. Breve repaso de la nulidad en el Código Civil y en la LGS	145
1.1. La nulidad en el Código Civil y la LGS	148
1.1.1. Rápido repaso a los elementos centrales de la nulidad tal como se encuentra regulada en el Código Civil	148
1.1.2. Rápido repaso de la regulación de la nulidad en la LGS	151
1.2. Dos casos derivados de la regulación inconsistente de la nulidad en la LGS	155
1.2.1. Primer caso: La nulidad del pacto social	155
1.2.2. Segundo caso: La acción de nulidad frente a la acción de impugnación tratándose de acuerdos societarios en sociedades anónimas	170
2. Buscando simplificar y ordenar el sistema: una propuesta	174
2.1 Esquema actual y bases para una nueva propuesta	174
2.2 Sección Especial de la LGS: Acciones Societarias	176
3. A manera de conclusión	184
Bibliografía	185

El conflicto de interés del accionista y el artículo 133 de la Ley General de Sociedades / *José Antonio Payet*

	189
1. Planteamiento del problema	189
2. El derecho comparado	191
2.1. El derecho inglés	191
2.2. El derecho en los Estados Unidos de América	197
2.3. El derecho español	203
2.4. El derecho italiano	209
3. El conflicto de interés del accionista en el derecho peruano	213
3.1. Antecedentes del artículo 133 de la LGS	213
3.2. ¿Qué es el conflicto de intereses?	214
3.3. Conflicto de interés y lesión al interés social	219
3.4. Consecuencias de la vulneración de la prohibición	221
3.5. Sociedades bursátiles	225
4. Comentarios finales	225
4.1. Conflicto de interés y deber fiduciario: la posición del accionista	225
4.2. Opciones frente al conflicto de intereses del accionista	230

4.3. La necesidad de una modificación del estándar	232
Bibliografía	235

Cuórum y mayorías en la sociedad anónima / *Daniel Abramovich Ackerman*

	239
1. Felicitación, agradecimiento y aclaración gramatical	239
2. Introducción	239
3. Definiciones relevantes: cuórum y mayoría	240
3.1. Cuórum	240
3.2. Mayoría	241
4. Cuórum y mayoría en la junta general de accionistas	241
4.1. Cuórum de instalación y mayorías para la adopción de acuerdos por la junta general de accionistas	241
4.2. Exclusión de acciones para el cómputo del cuórum	244
4.3. Conflicto de interés y cómputo del cuórum y mayoría en junta general de accionistas	246
4.4. Cuórum y mayorías en la sociedad anónima abierta	247
4.5. Los convenios de accionistas y su relación con el cuórum y mayorías en la junta general de accionistas	250
4.5.1. Los sindicatos de acciones	251
4.5.2. Meros pactos entre socios o accionistas	253
4.6. La relación de los pactos de accionistas con el cuórum y mayorías en junta de accionistas en la LGS y el Anteproyecto	254
5. Cuórum y mayoría en el directorio	256
5.1. Cuórum de instalación y mayorías para la adopción de acuerdos por el directorio	256
5.2. La adopción de acuerdos en caso de conflicto de interés	258
Bibliografía	261

Racionalidad económica y deber de lealtad entre socios / *Ángel Carrasco Perera*

	263
1. El deber de lealtad en el derecho societario español	263
1.1. El consenso	263
1.2. Excepción: dilución del minoritario por acuerdo de aumento de capital	263
1.3. Crítica	264
2. El acuerdo de no repartir dividendos	265
2.1. Hay que conceder un derecho de salida	265
2.2. ¿Derecho de salida y derecho a impugnar?	266
3. La libertad de acción del accionista minoritario de una sociedad abierta	267
4. Deber de votar	267
5. El socio de minoría que extorsiona para acudir socorro social	268
5.1. «Girmes»	268
5.2. Ejercicio del veto con ruina social	268
5.3. Veto al aumento de capital	270

5.4. Atenerse al compromiso de no promover modificaciones estructurales	272
5.5. El minoritario no es un fiduciario del interés común	272
5.6. Restricción	273
6. El dilema de los dos socios prisioneros de su deber de lealtad	27
7. Abuso de derecho y disolución social	275
8. Fusión por absorción de la sociedad controlada	277
9. Cese y nombramiento de administradores	277
10. Venta del paquete accionarial de control	279
11. Acuerdo social de expulsión de socio por conducta desleal	279
Bibliografía	282

Anatomía del deber de lealtad / Cándido Paz-Ares 283

1. Introducción	283
2. «Beneficios privados»: una breve ilustración	284
3. Derecho mecánico y derecho reflexivo	286
4. El deber de lealtad en serio	288
5. Visibilidad del deber de lealtad	289
6. Mapa de la deslealtad: segundo nivel	292
7. Mapa de la deslealtad: tercer nivel	292
8. Contemplación económica de la realidad	298
9. Imperatividad y dispensa ad hoc	300
10. Los sujetos de la lealtad	302
11. La cuestión del enforcement	304
12. El precio de la deslealtad	305
13. Consideración final	310
Bibliografía	313
	315

Deber de cuidado de directores de sociedades anónimas y la «regla del juicio de negocios» / Enrique Alcalde Rodríguez 319

Bibliografía	337
--------------	-----

Mega transacciones: la estructura contractual y corporativa del leveraged buyout (LBO) / Sergio García Long 341

1. Introducción	341
2. Público versus privado y estratégico versus financiero	343
2.1. Regulación financiera y autonomía privada	343
2.2. Tipo de comprador de empresas	346
3. Private equity y LBO	352
3.1. ¿Qué son las operaciones de private equity y LBO?	352
3.2. KKR y el nacimiento de los LBO	360
3.3. Game changer: Michael Milken y los bonos basura	363
3.4. Mega deals: las operaciones más grandes del mundo	365
4. La evolución de la estructura contractual de los LBO	367
5. El LBO: la más grande innovación financiera del siglo XX	374

Bibliografía	380
--------------	-----

A case of buyer's and lender's remorse in the wake of the credit crisis: a litigation analysis of the Huntsman battle / Rafael Lengua Peña 387

1. Introduction	387
2. The facts about the Huntsman Battle	391
A. The Hexion-Huntsman Deal	391
B. The Financing	392
C. Hexion's pre-litigation actions	392
D. Round # 1: Hexion v. Huntsman	393
E. Round # 2: Hexion and Huntsman versus the Banks	395
3. Decision-making in litigation	399
A. Decision analysis assuming rationality	399
B. Decision Analysis assuming strategic behavior, risk aversion and bounded rationality	400
4. Analysis of the strategies	401
A. Apollo's strategy: Ambush, go public and get away of this deal	401
B. Huntsman strategy: the best defense is a good offense	406
C. The bank's strategy	407
D. The settlements	409
5. Conclusions	410
Bibliografía	411

La asistencia financiera bajo el artículo 106 de la Ley General de Sociedades / Freddy Escobar Rozas 415

1. Introducción	415
2. Estructura y fundamentos	415
3. Beneficios y costos	417
A. Beneficios	417
B. Costos	418
C. Necesidad de regulación	423
4. Modelos de regulación	425
A. Europa	425
B. Estados Unidos de América	430
C. Perú	431
5. Ley General de Sociedades	432
A. Prohibición	432
B. Alcances	433
C. Sanción	435
6. Conclusión	438
Bibliografía	439

Sacando del letargo a la emisión de obligaciones: propuestas a la legislación societaria sobre bonos / Fernando Molina Rey de Castro 441

1. Introducción	441
-----------------	-----

2. Modificación de términos de emisión	442
2.1. Marblegate y Caesars	443
2.2. Argentina	444
2.3. Perú	445
3. Los bonos subordinados	447
4. Los bonos convertibles	448
5. Patrimonio neto y garantías	451
6. Bonos en cartera	452
7. El asambleísmo	452
8. El rol no discrecional del Representante de los Obligacionistas	453
9. Conclusión	455
Bibliografía	456

Recorriendo la inoponibilidad en el sistema registral peruano: ¿en el derecho registral societario, se puede oponer lo no inscrito? El caso de los poderes / *Jorge Ortiz Pasco*

	457
1. Introducción a la inoponibilidad y a la oponibilidad registral	457
2. Inoponibilidades en el sistema registral peruano	458
2.1. Registro personal	458
2.2. Registro de mandatos y poderes	458
2.3. Registro de testamentos	458
2.4. Inoponibilidad en el registro inmobiliario	459
2.5. Pleno Nacional Casatorio VII-Civil. La propiedad no inscrita versus el embargo anotado registralmente	461
2.6. ¿En el derecho registral societario se puede oponer lo no inscrito? El caso de los poderes	461
3. Conclusiones	463
Bibliografía	465

Sobre los autores

467

Presentación

El prólogo (que no fue)

Hace pocos meses —para ser más preciso, en marzo de este año 2019— me comuniqué con el doctor Alfonso Montoya Stahl, profesor de Derecho Societario en la Universidad y partícipe de esta obra, quien muy amablemente me brindó el correo electrónico del doctor Julio Salas, catedrático durante muchos años de Derecho de Sociedades en la PUCP y autor de varios e interesantes artículos sobre la materia, y quien entonces acababa de publicar un libro al respecto: *Sociedades reguladas por la Ley General de Sociedades*, como parte de la colección «Lo esencial del Derecho» de la misma Universidad.

Como fuente obligada de mi permanente formación en la materia, si la memoria no me traiciona, para entonces yo ya había leído y escudriñado toda la producción académica del doctor Salas, pero no había tenido la suerte de haber sido su alumno, ni entablar amistad con él. A la sazón, él tenía a su cargo en la PUCP el curso Temas de Derecho Societario, que yo venía también asumiendo, intercalando un ciclo académico en esta tarea cada uno.

Mi interés en conversar con él estribaba en hacerlo partícipe de este libro homenaje, con un artículo de su autoría, lo que me parecía imprescindible.

Decidí remitirle un correo electrónico explicándole en corto mis intenciones y solicitándole una conversación, a lo que respondió casi inmediatamente confiándome su número de celular para ponernos de acuerdo.

Y, en efecto, conversamos largo y tendido. Me atendió de manera muy cortés, trascendiendo sobre su rol en ese momento (por edad ya se había apartado de los trajines diarios profesionales del despacho de abogados del que había sido digno e importante socio) y se encontraba más involucrado con el destino de su último e importantísimo encargo, el Anteproyecto de Ley General de Sociedades 2018, cuyo grupo de trabajo, designado por resolución del Ministerio de Justicia, él había presidido. En ese sentido, conversamos sobre las reformas, su importancia, y cuestiones de gran interés general en ese momento. Del mismo modo, a mi vez, le informé del encargo y obligación que tenía entre manos (la coordinación de este libro), su relevancia (los 100 años de la Facultad de Derecho) y, en la misma línea, de lo imperiosa que se hacía su colaboración. Pues bien, amablemente se negó.

Me comentó que acababa de publicar un libro al respecto (anotado líneas atrás), y que las reformas, que esperaba salieran a la luz pronto, dada la línea de trabajo que había seguido, harían posteriormente más oficiosa su tarea, evidentemente, ante

las explicaciones detalladas que requerirían. Yo repliqué asintiendo, y argumentando, además de la especial ocasión, la necesidad de la publicación y difusión de mayores y mejores estudios sobre la materia, habida cuenta de la poca producción bibliográfica especializada, y el tratamiento de la «literatura gris» en materia societaria.

Y nuevamente me encontré con un no, esta vez moderado, igual de amable, pero menos rotundo (por lo menos, así lo aprecié entonces). Casi agotados los argumentos profesionales y académicos, apelé a su sentimiento y solidaridad con las nuevas generaciones de estudiantes de Derecho, su valía como profesional experimentado, sus dones de profesor, sapiencia, erudición académica, y a cuanto adjetivo encontré en mi preocupada mente en ese momento para persuadirlo de su decisión inicial.

Esta vez no obtuve una negativa, pero me prohibió tajantemente, entre medias risas, medio en broma, seguir empalagándolo con tales pronunciaciones, que a mi juicio y como abogado, eran absolutamente pertinentes a la persona, el tiempo y el lugar.

En tal trance, y ya entrados en más confianza, lo invité a desayunar, almorzar, cenar o como mínimo un café para conversar sobre ello, proponiéndole el lugar que eligiera, y ofreciéndome a recogerlo, esta vez sugiriendo desarrolle el prólogo, y ya no un artículo.

Tuvo entonces a bien evaluarlo, y estuvimos de acuerdo en volver a conversar al respecto, lo que en efecto hicimos poco después, relegando lógicamente el prólogo para cuando el libro estuviere con todos los artículos prometidos por parte de los distintos autores ya entregados.

Lamentablemente, su partida en julio de este año nos privó a todos del privilegio de su presencia, sus conocimientos, su pluma y, cómo no, del prólogo de esta obra.

Por ello, al sentarme a redactar y poner en papel estos pensamientos y recuerdos, debo confesar sentimientos encontrados; me entristece tener que escribir estas líneas, pero me alegra a su vez saber que descansa en paz, como todos aquellos que supieron aportar a sus semejantes, y cuya presencia física ya no nos acompañará, pero permanecerá en nuestra memoria por todos sus aportes al derecho societario peruano, entre otros.

En esta última línea, este libro es, como su carátula lo indica, un homenaje a los 100 años de la Facultad de Derecho de la PUCP, que reúne, hoy por hoy, a un importantísimo grupo de profesionales y académicos del derecho societario, que han sabido hacer escuela y compartir su saber en las aulas y a través de sus publicaciones. Lo mismo sus alumnos, muy involucrados con esta interesantísima rama.

El libro cuenta con 11 artículos de autoría nacional y 5 que corresponden a profesores extranjeros (latinoamericanos, europeos y norteamericanos), todos de primerísimo nivel. Hemos tratado (y creo logrado) de reunir a lo mejor, para brindar lo mejor.

Agradezco sobremanera a todos los profesores que enviaron sus importantes aportes, todos ellos muy valiosos, y que estoy seguro serán de atención obligada por parte de la comunidad jurídica.

En el ámbito nacional, al doctor Alfonso Montoya Stahl, quien se refiere a la novísima «Sociedad por acciones cerrada simplificada en el Perú»; al doctor José Antonio Payet, con «El conflicto de interés del accionista y el artículo 133 de la Ley General

de Sociedades»; al doctor Daniel Abramovich (primerísimo en su aporte), con «Cuórum y mayorías en la sociedad anónima»; a los doctores Marliana Armengol y Jose Delmar, por «La nulidad en la Ley General de Sociedades: una mirada integradora a la luz del Código Civil»; al doctor Jorge Ortiz Pasco, por «Recorriendo la inoponibilidad en el sistema registral peruano: ¿en el derecho registral societario, se puede oponer lo no inscrito? El caso de los poderes»; al doctor Fernando Molina Rey de Castro, quien escribe «Sacando del letargo a la emisión de obligaciones: propuestas a la legislación societaria sobre bonos»; al doctor Freddy Escobar Rozas, quien refiere a «La asistencia financiera bajo el artículo 106 de la Ley General de Sociedades»; al doctor Sergio García Long, con «Mega transacciones: la estructura contractual y corporativa del leveraged buyout (LBO)»; al doctor Rafael Lengua Peña, por «A case of buyer's and lender's remorse in the wake of the credit crisis: a litigation analysis of the Huntsman battle»; y, por último, un artículo de mi autoría denominado «Anomalías societarias: la nulidad de sociedades (El pacto viciado)».

Especial mención y agradecimiento a los profesores extranjeros que se han sumado a este esfuerzo y homenaje, por sus invaluable aportes: «Reflections on the end of the history for corporate law», de Henry Hansmann y Reinier Kraakman; «Derecho de sociedades en Perú y España: materiales para una comparación», de José Miguel Embid Irujo; «Racionalidad económica y deber de lealtad entre socios», de Ángel Carrasco Perera; «Anatomía del deber de lealtad», de Cándido Paz-Ares; y «Deber de cuidado de directores de sociedades anónimas y la “regla del juicio de negocios”», de Enrique Alcalde Rodríguez.

Agradezco a los doctores Juan Espinoza Espinoza y Javier de Belaúnde López de Romaña, colegas y amigos, pues si bien me inicié en la cátedra ya en 1999 (es increíble que hayan transcurrido 20 años), es a ellos a quienes debo la invitación a inicios del año 2004 para asumir la misma tarea en la PUCP, y que hoy me ha llevado de forma indefectible y auspiciosa al presente homenaje.

Finalmente, agradezco al doctor Sergio García Long por su gran apoyo en esta tarea; a la Facultad de Derecho, su personal administrativo y académico, como a sus alumnos, en la persona de su actual Decano, el doctor Alfredo Villavicencio, sin quien hubiese sido imposible esta publicación. Mis infinitas gracias.

Miraflores, octubre de 2019

Max Salazar Gallegos

Profesor de Temas de Derecho Societario
y Registro de Personas Jurídicas Societarias
Pontificia Universidad Católica del Perú

Reflections on the end of history for corporate law*

Henry Hansmann, Reinier Kraakman

1. Introduction

Our essay on *The end of history for corporate law* (Hansmann y Kraakman, 2001)¹ was originally written for a conference at Columbia University in 1997 that was organized to address a question that was then just beginning to attract substantial attention: «Are Corporate Governance Systems Converging?». There can of course be as many answers to that question as there are interpretations of the question itself. At a macro level, however, it seemed to us that there was an important sense in which the answer to this question was clearly «yes». In our essay—with its hyperbolic title and somewhat more modulated text—we sought to expound that view.

Before we can ask whether, 15 years after the *End of History* essay was written, the claims it makes still manage to hold up,² we first have to ask what those claims are. That is, just what did we claim was coming to an end?

There are, in fact, at least three different types of claims that our essay might be interpreted as making. We'll label them the *ideological* claim, the *efficiency* claim, and the *factual* claim. We'll take them in turn, offering a few thoughts about the content and continuing credibility of each.

2. The ideological claim

The strongest and clearest claim we make is an *ideological* or *normative* claim. It says that there is increasing consensus among the relevant actors, around the globe, that what we term the «standard shareholder-oriented model» (SSM) of the business

* En 2001, Hansmann y Kraakman publicaron uno de sus trabajos más importantes: «The end of history for corporate law» (el cual ha sido traducido al castellano y publicado en nuestro medio por la revista *Ius et Veritas*, 27, 2003). Este trabajo dio lugar a un interesante debate en el Common Law. En 2012, 11 años después, Hansmann y Kraakman regresan a sus ideas originales y presentan «Reflections on the end of history for corporate law». Las gestiones para su publicación en este libro homenaje estuvieron a cargo de Sergio García Long.

1 Reimpreso en Gordon y Roe (2004).

2 We undertook an interim assessment of the prescience of our End of History essay a few years back in *How Close is the End of History?* (2006a). The comments offered here draw upon and update that earlier assessment.

corporation is the most attractive social ideal for the organization of large-scale enterprise. We asserted that the SSM has four principal elements:

[First, T]he ultimate control over the corporation should rest with the shareholder class; the managers of the corporation should be charged with the obligation to manage the corporation in the interests of its shareholders; [second] other corporate constituencies, such as creditors, employees, suppliers, and customers, should have their interests protected by contractual and regulatory means rather than through participation in corporate governance; [third] noncontrolling shareholders should receive strong protection from exploitation at the hands of controlling shareholders; and [fourth] the market value of the publicly-traded corporation's shares is the principal measure of its shareholders' interests. (Hansmann & Kraakman, 2001, pp. 440-441)

But if this is the SSM, what are the alternative models that make the SSM seem particularly compelling? Here our article set itself a limited, but not trivial, standard by comparing the SSM to (1) a state-oriented model, (2) a labor (or, more broadly, stakeholder) oriented model, and (3) a manager-oriented model. Looking back, we might have added a fourth «model» the corporation with an unconstrained controlling shareholder or family that thrives in an environment of lax regulation and intimate ties to the state. Such corporations are commonplace around the world, but no one suggests they are a positive model of good governance or an efficient means to create social wealth. Their social effects depend in large measure on the ambitions and reputations of their wealthy controllers.

As against these alternatives (including the fourth model), our ideological claim is holding up extremely well. For example, Japan, once a standard-bearer for the state-oriented model, has slowly moved toward the managerialist model as the state has withdrawn from centralized planning. In the new Japan, the Ministry of Economy, Trade, and Industry (METI) has shifted from economic planner to mediator in possible conflicts between the interests of shareholders and managers. For example, it has released a «Corporate Value Study» proposing guidelines for takeover defensive tactics that are based on the «corporate value standard» and «the interests of shareholders as a whole» and that are explicitly patterned on Delaware law.³ While hostile takeovers remain difficult in Japan, the reasons appear to be cultural rather than legal, since Japanese law on its face remains friendlier to hostile bids than Delaware law.⁴ This embrace of the SSM on the books is also illustrated by reforms adopted after publication of our paper by the Tokyo Stock Exchange, which allow Japanese companies to adopt an American-style board with mandatory outside directors and an independent audit committee or, alternatively, to retain the traditional Japanese board, dominated by inside directors and monitored by internal auditors (Kraakman et al., 2009). Thus far, few Japanese companies have switched, but this may say

3 English translation at <http://www.j.u-tokyo.ac.jp/~kanda/english.htm>. For thoughtful commentary see Curtis Milhaupt (2005).

4 Bull Dog decision.

more about the power of default provisions and incumbent managers than about the public's wider perceptions regarding board legitimacy.

Today's champion of the state-oriented model is no longer the Japan of the 1960's or the South Korea of the 1970's but China of 2011, soon to become the world's largest economy. The SSM as a model is hardly an explicit part of China's state ideology, and is, to put it mildly, in tension with China's fading Marxist heritage. Nevertheless, the Chinese economic elites that matter (which include economists, wealthy businessmen, individual entrepreneurs, and commercial lawyers) probably already embrace the SSM. While we claim no expertise in modern Chinese company law, it bears a family kinship to the laws of other Asian and European jurisdictions that derive from classical German company law. This law, like most continental European company law, gives ideological primacy to the corporate entity rather than to its shareholder constituency. Nevertheless, shareholders constitute, and can dismiss, the supervisory board on their own motion, which satisfies law professors in the continental tradition while remaining compatible with the SSM in China. (In Germany itself, codetermination qualifies corporate governance.) As in Germany, moreover, China's most profitable firms today are the privately-held companies of the *Mittelstand* that derive legitimacy not from abstractions but from the ability to flourish in highly competitive export markets.

More interesting for our purposes are China's numerous large companies that were appendages of state ministries only forty years ago. Today most of these state-owned enterprises (SOE's) have significant private equity ownership, and in many, the state—or more accurately, various state organs—retain only minority equity stakes. These former SOE's may never be completely privatized. After all, they are represented as following the state-oriented model, which prioritizes the state's economic plans and social goals over the SSM's objective of maximizing long-term shareholder value. But insofar as former SOE's win wide autonomy from the state to make profits (and suffer losses), they edge away from the state-oriented model and toward the SSM. State organs that hold large equity blocks feel the pain of poor economic performance, as do less powerful shareholders who often include noisy foreign institutions, hundreds of thousands of individual Chinese investors, and even other state bodies with their own political agendas. Largely for this reason, we conjecture that over time the state—and whichever holding company, municipality, or other political unit is the company's largest shareholder—will come to prefer economic returns over political returns bought at the expense of other shareholders.⁵

Turning now to the labor-oriented model, consider Germany, its most prominent advocate in company law if not necessarily its most active practitioner. Two decades ago quasi-parity codetermination⁶ was so entrenched—so fundamental a part of the

5 Indeed, some commentators claim that the Central Chinese government, if not all of its regulatory bodies, have already shifted de facto to the SSM model and seek to maximize shareholder value. The state-oriented model remains the exclusive ideology at all levels of government, however. See Charlie Xiaochuan Weng (2012).

6 Quasi-parity codetermination refers to the legal requirement that German supervisory boards of large companies include equal numbers of shareholder and labor directors. In the event of a tied vote, the issue may be brought up at a second meeting of the board, in which case the board chairman,

German «social contract» —that it was seldom even discussed. By contrast, the past decade has seen a swelling of academic commentary critical of codetermination as reducing shareholder value (*e.g.*, Schmidt & Gorton, 2004). Simultaneously, scandals involving the apparent bribery of union directors and accusations of collusion between labor directors and management at the expense of shareholders have made public criticism of codetermination acceptable.⁷ Indeed, as we note below, Germany has, in effect, already abandoned mandatory codetermination for firms that do not already have it.

And now consider the U.S., the original home of the managerial model. The last two decades are pockmarked with the efforts of shareholder activists, institutional investors, and entrepreneurial politicians to increase the accountability of officers to corporate boards and the accountability of boards to shareholders.⁸ Some battles are won by shareholder reformers and some by management's champions, as when a panel of the D.C. Circuit recently struck down a Securities and Exchange Commission Rule allowing, under certain circumstances, 3% of a company's shareholder base to nominate candidates for board seats in a public company on the company's own proxy.⁹ Such skirmishes might seem of little consequence to most European observers who are accustomed to much more sweeping shareholder powers. But anyone with long experience with U.S. public companies can attest that a sea change in director and shareholder relationships has occurred over the last two decades. Although there are a few dissenters, for all practical purposes the SSM has come to dominate discourse about corporate governance in the U.S. This is not to say, that SSM always guides corporate governance in a shareholder friendly direction. It is to say, however, that even advocates of greater managerial autonomy no longer defend the managerial paternalism popular in the 1950s. Instead they argue that seemingly pro-shareholder reform such as proxy access actually undercuts the SSM by empowering atypical shareholders such as hedge funds and union pension funds to feather their own nests at the expense of shareholders as a class.

We should emphasize that the SSM does not impose upon corporate managers a legal obligation to maximize financial returns to shareholders without regard to the consequences for third parties. Rather, the SSM simply requires that corporate managers act as faithful agents of the corporation's shareholders. That is, managers should do what the shareholders, as a group, would prefer them to do. And it's reasonable to assume that most shareholders prefer that their corporations behave

who is always a shareholder representative, receives two votes, and at least in theory, shareholders will prevail. Anecdotal evidence suggests, however, that German supervisory boards will go to great lengths to avoid split board decisions.

7 Consider the scandal arising from the tacit support given by a union director for the allegedly illegal payment of large sums as rewards to Mannesmann's management for extracting a large premium in exchange for selling the company to Vodafone. Another recent scandal arose at Volkswagen, where labor directors enjoyed tropical vacations and subsidized prostitutes at company expense.

8 There remain, of course, prominent and thoughtful commentators who buck the trend. Margaret Blair and Lynn Stout, for example, continue to extol the virtues of managerialism, in the name of protecting stakeholders. Yet even they are fairly restrained in the degree of entrenchment they seem willing to sanction.

9 *Business Roundtable and Chamber of Commerce v. SEC*, D.C. Circuit (July 22, 2011).

according to the same ethical norms that guide the shareholders themselves in their own activities as individuals. Shareholders presumably do not want their corporate managers to cheat customers, abuse workers, or foul the environment even if doing so would be both legal and profitable. Managers, consequently, are not in violation of their duties under the SSM if they follow conventional morality in acting fairly and even generously toward constituencies other than shareholders. What distinguishes the SSM from the labor-oriented model (or stakeholder models in general) is not that managers can be generous toward employees only under the latter, but rather that it is the norms of the shareholders, and not those of the employees, that determine the appropriate level of this generosity. Thus, under the SSM, employees are not given the power to choose the corporation's directors, nor do employees have a corporate law right to call managers to account for breach of fiduciary duties. Rather, these means of controlling managers are reserved exclusively to the shareholders.

Admittedly, even when the SSM is understood in this broader sense, it continues to arouse some substantial disquiet, particularly in continental Western Europe. The perceived problem, at its core, seems to be that this model gives excessive rein to market forces in general—in the share market, the labor market, the product market, and elsewhere—and that the result is excessive social instability. In part, this seems just protectionist pleading for special interests, favoring of workers who have jobs over those who do not, of shareholders who hold controlling interests over those who do not, and so forth. To that extent, these concerns are unlikely to maintain broad normative appeal, but rather be accepted sooner or later as no more than window dressing for continued favoritism toward entrenched interests.

But this disquiet may also reflect a broader concern about social efficiency. For many individuals, increasing social stability may be worth sacrificing a meaningful amount of productivity as measured—as it conventionally is—in terms of the net value of market transactions. If so, the legitimacy of the SSM may suffer in the long term, however much it may be in ascendance now. To probe this possibility a bit deeper, we must turn to the efficiency claim.

3. The efficiency claim

The *efficiency* claim holds that the standard shareholder-oriented model is the most efficient way to organize large-scale industry, and will remain so for as far as we can see.

Can the efficiency claim be false if our claim that jurisdictions are converging on the ideology of the SSM is true, even if, for want of a better measure, we take (Kaldor-Hicks) social efficiency as our rough normative standard? The answer could be yes, if current ideology is mistaken about what's efficient. Of course, as suggested at the end of the previous section, if that is the case, then the current normative consensus may not be long-lived. We may all subscribe to an ideology today that purports to establish that we've reached the end of history, but someday, when we understand the facts better, we're going to change our minds, and the endpoint of history will then recede into the distance.

Our article proceeded a bit gingerly in pressing the efficiency claim. It implied, however, that there were good reasons to accept that claim. One reason was survival: firms (and societies) organized along the standard shareholder-oriented model seemed to be out-competing those that were organized differently. Other reasons went more to logic, and to experience with particular components of competing models. First, parliamentary institutions behave poorly as compared to markets in aggregating the preferences of a heterogeneous group. Voting control over a firm is, consequently, nearly always confined to a highly homogeneous group. This means that sharing of voting control between investors of capital and other stakeholders is generally very costly. Second, fiduciary rules are even less suitable as a means of achieving a workable balance between conflicting interests; hence, imposing affirmative fiduciary duties on management to protect simultaneously the interests of two or more groups is unworkable. Third, thoroughly entrenched managers will too often mismanage or overinvest. Fourth, it is not possible to have state control without imposing on the corporation various objectives that are unrelated to productive efficiency. Since nothing in the foreseeable future seems likely to change these constraints on the organizational forms that are productively efficient, the principal competitors to the SSM will remain badly handicapped or gradually morph into something very much like what the SSM might prescribe, as we (perhaps rashly) predicted above that they will in the future of China's state-controlled firms.

The most serious argument against the efficiency claim has a rather broader basis, however. As suggested in the previous section, the argument is that the SSM involves too steep a tradeoff between material prosperity and social order. That model may be fine for Americans, who are intensely individualistic and place an exceptionally strong value on personal liberty. But for other societies -including Western Europe- that place a higher value on stability, the market forces unleashed by the SSM may be excessively corrosive of personal expectations, social relations, and even dependable financial institutions. It is not crazy to feel that a leisurely daily walk to a dependable workplace in the well-preserved medieval city of one's birth is preferable to lower prices on smartphones. If the current organization of business in a given society perpetuates the dominant role of workers, powerful families, managers, or the state, that may be seen not as a vice but as a virtue, a workable means of reinforcing the society's legitimate structure of authority. It is from this perspective that the end of history claim is weakest. Nevertheless, we expect that the desired level of social order will generally be more effectively obtained through prudent regulation of the markets in which corporations act —including the markets for labor, capital, real property, and consumer products— than through regulation of the corporate form itself.

A last critique of the efficiency of the SSM turns on the difficulty of implementing this model in the complex environment of large enterprises. As a norm or ideology, there are good reasons why the SSM does not turn on any particular ownership structure. All jurisdictions including the U.S. exhibit an evolving distribution of ownership structures. Although the U.S. is rich in diffusely-held large firms, its mid-cap and small-cap public companies split between diffuse and controlled ownership structures. All jurisdictions have distributions of ownership structures. Given the

need for elasticity in implementing the SSM, we expect that directing managers or controlling shareholders will always manage to bend the rules to their advantage on the margins. Thus, the ultimate point of convergence in practice will not be on the SSM itself, but on some point that is more or less off-center, allowing managers and controlling shareholders just a bit more discretion than the model prescribes. To the extent that the model is optimal, history will end at a point that is suboptimal.

But again, while acknowledging that inefficiencies will continue even if the SSM finds universal acceptance, we predict these inefficiencies will be smaller over the long run than those that might result from strict and ideologically driven efforts to implement either the state-oriented or the stakeholder-oriented models. Indeed, what may save large German firms from the full costs of codetermination is their ability to coopt labor directors. Similarly, the splintered ownership of former state-owned enterprises in China may protect these firms from the full costs of becoming the pawns of state bureaucrats. The agency problem can work two ways. Managers with compensation tied to profits may begin to mimic true owners. Finally, we are quite certain that firms operating under the SSM regime are more efficient than their feral cousins, the large but controlled companies that operate in jurisdictions where there are few constraints on self-dealing or other means of exploiting minority investors.

4. The factual claim

Our *factual* claim is that, whatever is the case with respect to ideology and efficiency, practice and law are, as a matter of fact, converging on the standard shareholder-oriented model. Our article implied that the factual claim was true, but carefully avoided offering any time frame for future convergence.

As it happens, convergence in fact has proceeded quite quickly in the years since we wrote, even faster than we might have predicted if we'd been so adventurous as to try. Major corporate jurisdictions have adopted a wide range of shareholder-oriented corporate reforms, including stronger public and private enforcement, stricter controls on market manipulation and insider trading, improved disclosure, regulation of both affirmative and defensive tactics in takeovers, and limitations on unequal voting structures (see, *e.g.*, Kamar (2005); Goergen, Martynova & Reneboog, 2005). A very large hurdle to convergence was at one time the numerous differences between national accounting regimes. That difference is on the verge of disappearing. Already when we wrote our initial Article, it was clear that accounting worldwide would be governed by one of two Anglo-Saxon, shareholder-oriented regimes: GAAP and International Financial Reporting Standards (IFRS), which has been adopted by most jurisdictions other than the U.S. On November 15, 2007, the SEC voted to permit foreign cross-listers on U.S. exchanges to disclose their IFRS financials without attempting to reconcile them with GAAP. The express purpose of allowing IFSR disclosure to satisfy American reporting requirements was to encourage worldwide convergence on a single set of accounting standards. The momentum continues to build for such a convergence, especially since recent academic literature demonstrates that despite the «rule versus standard» methodological distinction

between GAAP and IFRS, the two accounting regimes provide identical information on firm performance to the American capital markets (*e.g.*, Kim, Li & Li, 2011).

We could provide many more specific instances of convergence toward the SSM with a slight tilt favoring management or controlling shareholders over shareholder interests. The U.K.'s takeover code has been altered to strengthen the hands of target managers defending against hostile takeovers after Kraft Foods' successful takeover of Cadbury p.l.c.¹⁰ This added precisely the sort of managerialist tinge that we had anticipated in general to the U.K.'s usually stalwart allegiance to the SSM. But more examples are unnecessary. The interesting question here is not whether there is convergence toward the standard shareholder-oriented model -there clearly is-but rather how far it will go and how long it will persist.

Surely the corporate reforms that we see have been driven in substantial part by the particular international economic and political context of the past two decades, which is characterized by strong international capital markets. We've been here before — namely, in the decades before the First World War. Those were, in fact, the decades in which the joint stock company, in the same basic form we know it today, came to be the standard form of organization for largescale enterprise in all major economies. As Rajan and Zingales have emphasized (2003), war and depression subsequently led to substantial autarchy in the capital markets. That isolation, together with the turmoil of the times, allowed special interests to achieve vested power in corporate structures —with the full assistance of the Allied Powers after the Second World War. It was at this point that the nonstandard corporate models first arose: employee participation as in Germany, state corporatism as in France and Japan, the deliberate dismantling of large family-centered enterprises in Japan, the ascendancy of family dominance in Sweden, and the rise of managerialism in the U.S. Only recently have world capital markets again opened up, and this surely goes far in explaining the recent rapid convergence toward the standard shareholder-oriented model.

If and when, once again, something happens to close down the world's international capital markets —continued economic stagnation following the financial crisis of 2008, perhaps, or further paranoia about terrorism, or new confrontations between the great powers— then, even if the standard shareholder-oriented model of corporate capitalism is efficient, leading societies may once again start moving away from it, adopting corporate structures that give the state and/or important private interests more control. Today we see both China and Russia struggling with the tradeoff between state control of enterprise and access to capital on the international markets. Though, in recent years, both of those countries have, with occasional backsliding, resolved this tradeoff in favor of access to capital and hence movement toward the standard shareholder-oriented model, it might not take much of a shock for either or both to decide that they prefer strong state control.

Ancient Rome, it appears, had by the end of the Republic developed a widely-used entity form with publicly traded shares that was close in structure to a modern joint

¹⁰ Takeover Panel Response Statement:

<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wpcontent/uploads/23008/11/2010-22.pdf>.

stock company (Malmendier, 2005; Badian, 1972).¹¹ The form was then abandoned under the Empire, in important part because the emperors wished to centralize state authority, and hence nationalized the activities that had been conducted by those large companies. Subsequently, nothing like the business corporation reappeared until a thousand years later, when the merchant-dominated Italian city-state of Genoa, facing a highly competitive international market, resumed the experiment (see Ferrarini, 2002). As we march toward the end of history, further interruptions of this sort may await us. Or, to put it differently, one's faith in reaching the end of history for corporate law may be closely tied to one's faith in achieving Fukuyama's original "End of History" in politics (Fukuyama, 1992).¹²

5. Mechanisms for Convergence

The end of history for corporate law explicitly took issue with the argument, prominently offered by Lucian Bebchuk and Mark Roe, that convergence in corporate law would be blocked indefinitely in many countries by controlling shareholders who are among their countries' economic and political elites. The society-wide economic gains to be had from escaping such blockage would, we predicted, lead societies to find ways to avoid it. A particularly promising strategy to this effect, we suggested, is to establish, parallel to the existing (weak) system of corporate law, an alternative regime that follows the standard model with its strong protection of minority shareholders. Firms can then choose which regime they will be governed by, subject to strong constraints on a firm's ability to shift from the stronger to the weaker regime. Established firms with dominant controlling shareholders can then continue under the old regime, unthreatened by reform, while firms—and particularly new firms—seeking to raise equity capital on favorable terms can choose to be governed by the newer and stronger regime.

As an example of this strategy—subsequently termed «regulatory dualism» (Gilson, Pargendler & Hansmann, 2011)—we focused on Germany's *Neuer Markt*, which established special, more rigorous standards for new firms in high technology industries. After the publication of our essay, the *Neuer Markt* failed spectacularly, owing to a combination of problems in design, management, and circumstance (2011, pp. 502-507). As it was failing, however, Brazil was establishing its own approach to regulatory dualism with its *Novo Mercado*, which avoided the mistakes of its German predecessor and has been a stunning success, effectively breaking a century-old blockage of corporate reform and facilitating the rapid development of new and growing firms (2011, pp. 482-501). Moreover, Brazil's success with this strategy has not escaped the attention of other developing nations (see, e.g., Gregório

11 We note, however, that a recent scholar of Roman Law, Dr. Andreas Fleckner, cautions against equating Roman entities too closely with the corporate form since the evidence is sparse and ambiguous on this point.

12 Although the suggestion is tempting, the link between the SSM and liberal political regimes lies well beyond the scope of this casual essay.

& Azevedo, 2009). In the language of this essay, the *Novo Mercado* has added to the old regime, comprised of lightly regulated and often opportunistic controlled companies, a new generation of firms with a more dispersed ownership structure and a much stronger commitment, both ideological and factual, to the SSM.

Meanwhile, the EU as a whole has implemented a form of regulatory dualism that has overcome the political obstacles to corporate law reform in Europe and is rapidly bringing convergence in corporate law to the EU member states. In its *Centros* line of cases, the European Court of Justice has given firms formed in a member state of the EU the right to incorporate in any other member state. But the ECJ and the EU parliament have not removed obstacles to cross-border reincorporation or merger that render it difficult for established firms to change their current state of incorporation and hence escape restrictions (such as codetermination) imposed by that state (see Becht et al., 2008). For established larger firms, the EU has also created an EU-wide form, the *Societas Europaea* (SE), that continues to leave some aspects of corporate governance governed by the law of the member state where the firm is registered, but allows the firm to change its registration to another member state. For firms governed by codetermination rules, however, specific provisions require that a firm reorganized as an SE must retain the level of codetermination that it formerly had. This means that German firms with more than 2000 employees must continue to have worker representatives constitute half the members of their supervisory boards. Firms with between 500 and 2000 employees, however, must continue to have worker representatives constitute one third of supervisory board members, but not a larger fraction, and firms with fewer than 500 employees at the time they convert to an SE need never have any worker representatives on the governing boards at all, no matter how many persons these firms may subsequently employ (see Gilson et al., 2011).

We predicted in *The end of history* that codetermination —by far the most conspicuous instantiation of the labor-oriented model of corporate law— would not spread, and that at most it might remain a politically entrenched oddity of German law. And now, even faster than we expected, it is clearly on its way out, and European law and practice as a whole are moving quickly toward the standard shareholder-oriented model of the firm.

The European experience has, however, been a surprise for us in one respect. We predicted that neither explicit harmonization nor regulatory competition were likely to be important mechanisms for convergence in corporate law, which would instead advance by different means. But convergence in Europe has been strongly promoted by the regulatory competition established under the *Centros* line of cases, at least for closely-held or «private» companies as they are termed in the U.K. This unexpected development is a reflection of the extraordinary activism of the ECJ, which has been able to act with conspicuous independence from state-level political constraints.

6. Is corporate law deconstructing?

In our more recent work, we have focused on the long-term evolution of organizational law, and on its likely future development (Hansmann, Kraakman & Squire, 2005). As we've emphasized there, the law of commercial entities has become ever more flexible, to the point where today an entity with the special form of asset partitioning provided by the corporate form—strong entity shielding¹³ and full limited liability—can be given any desired pattern for allocation of control and earnings, and in particular need not accept the type of governance structure characteristic of the traditional business corporation. These more flexible forms are, moreover, being widely used; the Limited Liability Company, in particular, is quickly surpassing the business corporation in numbers of new entities formed. At the same time, intra-firm asset partitioning is becoming ever more fragmented and complex, as firms create increasing numbers of sub-entities, which themselves have a variety of different ownership and control structures (see, *e.g.*, Squire, 2011).

Might one conclude from this that commercial entities are deconstructing? Is the simple standard publicly traded business corporation—with earnings and control rights allocated uniformly across a single class of common stock, with governing authority delegated to a simple shareholder-elected board, and with all of the firm's assets assembled in a single pool to back the firm's general obligations—simply a transitory form, well suited only for the particular phase of industrial and social technologies of the past two centuries? Might we see—to take just one possibility—that the monolithic business corporations of today will give way to fluctuating sets of overlapping alliances of protean form, as sociologists have been inclined to see in high tech industries? (*e.g.*, Powell, 1996).

The answer, we suspect, is no. The increased flexibility offered by the new forms—which, in any case, does not represent a great leap beyond what could already be done in practice with the close corporation—will continue to be used largely by closely held firms. Publicly traded firms will continue to have the simple standard structure of ownership, control, and mandatory fiduciary duties.¹⁴ There is likely to be more sub partitioning of assets among classes of creditors than in the past. But there won't be much sub partitioning of earnings or control rights—of the type that was experimented with in tracking stock, for example—within any given publicly

13 Or «strong form affirmative asset partitioning» as we dubbed it in Henry Hansmann and Reinier Kraakman (2000).

14 In this regard, it is particularly interesting that the Delaware corporate law is the only legal regime retaining mandatory structural elements and mandatory fiduciary duties with substantive content. All other business entities arising under Delaware's statutes (*e.g.*, the LLC, LLP, LP, and business trust) permit their creators to opt out of all fiduciary duties except the duty of good faith—which seems to us to be no more than the minimum condition necessary to support long-term commercial commitments. Only a madman, it seems, would allow a business partner to contract out of the duty of good faith. We suspect this extraordinary latitude to sidestep fiduciary obligations is meant to appeal to sophisticated and heavily lawyered agreements creating closely-held entities, and for this reason do not require standard form structures or fiduciary duties. Public corporations, by contrast require simple standard forms to reduce the information costs of investors and enhance the liquidity of shares.

traded firm. Nor will closely held firms displace publicly traded firms as society's dominant producers of goods and services.

Of course, there may well be future changes in industrial and social technologies that will ultimately call for new forms of organization for productive enterprise that we have difficulty seeing today. Yet there have been large changes in these regards over the two millennia separating us from the Roman Republic, and we nevertheless organize our largest firms in a fashion that the Romans would apparently find familiar.

7. A matter of detail

Finally, there's the question of the level of detail at which one sees convergence. Just how will nomination of directors be handled? What is the proper balance between public and private enforcement of manager malfeasance? How will mergers and acquisitions be regulated to prevent either too much managerial discretion or too much abuse by majority shareholders?

The end of history essay carefully avoided saying anything specific about such matters. And with good reason. There will probably never be perfect homogeneity in the approaches taken to these issues, not only across jurisdictions but even within any given jurisdiction over time. This is not only because the political power of the various interest groups involved will remain in flux, but also because, even from a pure efficiency point of view, the best approach depends heavily on background factors such as the patterns of shareholdings and the nature of the shareholders, and these in turn are likely to adapt to the prevailing rules in ways that either undermine the effectiveness of those rules or, conversely, reduce the importance of the problem to which the rules were originally addressed. Indeed, one can see corporate law in general as effectively a delegation to the legislature and the courts of the continual reformation and reinterpretation, as circumstances and strategies change, of the indefinitely long-term relational contract among a corporation's shareholders, managers, and creditors that is constituted by the corporation's charter (see Hansmann, 2006b).

Of course, it might be said that this leaves most of the important and interesting debates within corporate law today untouched by our thesis. And, yes, that's not an unreasonable thing to say.

8. Some concluding reflections

When our original essay was published in 2001, it stirred up far more interest and far harsher criticism that we had anticipated. Some of the criticism—and perhaps the interest too—arose from misunderstandings. Many readers assumed that we identified the standard shareholder-oriented model with the widely-held American corporation as it came under increasing pressure to pursue shareholder interests. We did not. We always believed that ownership structures were partly endogenous

and partly responsive to the larger economic world in which they were situated. Our point was that the SSM was adaptable to all ownership structures, as long as shareholders as a class enjoyed identical claims on firm cash flows. Thus, non-exploitative, regulated controlling shareholder structures fell well within the SSM. We did not predict their disappearance in the U.S., much less in other jurisdictions. A second misunderstanding understood us to claim that the SSM as implemented would be optimally efficient. Quite the contrary. We always assumed that the SSM as implemented would have a managerialist bias. Convergence is convergence, not convergence on optimal governance even by the criteria of the SSM.

Our principal goal was to illuminate what seemed to be obvious to us at the time and still seems obvious today: The SSM is the dominant ideology, or global normative standard, of corporate governance in this period, and is likely to remain so absent a cataclysmic event that reverses the economic progress of globalization. In particular, the SSM is more likely to succeed than the four most familiar alternatives: the labor-oriented model, the state-oriented model, the manager-oriented model, and the common phenomenon—if not the model—of controlling shareholders empowered to manage corporations free of strong legal protections for minority shareholders.

But this seems to us the easy part of analysis and prognostication. The more difficult part is to work out the details in implementing the SSM and continually re-adapting it to an ever-changing environment.

Bibliografía

Badian, E. (1972). *Publicans and sinners: private enterprise in the service of the Roman Republic*.

Becht, M., Mayer, C., & Wagner, H. (2008). Where do firms incorporate? Deregulation and the Cost of Entry. *14 J. Corp. Fin.*, 241.

Ferrarini, G. (2002). *Origins of limited liability companies and company law modernisation in Italy: a historical outline*. Centre for Law and Finance, Working Paper, N.º 5.

Fukuyama, F. (1992). *The end of history and the last man*.

Gilson, R., Pargendler, M., & Hansmann, H. (2011). Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the U.S., and the EU. *63 Stanford L. Rev.*, 475.

Goergen, M., Martynova, M., & Renneboog, L. (2005). Corporate governance convergence: evidence from takeover regulation reforms in Europe. Forthcoming. *Oxford Review of Economic Policy*.

Gregório, D., & Azevedo, S. (2009, August). Inspiration for the East: encouraged by the novo mercado's success, the Philippines and India create special listing tiers in their own stock exchanges. *Revista Capital Aberto*, 38.

Hansmann, H. (2006a). How close is the end of history? *31 Journal of Corporation Law*, 745-751.

Hansmann, H. (2006b). Corporation and contract. *8 American Law and Economics Review*, 1-19.

Hansmann, H., & Kraakman, R. (2000). The essential role of organizational law. *110 Yale L. J.*, 387.

Hansmann, H., & Kraakman, R. (2001). The end of history for corporate law. *89 Georgetown Law Journal*, 439-468.

Hansmann, H., & Kraakman, R. (2004). The end of history for corporate law. In J. Gordon & M. Roe (Eds.), *Convergence and persistence in corporate governance*. UK: Cambridge University Press.

Hansmann, H., Kraakman, R., & Squire, R. (2005). The new business entities in evolutionary perspective. *Illinois L. Rev.*, 5.

Hansmann, H., Kraakman, R., & Squire, R. (2006). Law and the rise of the firm. *119 Harv. L. Rev.*, 1335.

Kamar, E. (2005). Beyond competition for incorporations. 11-27. (ECGI Working Paper, 2005).

Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2011). Does eliminating the Form 20-F Reconciliation from IFRS to U.S. GAAP have capital market consequences? *Forthcoming. J. Accounting and Econ.*

Kraakman, et al. (2009). *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2nd ed. UK: Oxford University Press.

Malmendier, U. (2005). Roman shares. In W. Goetzmann & K. G. Rouwenhorst (Eds.), *The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets* (pp. 31-42). UK: Oxford University Press.

Milhaupt, C. (2005). In the shadow of Delaware? The rise of hostile takeovers in Japan. *Colum. L. Rev.*, 2171.

Powell, W. (1996). Inter-organizational collaboration in the biotechnology industry. *152 J. Institutional & Theoretical Econ.*, 197.

Rajan, R., & Zingales, L. (2003). The great reversals: the politics of financial development in the 20th Century. *69 Journal of Financial Economics*, 5.

Schmidt, F., & Gorton, G. (2004). Capital, labor, and the firm: a study of German codetermination. *2 J. European Econ. Assoc.*, 863.

Squire, R. (2011). Strategic liability in the corporate group. *78 University of Chicago Law Review*, 605.

Weng, C. X. (2012). Lifting the veil of words: an analysis of the efficacy of Chinese takeover laws and the road to the harmonious society. *Forthcoming. 24 Columbia J. Asian Law*.

Derecho de sociedades en el Perú y España: materiales para una comparación

José Miguel Embid Irujo

1. Sentido y utilidad de la comparación jurídica. El ejemplo del derecho de sociedades

La comparación es uno de los instrumentos preferidos por los juristas, desde luego, para el progreso del derecho, si cabe hablar en estos términos, pero también, aunque pueda parecer paradójico, para comprender e interpretar mejor el propio ordenamiento. En verdad, no hay aquí paradoja y sí, más bien, el recurso, tan socorrido, a la experiencia ajena cuando nos cuesta encontrar el camino hacia nuestros objetivos o, quizá más filosóficamente, el sentido de nuestra tarea. En tal sentido, la comparación jurídica (fórmula que prefiero a la más equívoca, pero también más habitual, de «derecho comparado») es, si se lleva a cabo correctamente, uno de los mejores recursos con los que cuenta el jurista para cumplir los fines que le son propios. A tal efecto, hay que elegir bien los ordenamientos ajenos (porque toda comparación presupone necesariamente esta circunstancia), dedicar algo de tiempo a conocerlos y, de ser posible, ampliar la lectura de la austera prosa positiva con el estudio de la doctrina más relevante y, en su caso, de la jurisprudencia.

En España y, más específicamente, en lo que se refiere al derecho de sociedades, la comparación jurídica constituye técnica habitual de los juristas interesados en dicha materia. Y aunque el modo de proceder se haya mantenido constante a lo largo de las últimas décadas, no puede decirse lo mismo de los «elementos estructurales» utilizados para la comparación, es decir, los ordenamientos ajenos (pero también el método comparativo propiamente dicho, aunque de eso no hablaremos ahora). Fue habitual el recurso al derecho francés, al italiano y, por los más versados en lenguas, ha sido común el prestar detenida atención al derecho alemán. La posterior formación de un auténtico derecho de sociedades en la Unión Europea convirtió a este singular ordenamiento en centro de la comparación, entre otras cosas porque, cuando se produjera la deseada incorporación de España a dicho organismo supranacional, sería preciso adaptar el derecho propio al europeo.

Con todo, la pertenencia de España a la Unión Europea no ha traído consigo la supresión del derecho nacional en materia de sociedades; no se trata de un fenómeno excepcional, ya que lo mismo sucede, por la propia naturaleza de la integración jurídica europea en el resto de los Estados miembros. Subsiste y con gran relieve una amplia y compleja normativa societaria de carácter nacional, sometida en su

evolución, desde luego, al propio desarrollo del derecho europeo de sociedades llevado a cabo, como es sabido, mediante la peculiar fuente del derecho europeo que son las directivas. Pero en esa evolución también influyen los designios del respectivo legislador nacional, naturalmente en el marco de disponibilidad que el ordenamiento europeo permite. Por ello, y como el fenómeno es naturalmente general en todos los Estados miembros de la Unión Europea, la comparación con los antes citados ordenamientos sigue teniendo sentido y sigue, por lo tanto, realizándose, como puede deducirse con facilidad de la frondosa bibliografía societaria existente en la actualidad.

Ahora bien, y sin perjuicio de lo que antecede, el derecho de sociedades en Europa no solo es tributario de los criterios y principios formulados en los países pertenecientes al círculo del *civil law*. Desde hace ya años se han incorporado otros círculos jurídicos, sobre todo el propio del *common law*; en este ámbito, además, corresponde al derecho de los Estados Unidos un papel de extraordinario relieve para llevar a cabo la tarea comparativa, por la decidida influencia que sus principales orientaciones están teniendo en la configuración del derecho de sociedades en Europa. En muchas ocasiones, esa comparación no es tal, sino que se limita a ser, por desgracia, mera recepción de figuras y técnicas ensayadas en el derecho norteamericano de sociedades, o auténticos «trasplantes», como se dice desde hace tiempo mediante el recurso a la metáfora médica. Se trata de una «operación» jurídica arriesgada, sobre todo si no se conoce bien la experiencia de la figura en cuestión en el ordenamiento «exportador», desde luego; pero resulta igualmente complicada si no se tiene en cuenta la naturaleza específica del ordenamiento «importador», por lo que, desde una perspectiva o desde la otra, en demasiadas ocasiones el resultado del «trasplante» jurídico es más problemático que útil.

Hay una asignatura pendiente en la comparación dentro del derecho de sociedades por lo que se refiere a la experiencia española; consiste en dar cauce al conocimiento de la normativa y la doctrina societaria de los países iberoamericanos, cuya amplitud, riqueza y variedad exige tomar buena nota de lo que en cada ordenamiento pueda suceder. Ejemplos recientes, como la experiencia de la sociedad por acciones simplificada en el derecho colombiano (últimamente reproducida en Argentina), son una buena base para ello; con mayor antigüedad, la regulación de los grupos de sociedades en el derecho brasileño, o la elaboración de normas societarias por organismos supranacionales, requieren mucha mayor atención y son susceptibles de producir efectos positivos. He hablado en ocasiones del «círculo jurídico iberoamericano», seguramente más como deseo que como auténtica realidad; creo, en todo caso, que sería extraordinariamente fructífero que avanzáramos todos los interesados en el derecho de sociedades, cualquiera fuera nuestro país de origen, por la vía de la comparación en el citado círculo jurídico, tal y como brevemente he pretendido esbozar aquí.

2. Pautas para la comparación jurídica en el derecho de sociedades entre el Perú y España

2.1. Premisa

Intentaré en la presente ocasión dar algún paso en el marco de los objetivos que acabo de trazar, esbozando algunas líneas de comparación entre el derecho de sociedades del Perú y de España. No es grande mi conocimiento del derecho peruano en esta materia, si bien he intentado superar ese inconveniente de partida con la lectura y el análisis atento de la Ley 26887, General de Sociedades, donde reside, si no me equivoco, el grueso del derecho de sociedades en el Perú.

Esta extensa Ley, como sus equivalentes en derecho español, contemplan la disciplina jurídica que nos ocupa en toda su compleja y multiforme dimensión; por tal motivo, y para que la comparación entre las normas de nuestros respectivos países pueda llevarnos a algún resultado concreto, me limitaré a considerar los asuntos esenciales, marginando por razones obvias los muchos detalles que respecto de ellos encontramos en las normas societarias tanto peruanas como españolas.

2.2. La técnica de ordenación normativa del derecho de sociedades

A) Derecho firme

Salta a la vista en este plano la primera diferencia importante entre nuestros dos ordenamientos societarios. Por un lado, si no me equivoco, en el Perú el derecho de sociedades sigue, en su ordenación normativa, la técnica que podríamos llamar de la concentración o la unificación, en tanto que el derecho español es un ejemplo de disgregación en cuanto a las fuentes y, por tanto, de formación sucesiva, eso sí sin un plan preciso de política jurídica y de política legislativa.

Es posible encontrar pros y contras a este diferente modo de legislar. Pero seguramente estaremos de acuerdo en que la mejor regulación (o, si se prefiere, la menos mala) es aquella que responde a un *plan*, es decir, a una previsión racional que intenta conjugar armónicamente todos los elementos de un conjunto complejo de manera que haya «orden y concierto» en su tratamiento. Si, como sucede en el derecho, ese conjunto complejo no se concibe en sí mismo sino para ser aplicado, se entenderá mucho mejor el indudable valor que ha de atribuirse a la regulación pensada con un criterio directivo y ordenador único.

De entrada, resulta obligado, por tanto, reconocer la superioridad de la regulación peruana desde el punto de vista de la técnica legislativa al concentrar en un solo texto el amplio conjunto de materias a las que damos el nombre de «derecho de sociedades». Por lo que se refiere al derecho español, la situación es muy otra. Para empezar, y lo menciono para quien no esté versado en él, debemos tener en cuenta la separación del derecho de sociedades en dos cuerpos normativos básicos como son el Código de Comercio, donde se situó desde su entrada en vigor en el siglo XIX la regulación de las sociedades mercantiles, y el Código Civil, donde todavía encontramos la regulación de las sociedades civiles.

No voy a dibujar ahora las diferencias, no siempre fáciles de trazar, entre esos dos grupos de entes de base asociativa (las sociedades civiles y las sociedades mercantiles) que permiten comprender, de manera casi plena, el repertorio de personas jurídicas integrantes del derecho de sociedades. Con todo, es lo cierto que cuando decimos «sociedad civil» estamos aludiendo a una figura concreta; en cambio, la fórmula «sociedad mercantil» es, más bien, una categoría conceptual y, en cierto sentido, también legal (aunque, más precisamente, el Código de Comercio español hable de «contrato de compañía» o de «compañía mercantil»).

En cualquier caso, el paso del tiempo mostró en seguida la insuficiencia e inadecuación de la regulación contenida en el Código de Comercio español, si bien hizo falta más de medio siglo para que las formas y tipos societarios más frecuentes en la realidad empresarial española, es decir, las sociedades de capital (sobre todo la sociedad anónima, en menor medida, la limitada), encontraran una regulación específica y, en buena medida, adecuada, que el Código no proporcionaba. Me refiero a las primeras leyes específicas o independientes en la materia: la de 1951, sobre las sociedades anónimas, y la de 1953, sobre las sociedades de responsabilidad limitada. Con diversas circunstancias, y completadas por el Reglamento del Registro Mercantil —norma de considerable importancia, no obstante su rango reglamentario—, estas leyes se mantuvieron prácticamente incólumes hasta el ingreso de España en la Unión Europea, circunstancia que obligó a una intensa labor de adaptación, pero también de reforma, en el derecho de sociedades nacional.

El caso es que, tras ese importante acontecimiento, se mantuvieron como «leyes especiales», pero sensiblemente reformadas, la Ley de Sociedades Anónimas (ahora de 1989) y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (con una importante modificación en 1995, que supuso, prácticamente, una regulación de nueva planta). No parece necesario reiterar que el Código de Comercio seguía vigente, aunque su contenido fuera en ese momento de limitado alcance (algunas normas generales, de no fácil interpretación, y la regulación de las sociedades de personas). La idea de superar el tratamiento normativo separado de las sociedades mercantiles de capital, buscando su ordenación conjunta (repito las más frecuentes en la práctica, con predominio, desde el ingreso en la Unión, de la limitada), se logró finalmente en 2010, con la vigente Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC) reformada en varias ocasiones, la última y más importante, en 2014.

Este último es el texto legislativo al que conviene prestar más atención si se quiere profundizar en el conocimiento del derecho de sociedades en España. Ello es así a pesar de que, como su nombre indica, no se trata, a diferencia del derecho peruano, de una ley general de sociedades, desde luego mercantiles, porque falta la regulación de las sociedades de personas; pero, precisamente por tratarse de sociedades mercantiles (de capital), nada hay en la LSC relativo a las sociedades civiles. Ha pasado a formar parte de su contenido, no obstante, la sociedad comanditaria por acciones, que se configura como una anónima un tanto singular, a pesar de su práctica inexistencia en la práctica empresarial española.

Se trata de una ley muy amplia y detallada, en la que resulta notoria la huella del derecho europeo de sociedades, como regulación «en marcha»; y es que la Unión Europea sigue aprobando textos, directivas, sobre todo, que han de ser «trasladadas»

(o «implementadas», de acuerdo con la terminología predominante) al derecho de los Estados miembros. También resulta evidente en la LSC (y en sus sucesivas reformas) la propia tradición española, así como el reflejo de instituciones y técnicas surgidas en otros ordenamientos. No se ha llegado a establecer, sin embargo, una plena regulación común a todas las sociedades de capital, aunque se ha avanzado mucho en este sentido; no obstante, la anónima y la limitada (las figuras más relevantes en la práctica empresarial española, eso sí, con significación tipológica distinta), conservan en buena medida una regulación especial.

Con todo, la arraigada tradición de la especialidad reguladora en el derecho español, sin perjuicio de la vigencia, cada vez más formal que material, del Código, se intentó superar gracias a diversos procedimientos: bien un *Código de las Sociedades Mercantiles*, cuyo proyecto se presentó públicamente en 2002, y que no llegó a convertirse en norma vigente, bien un *Código Mercantil* de nuevo cuño, presentado en 2014, como proyecto del Gobierno entonces existente, que, por desgracia, duerme desde entonces «el sueño de los justos». Y digo por desgracia porque en ese proyecto de Código —que derogaría, de entrar en vigor, el actual Código, cuya vigencia tiene, si se mira bien, algo de ficticio— contenía una completísima regulación de las sociedades, eso sí, de las mercantiles, que suponía un decidido impulso a la racionalización del sistema y a la integración de las distintas piezas. Dada la precaria situación política, sin mayoría parlamentaria suficiente, del actual Gobierno español, no parece realista pensar en que se retome este proyecto, al menos a corto plazo.

Por lo tanto, desde lo que pudiéramos llamar la «arquitectura ordenadora» de la regulación correspondiente al derecho de sociedades, nada hay, en mi criterio, que pueda enseñar el derecho español al peruano; sin perjuicio de las posibles reformas o cambios que puedan introducirse en la Ley 26887, la enseñanza iría, decididamente, en sentido contrario.

B) Derecho blando (*soft law*)

No solo de normas jurídicas vinculantes se compone hoy el derecho de sociedades, aunque en el apartado anterior me haya referido exclusivamente a las de carácter central y básico; es evidente, por ello, que desde la perspectiva del derecho firme habría que incluir muchos otros preceptos contenidos, tanto en el Perú como en España, en regulaciones de rango inferior. En todo caso, tanto unas como otras constituyen esto que llamamos «derecho firme», lo que significa, para la gran mayoría de los juristas, el derecho por antonomasia; y ello con independencia de que además de normas imperativas también encontramos, y en gran medida, normas de derecho dispositivo, cuya vigencia o, mejor, efectividad, puede ser soslayada por el recurso a la libertad contractual.

En los últimos tiempos, con todo, hay que aludir a lo que se viene llamando «derecho blando» (*soft law*), entendiendo por tal el conjunto de formulaciones no vinculantes que, con carácter oficial o simplemente privado, se encuentran «en vigor» (si vale la fórmula) dentro de apartados concretos del derecho de sociedades, sin carácter general, por tanto, frente a lo que acabamos de ver en el ámbito del derecho firme. Este fenómeno es, como resulta notorio, de mayor amplitud que el

estricto terreno societario, y constituye un fenómeno que interesa, con distinto alcance, a numerosas ramas del derecho e incluso tienen una significativa dimensión de filosofía jurídica, sin que quepa ahora referirse a estos interesantes asuntos, por caer fuera de nuestro tema.

En lo que ahora interesa, el derecho blando se ha concentrado en los llamados «códigos de buen gobierno», es decir, en aquel conjunto de recomendaciones que, por influencia de los Estados Unidos, sobre todo, se ha dictado desde diversas instancias, según los países, para contemplar situaciones referidas, en lo esencial, al gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Como también es sabido, carecen, por su propia naturaleza, de valor vinculante y, eso sí, obligan a la sociedad que no los siga en su funcionamiento cotidiano a explicar al mercado la razón de esa falta de seguimiento (es la conocida regla *comply or explain*).

No podemos entrar ahora en el análisis de esta importante normativa, si bien parece necesario destacar que la singular naturaleza del derecho blando constituye una de las referencias habituales para explicar la intensidad de la crisis económica que ha afectado recientemente a casi todo el mundo y cuyas secuelas son todavía perceptibles en numerosos países. Se ha hablado, en este sentido, de *defectos en el gobierno corporativo*, buena parte de los cuales se han debido, precisamente, a la técnica reguladora, en la que ha predominado el derecho blando. Quizá por esta razón en muchos países numerosas recomendaciones sobre la materia han terminado pasando al derecho firme; así ha sucedido en España, mediante la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, que reformó la LSC en numerosas cuestiones, la mayor parte de ellas situadas en la esfera del gobierno corporativo.

No parece posible prescindir, por el momento al menos, del derecho blando, si pensamos, esencialmente, en las sociedades cotizadas. De códigos desprovistos de carácter vinculante se habla, por otra parte, en numerosas vertientes del derecho de sociedades y también de sujetos que, sin ser sociedades, resultan operativos en el mercado (como las fundaciones). Por ello, vengo pensando desde hace tiempo en la necesidad de conjugar ambas perspectivas a la hora de comprender y aplicar el derecho de sociedades de nuestro tiempo, sin perder de vista, claro está, la distinta naturaleza de sus normas (de derecho firme y de derecho blando); conviene, en todo caso, destacar la utilidad de este último para, tal vez, entender mejor algunas cláusulas básicas de nuestra disciplina, como el interés social, o dar cauce a figuras, como los grupos de sociedades, apenas regulados por el derecho firme.

Pienso que, en resumen, el derecho blando desde la perspectiva societaria constituye, si se me permite la fórmula, una suerte de «moralidad corporativa» que ha recibido una cierta positivación. En la tradicional relación entre moral y derecho, un capítulo clásico en la reflexión de los juristas (y que va más allá, claro está, del derecho de sociedades), encontramos ahora un planteamiento relativamente original, desde nuestra disciplina. Además de que en los códigos de buen gobierno se recogen esos preceptos morales, de alcance corporativo, interesa destacar la comunicación fluida que existe entre aquellos y las leyes del derecho firme; el ejemplo español lo pone de manifiesto al recoger la reforma de la LSC llevada a cabo en 2014, y a la que me acabo de referir, buena parte de las recomendaciones contenidas en el código de buen gobierno anterior al vigente.

Diríamos, en conclusión, que el derecho blando, como conjunto de propuestas morales, constituye un privilegiado ámbito de experimentación para apreciar su calidad y, sobre todo, su conveniencia. Con arreglo al criterio de «ensayo o error», puede servir el *soft law*, y sus distintas recomendaciones, como banco de pruebas para determinar qué pueda ser elevado a la categoría de derecho firme y qué haya de ser excluido. En todo caso, este camino, aparentemente de ida, pero no de vuelta, no se opone a la propuesta de consideración conjunta antes efectuada, aunque venga a añadir un dato empírico de extraordinario relieve.

No conozco la experiencia peruana en la materia, y por ello me he permitido exponer con cierto detalle cuestiones que afectan al derecho español en la medida en que pudieran tener alguna utilidad para la evolución del derecho de sociedades en este país.

2.3. Tipicidad y tipología

A la hora de enunciar las figuras, las formas, las personas jurídicas (como queramos decir) que integran el derecho de sociedades, cabe apreciar, de entrada, una *gran similitud entre el derecho peruano y el derecho español*. Quizá ello se deba, al margen de que en aquel, como sabemos, también las sociedades civiles se regulan junto con las mercantiles a diferencia de lo que sucede en este, en mantenimiento estricto de la *tradición común* en la materia. Si no me equivoco, ambos ordenamientos han asumido de manera absoluta el legado que en la materia nos dejó la codificación, con el añadido posterior de la sociedad de responsabilidad limitada, figura de incorporación tardía en los dos, llevada a cabo concretamente en el pasado siglo.

Por lo tanto, el repertorio de figuras disponibles en los dos ordenamientos es el mismo, aunque, como es natural, no sea idéntico el papel que en la realidad empresarial corresponda a cada una de ellas. Ya he advertido de la importancia en España de las sociedades de capital (anónima y limitada), y añado ahora la pérdida casi absoluta de relieve de las sociedades de personas (colectiva y comanditaria simple). Se trata de un fenómeno relativamente común desde una perspectiva comparada, aunque hay países —por ejemplo en Europa, Alemania e Italia— donde, por razones diversas, estas sociedades sobreviven todavía, aun con limitaciones, en un estado que podríamos llamar «puro». Con todo, si se mira bien la realidad societaria de dichos países, en particular Alemania, dicha supervivencia resulta posible gracias a las «mezclas» derivadas de la libertad contractual, en las que sobre un fondo personalista se superponen elementos característicos de las sociedades de capital.

No sé si es este el caso del Perú, aunque, a la vista de lo dispuesto en la Ley 26887, tiendo a pensar que la figura más frecuente en la práctica sea la sociedad anónima, como sucedió en España hasta su incorporación a la Unión Europea. Las otras figuras, los otros tipos societarios, regulados en el libro III de la Ley, incluida la limitada, parece que tienen en el Perú un valor más testimonial que efectivo. Es interesante, con todo, destacar una circunstancia contenida en la Ley 26887, y que muestra un fenómeno de máxima actualidad; al lado de la *tipicidad*, es decir, junto al reconocimiento de las figuras básicas, cabría decir universales, en el derecho de sociedades, se encuentra la *tipología*, o sea, la existencia de modulaciones de alguna

o de todas las figuras básicas, en cuya delimitación interviene desde luego el legislador, pero también la libertad contractual, de acuerdo con el ámbito de disponibilidad que le reconozca o pueda reconocer cada ordenamiento.

Me refiero a la acertada distinción, en sede de sociedad anónima (sección séptima del libro II), entre sociedad cerrada y sociedad abierta. Es claro que toda la normativa anterior será en principio aplicable a estas variedades tipológicas de anónima reconocidas en el derecho peruano. Pero es claro, al mismo tiempo, que se trata de figuras singulares (de «formas especiales» habla precisamente la Ley 26887), dotadas de específica autonomía. No hace falta ahora destacar los rasgos diferenciadores de una y de otra; en cualquier caso, se trata de una distinción susceptible de ser generalizada y que, si se mira bien, puede trascender y dejar sin sentido a la tipicidad.

A tenor de lo que antecede, la noción de «sociedad cerrada», por ejemplo, es susceptible de albergar a la sociedad anónima, cuando no se financie mediante el acceso a los mercados de valores y pretenda restringir la salida de socios (o, si se quiere ver desde el otro lado, el acceso de nuevas personas), y desde luego a la sociedad de responsabilidad limitada, figura esta, casi cabría decir «por naturaleza», de sociedad cerrada; al menos, así lo reconocía la derogada ley española de limitadas de 1995.

La sociedad abierta, por su parte, nos sitúa ante una modalidad societaria que se acerca más a un gran mecanismo de inversión y que, por ello mismo, supera en cierto sentido la tradicional *affectio societatis*, sustituyendo a la figura del socio interesado en la marcha de la sociedad por la del inversor. Este planteamiento, con todo, no se deduce con plenitud de lo dispuesto en el artículo 249 de la Ley 26887, que delimita la figura de una manera, por lo que conozco, original desde una perspectiva comparada. En parte coincide, y en parte no, con la sociedad cotizada existente en el derecho español y en otros ordenamientos. Con todo, la disciplina que posteriormente se establece en dicha Ley permite el acercamiento de ambas figuras, aunque la disciplina existente en España sea mucho más detallada que la vigente en el Perú.

Me permito llamar la atención sobre la cercanía sustancial existente entre el hecho de que el Perú haya tipificado en la Ley 26887 la distinción, bien conocida en numerosos países, entre sociedad abierta y cerrada, dentro de la regulación correspondiente a la sociedad anónima, y lo contenido en la exposición de motivos de la LSC. En esta se habla, quizá con planteamientos de futuro (no realizados hasta el momento en España), de la necesidad de asumir esta distinción como clave explicativa del entero derecho de sociedades, si nos referimos, como parece obligado en España (y creo que también en el Perú) a las sociedades de capital.

Para el legislador español, esa distinción supera la tradicional contraposición entre sociedad anónima y sociedad limitada, y soslaya la tipicidad en beneficio de la tipología. No se trataría, por tanto, de seguir manteniendo *sine die* los tipos societarios tradicionales, tal y como, en la mayoría de los países, se han configurado de acuerdo con lo que se pensó en la etapa codificadora; se trata, más bien, de regular lo que existe en la realidad, con el necesario margen de libertad y flexibilidad, que habrá de ser más amplio, claro está, a propósito de la sociedad cerrada, y más reducido, por obvias razones, en el caso de la sociedad abierta.

Para completar la reflexión sobre estas cuestiones en el marco de nuestros respectivos ordenamientos, me parece conveniente destacar un rasgo común que cabe deducir, en apariencia, de la normativa vigente en la actualidad. Tanto el derecho peruano como el derecho español, si bien aquel, aparentemente, en menor medida, han visto con poca simpatía las innovaciones en materia de tipología societaria. Frente a una corriente iniciada a finales del siglo pasado (recuérdese el caso de la sociedad por acciones simplificada del derecho francés), y que sigue bien viva en nuestros días, ambos ordenamientos han decidido mantener la orientación clásica, a salvo, quizá, de que en el derecho español se han introducido, en el presente siglo, dos supuestos originales en el tema que nos ocupa. Me refiero a dos modulaciones (no dos tipos nuevos) de la sociedad de responsabilidad limitada, que llevan por nombre, respectivamente, la *sociedad limitada nueva empresa* y la *sociedad limitada de formación sucesiva*.

Ambas figuras, de muy escaso éxito en la práctica (por diversas razones en las que ahora no puedo entrar), respondían a propósitos distintos: la primera, creada en 2003, intentaba ser la puerta de entrada de las nuevas tecnologías en el derecho español de sociedades, a propósito, precisamente, de la constitución societaria. La segunda, instituida en 2013, era un elemento más de lo que podríamos denominar «derecho de la crisis», e intentaba facilitar la constitución de la sociedad limitada, prescindiendo del requisito, bien que no muy exigente, del capital mínimo oficialmente establecido para dicha figura (3000 euros).

Esta última orientación, con todo, se ha revelado en apariencia innecesaria, y la buena marcha económica de los tres últimos años ha restringido enormemente su aplicación, ni tan siquiera útil para las microempresas. Por lo que se refiere a la primera, el legislador español ha ido mejorando el régimen de la llamada constitución telemática, de manera que no hace falta adoptar la figura de la sociedad limitada nueva empresa para poder utilizar tal mecanismo, mediante el cual es hoy común que se funden en España numerosas sociedades limitadas, sobre todo, consiguiendo su personalidad jurídica en 24 horas.

Hay en esta vertiente, por tanto, una importante reflexión para nuestros dos ordenamientos. Por un lado, una *cuestión de orden general*, el empleo de las *nuevas tecnologías* (no solo en la constitución, claro está, aunque esta materia sea decisiva) en el ámbito del derecho de sociedades, que parece una necesidad imparable. No veo en el artículo 5 de la Ley 26887 referencia alguna a este asunto y sería urgente, en el caso de que no haya otras normas que se ocupen del asunto, la pronta reflexión (y regulación, en su caso) de tan importante asunto. En este terreno de las nuevas tecnologías, convendría que la Ley se refiriera a la posibilidad de que las sociedades crearan su propia *página web* como elemento de información y comunicación con los socios (a los efectos, por ejemplo, de la convocatoria de las Juntas). Nada de esto veo en el artículo 43 (relativo a las publicaciones) de la Ley 26887. Remito, en tal sentido, a los artículos 11bis-11 quater LSC. Una referencia a posibles documentos electrónicos se encuentra en el artículo 47 («emisión de títulos y documentos») de la Ley 26887.

Por otro lado, parece ineludible afrontar el debate de si es necesaria, o puede serlo, una *forma jurídica simplificada*, en la línea del derecho francés o, desde la

perspectiva iberoamericana, del derecho colombiano, tan exitoso, o del reciente derecho argentino (más intervencionista, dicho sea de paso). Son muchas las perspectivas que han de considerarse a la hora de adoptar un punto de vista firme en dicho asunto, y no es la menor la existencia, en su caso, de un elevado grado de *informalidad empresarial*, como consecuencia de la inadecuación de la tipicidad clásica para encauzar la actividad económica de las microempresas o de aquellos operadores económicos desprovistos de los rasgos habituales en la materia, al menos en otras épocas. Este era el caso de Colombia, si no estoy mal informado, a cuyo encauzamiento ha contribuido en alto grado la sociedad por acciones simplificada. Quizá en el Perú la situación no sea demasiado diferente.

2.4. La posibilidad de la sociedad unipersonal

Una cuestión ya resuelta hace tiempo en España, como consecuencia, entre otras cosas, de la transposición del derecho europeo de sociedades, es la relativa a la sociedad unipersonal. El asunto, como es bien sabido, viene de muy lejos y hay ya propuestas a comienzos del siglo XX encaminadas a dar cauce a la figura que nos ocupa, sobre la base, esencialmente, de buscar alguna forma para que el empresario individual vea reducida su responsabilidad (en principio universal, según es notorio).

Al margen de otras posibilidades (la empresa/el empresario individual de responsabilidad limitada, admitida también en el derecho español desde 2013, sin apenas recorrido práctico, así como en otros ordenamientos, en Europa y América), la idea de la sociedad unipersonal no constituye hoy problema, desde luego legislativo, pero tampoco dogmático. Fue objeto de intensa discusión a lo largo del siglo XX por plantear un debate sobre una cuestión aparentemente imposible, desde el punto de vista lógico: ¿cómo puede admitirse que una sociedad tenga un solo socio, sobre todo desde el momento mismo de su constitución? Existía, también desde antiguo, la conocida excepción a favor del sector público con motivo del ejercicio de actividades empresariales mediante figuras de derecho privado, como las sociedades mercantiles.

De esta idea se sigue haciendo eco el artículo 4 («Pluralidad de socios») de la Ley 26887, cuando exige, excepto en el caso del Estado y otros supuestos señalados expresamente por la Ley, pluralidad de socios (al menos dos, como indica el primer párrafo del precepto) en el momento de constitución de la sociedad. Queda claro, entonces, que la sociedad anónima (y, por extensión, todas las demás) solo puede constituirse por dos socios, como mínimo; si en el curso de su funcionamiento esa pluralidad mínima se redujera, de modo que, entiendo, un socio acumulara todas las acciones en su mano, sin reconstituirse en el plazo de seis meses (la llamada *spes refactionis*), la sociedad quedará disuelta de pleno derecho.

Una reforma adecuada de la Ley 26887 sería aquella que permitiera la sociedad unipersonal (no solo en el caso de la anónima, pues también debería extenderse a la limitada) tanto desde la fundación como con posterioridad a ella, en el caso de que se hubiera constituido con, al menos, dos fundadores. Hablamos, así, de *sociedad unipersonal originaria* y *sociedad unipersonal sobrevenida*. Esta propuesta creo

que sería beneficiosa para el derecho de sociedades del Perú y no ha de suponer problemas específicos por razón de la unipersonalidad; no debe entenderse que sea un instrumento para el fraude, y sí, al contrario, una fórmula idónea para la organización de las actividades empresariales, con especial relieve en el caso de los grupos de sociedades. Pueden servir como ejemplo de su régimen jurídico, inevitablemente breve, los artículos 12-17 LSC.

2.5. Sobre la libertad contractual en el derecho de sociedades

Uno de los temas que más tinta ha hecho correr en los últimos años, dentro del debate doctrinal y también práctico en materia de sociedades, se refiere al papel que la libertad contractual pueda jugar en dicho ámbito; por supuesto, desde un punto de vista genérico, pero también de manera específica, según el tipo concreto de sociedad de que se trate. Como es natural, todos los ordenamientos, desde luego el peruano y también el español, sitúan al derecho de sociedades en la órbita del derecho privado, y por tal razón la libertad contractual o, si preferimos otra denominación, la autonomía de la voluntad, tiene un amplio papel en el nacimiento, organización y desarrollo de las sociedades.

Con todo, el tema va más allá de estas elementales formulaciones y al hilo de debates recientes, sobre todo impulsados por el análisis económico del derecho, se ha postulado un uso casi irrestricto de la libertad contractual y el consiguiente decaimiento de las normas imperativas en el derecho de sociedades. Esta orientación, con sus matices, naturalmente, se ha plasmado en el uso amplísimo del término «autorregulación» en la doctrina societaria, el cual, unido a la eficiencia, se encuentra en la base de buena parte de las ideas que han ilustrado la reflexión internacional sobre el derecho de sociedades en los últimos años. La crisis económica ha impulsado una intensa reacción al respecto y no parece que las normas imperativas hayan desaparecido de la normativa societaria, si bien por diversos caminos se ha intentado acentuar el relieve de la libertad contractual; sin perjuicio todo ello, claro está, del derecho blando, al que ya hemos referencia.

Parece claro, con todo, que las normas imperativas han mantenido su relieve en diversos sectores de nuestra disciplina, como, en particular, el relativo a las sociedades cotizadas. El debate se encuentra, con todo, en la «cantidad» de libertad contractual que pueda admitir un sector del derecho como el que nos ocupa. Hay que tener en cuenta, desde luego, la aplicación de las normas, los instrumentos (por ejemplo, el Registro Mercantil) relevantes para su formulación y relieve práctico, así como el papel final de la Jurisprudencia. Y, quizá de manera paradójica, sucede que las nuevas tecnologías, al menos en la fase fundacional, pueden reducir el alcance de la libertad contractual; piénsese que para lograr el fin principal que con la constitución telemática se pretende (adquisición inmediata de la personalidad jurídica) hace falta recurrir a formularios preestablecidos, prescindiendo prácticamente de la autonomía de la voluntad a la hora de delimitar el contenido de los estatutos.

Esto es claramente así, tal y como se deduce de la práctica española, lo que a ciertos niveles (microempresas, pymes) reduce sensiblemente el valor diferenciador de los estatutos, convirtiéndolos en *documentos clónicos* sin especial relieve jurídi-

co (o, quizá mejor, sin particular utilidad para la situación concreta de intereses de una sociedad determinada). Seguramente la autonomía de la voluntad buscará sus caminos, y los llamados *pactos parasociales*, o convenios entre socios (a los que se refiere el artículo 8 de la Ley 26887) parecen a tal efecto el camino idóneo. Quizá conviniera profundizar en la regulación de estos pactos, lo que tampoco hace el derecho español, que se contenta con afirmar la inoponibilidad a la sociedad de los así llamados «pactos reservados», artículo 29 de la LSC, salvo en lo relativo a las sociedades cotizadas, como se deduce de lo dispuesto en los artículos 530-535 de la LSC.

2.6. Cuestiones de gobierno corporativo

A) Junta General

Aunque se suele hablar de gobierno corporativo en relación exclusiva con los administradores, siguiendo así la tendencia inicial en la materia, hace ya tiempo que la Junta General, su organización, sus competencias, la posición del socio en conflicto de interés con la sociedad, entre otros asuntos, forman parte de ese «magma» amplio e impreciso que constituye el *Corporate Governance*. Así se deduce, entre otras cosas, del significado que corresponde a los temas indicados dentro de la estructura y el funcionamiento de la sociedad. Por otra parte, no ha de pensarse solo en el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas o abiertas, aunque a ellas se refieran, por lo general, los códigos de buen gobierno existentes en los distintos países, como sucede con el español de 2015, según ha habido ocasión de indicar.

También cabe hablar de gobierno corporativo a propósito de las sociedades cerradas, como confirma la práctica, desde luego, y la doctrina más atenta ha comenzado a estudiar con detenimiento. Es más, es en estas sociedades cerradas donde el *papel de la Junta adquiere mayor significación*, como auténtica clave de bóveda de todo el funcionamiento societario. En ella se darán, en su caso, los conflictos entre mayoría y minoría, a cuya solución atiende, entre otros extremos, la impugnación de acuerdos sociales por lesión del interés social, tal y como señala el artículo 139 de la Ley 26887.

Por tales circunstancias, habría que acentuar el perfil de la Junta General en el derecho peruano, asignándole, por ejemplo, *competencias en materia de gestión*, de modo que pudiera impartir instrucciones vinculantes a los administradores (directores), siempre que no lo prohibieran los estatutos, en la línea de lo dispuesto en el artículo 161 de la LSC. También sería recomendable dar algún relieve al *presidente de la Junta*, cuyo papel para que las reuniones sean auténticamente significativas y eficaces, superando el habitual formalismo, parece fuera de toda duda. Podría ser esta una materia propia de la libertad contractual, susceptible de ser recogida en los estatutos.

Entiendo conveniente regular con más detalle el *conflicto de interés del socio*, al que se refiere el artículo 133 de la Ley 26887 bajo el acertado título de «suspensión del derecho de voto». Podrían enumerarse algunos supuestos de cuya concurrencia cabría presumir *iuris et de iure* la situación de conflicto y la consiguiente suspensión del derecho de voto del socio en cuestión, en la línea de lo que se establece en el artículo 190 de la LSC. E, igualmente, cabría contemplar situaciones de conflicto que

no dieran lugar a esa suspensión, sin perjuicio de la posible consecuencia sancionatoria (o quizá solo negativa) que pudiera establecerse en tal caso. Se trata de un tema importante y que, sobre todo, puede afectar a las sociedades cerradas, aunque no puede excluirse, claro está, en las abiertas. Por supuesto, esta disciplina del conflicto (así como algunos temas anteriores, presidente, competencias en materia de gestión, etcétera) habrían de extenderse a otras sociedades de capital, como la limitada.

Por último, recomiendo considerar el *papel de las nuevas tecnologías en el desarrollo de la Junta*. Se trata de una materia relevante en cuestiones de asistencia y voto del socio, de interés para las sociedades abiertas, pero también y en gran medida para las cerradas.

B) Órgano de administración

Entramos en el núcleo del gobierno corporativo que el derecho peruano resuelve con sencillez, recurriendo a la *forma colegiada* (el directorio, artículo 153), cuyos miembros, los directores, son los administradores y representantes de la sociedad (artículo 172), y resultan elegidos por la Junta General. No obstante, el artículo 247 de la Ley 26887 admite la posibilidad de que no haya directorio, pasando las funciones de administración al gerente general. Salvo este importante matiz, da la impresión de que el directorio es la única forma posible de organizar la administración en el derecho de sociedades peruano.

No es clara la naturaleza de los *gerentes*, cuya existencia parece obligada en el derecho peruano y son designados, en principio, por el directorio, pudiendo serlo también por la Junta General. No estoy seguro de que nos encontremos ante un *modelo dualista* de administración social, al modo en que existe en Alemania, y no lo estoy porque los directores gestionan y representan a la sociedad y no solo supervisan a los gerentes, tal y como se deduce del artículo 172. Más parece que los gerentes, cuyas facultades han de venir consignadas en los estatutos, sin perjuicio de lo que señala el artículo 188, tengan una posición equivalente a la de un «factor»; utilizo este término en el sentido tradicional que se le atribuye en el derecho español, es decir, se trata de un apoderado dotado de amplios poderes para el ejercicio de la actividad de empresa, lo que se refleja, según creo, en el así llamado «gerente general» del derecho peruano.

Dicho de otro modo, los gerentes son ejecutivos, pero los administradores también, y el legislador peruano ha avanzado progresivamente en la equiparación de ambos, aunque, repito, solo son administradores los miembros del directorio, a pesar de que los gerentes también administren (o, quizá mejor, gestionen) la sociedad. Esta equiparación sustancial, incluso en temas de responsabilidad (siendo solidaria en algunos casos con los directores) plantea algunas dudas de comprensión del sistema de gobierno corporativo del derecho peruano.

A mi juicio, hay asimismo algunas asimetrías dentro de la Ley 26887; por ejemplo, el cargo de director ha de recaer siempre en persona natural (artículo 160), en tanto que el gerente puede ser una persona jurídica (artículo 193; adviértase, con todo, la generalidad de la expresión), sin perjuicio de que habrá de designar a una persona

natural para el ejercicio efectivo del cargo. Recuerda este criterio al derecho español, en el cual los administradores, cualquiera sea el sistema establecido para su organización, pueden ser personas jurídicas (artículo 212 bis de la LSC).

Es acertada la posibilidad de las *sesiones no presenciales* del directorio (artículo 169), así como el reconocimiento expreso de la figura del presidente, aunque nada se diga del funcionamiento efectivo del órgano colegiado y de las facultades y atribuciones de su presidente.

Con vistas a una posible reforma del sistema de administración social en el derecho peruano, creo que lo más urgente sería aclarar en realidad cuál es el *sistema deseable*, si uno monista, sin perjuicio de la delegación de facultades (artículo 174 de la Ley 26887), o si en realidad se prefiere un sistema dualista. Por diversas razones, al conocer las particularidades del derecho alemán (luego exportado, al menos en parte, al derecho francés y al derecho italiano), recomiendo por su mayor sencillez el monista, si bien abriendo sus posibilidades de organización: administrador único, administradores mancomunados, solidarios y directorio, pudiendo cada sociedad elegir el sistema que mejor le cuadre y pudiendo, a su vez, cambiar de modalidad sin que ello implique modificación estatutaria (cláusula estatutaria de administración alternativa). Los gerentes o factores serían meramente apoderados, sin perjuicio de que en el caso de los que tuvieran poder general se vieran equiparados en ciertos aspectos a los directores. Me parece igualmente recomendable que los administradores, en todo caso, puedan ser personas jurídicas.

Un asunto de gran interés, desde la perspectiva del gobierno corporativo, es el relativo a los *deberes de los administradores*. No voy a entrar en el tema de si el poder reside de hecho en ellos o si más bien corresponde a los socios a través de las Juntas. Dentro de la Ley 26887, encontramos algunas referencias en el artículo 175, sobre información fidedigna, así como en los artículos 179 (contratos, créditos, préstamos o garantías) y 180 (conflicto de intereses). Entiendo, con todo, que debería profundizarse, en una hipotética reforma, en los deberes (fiduciarios) de los administradores, es decir, diligencia y lealtad.

Las cuestiones que plantean ambos deberes son ciertamente numerosas, pero no podemos dejar sin considerar, al menos de manera sintética, algunos de sus aspectos principales. Es cierto que algunas normativas recientes, como la española, tras la reforma de 2014, quizá resulten demasiado detalladas y complicadas para lograr su más efectiva aplicación. Además, en este asunto hay que buscar cierto equilibrio entre las exigencias derivadas del cargo, incrementadas sensiblemente tras la crisis y por el relieve que en su desencadenamiento y duración tuvieron los conocidos defectos en el tratamiento del gobierno corporativo, por un lado, y, por otro, la necesaria protección de los administradores en el desempeño de sus funciones, evitando un camino de servidumbre y de inseguridad.

Parece necesario con todo determinar si cabe establecer la llamada *discrecionalidad empresarial* (de acuerdo con la terminología consagrada en el artículo 226 LSC), o *business judgment rule*, es decir, la posibilidad de presumir el comportamiento diligente del administrador en las operaciones estratégicas y de negocio, cuando se observen ciertas condiciones (buena fe, información suficiente, ausencia de interés personal y procedimiento adecuado de decisión, sin perjuicio de la necesaria mo-

tivación, aunque no venga mencionada en la citada norma). Del mismo modo es necesario que, en el marco de la lealtad, se plantee si cabe la dispensa de las obligaciones, en todo o en parte, derivadas de dicho deber y, en su caso, quién y de qué modo podría concederla (artículo 230 de la LSC).

También en este plano hay que referirse al importante asunto de la *retribución*. Veo que en el derecho peruano (artículo 166), a diferencia del derecho español (artículo 217 LSC), el cargo de administrador (director) es retribuido. La presunción de gratuidad en este último ordenamiento no impide reconocer que, por regla general, los estatutos suelen establecer cláusulas específicas de retribución a los administradores de las sociedades de capital españolas, mediante diferentes sistemas y modos, cuyo marco general establece el derecho positivo en una serie de preceptos de la LSC reformados mediante la Ley 31/2014.

No hace falta destacar aquí los problemas relativos a la retribución y al hecho de que, a través de este camino, se consume el traslado del poder de los socios a los administradores, y que, asimismo, se ponga en peligro la estabilidad financiera y la misma solvencia de la sociedad. Creo, por ello, que la disciplina contenida en el artículo 166 de la Ley 26887 es insuficiente y debería introducir pautas de control, en la línea, por ejemplo, de lo dispuesto en el artículo 217, 4, de la LSC (importancia de la sociedad, concreta situación económica, estándar del mercado de empresas comparables). Habrá de tenerse en cuenta, además, la rentabilidad y la sostenibilidad.

Queda, por último, un tema hoy sumamente sensible derivado de la perspectiva de género a la que se apela con tanta frecuencia en los últimos tiempos y que en nuestro campo se refiere a lo que la Ley Orgánica de Igualdad en España (Ley 3/2007, de 22 de marzo) llama la «presencia equilibrada» de hombres y mujeres en el órgano de administración. El tema es propicio a todo tipo de consideraciones y solo indicaré que interpretando esa ley y la referencia en su artículo 75 a dicha presencia en los consejos de administración de las sociedades de mayor dimensión entendí que allí se establecía una *obligación de medios* y no de resultado. Es decir, se imponía a la sociedad la observancia de un cierto nivel de diligencia para conseguir el resultado de equiparación pretendido; pero si este no se lograra, por otras circunstancias, manteniéndose constante la diligencia, no debería considerarse incumplida la obligación de «procurar» la presencia equilibrada de hombres y mujeres en el consejo. Por otro lado, se sugiere contemplar este asunto por la vía de las recomendaciones propias de los códigos de buen gobierno, lo que se observa en el derecho español, a través del código de 2015.

2.7. Integración empresarial y grupos

Quiero referirme a un último asunto en el que pocas diferencias hay entre el derecho español y el peruano; me refiero a la regulación de las uniones de empresas y, en particular, de los llamados grupos de sociedades, cuestión que afecta a numerosas sociedades, que tienen la característica común de ser independientes jurídicamente, estando sometidas, a la vez, a una dirección unificada ejercida por la entidad (por lo común, una sociedad, aunque no siempre) que domina en esa *estructura empresarial articulada* que es el grupo.

Como es bien sabido, el grupo no tiene personalidad propia, sino que la tienen sus sociedades integrantes, y el problema principal reside en una contraposición de propósitos no fácil de armonizar por el derecho: por un lado, dar cauce a la realización del interés del grupo, de manera que se constituya una empresa eficiente para realizar el así llamado «interés del grupo»; por otro, proteger a los colectivos susceptibles de experimentar perjuicio por la supremacía del interés del grupo frente a los intereses de las sociedades dominadas (esencialmente, socios minoritarios, acreedores y trabajadores de esas mismas sociedades, sin perjuicio también, en ocasiones, de los socios de la sociedad dominante). No parece razonable ver el grupo como una «estructura de peligro», pero tampoco se trata de facilitar en exceso y sin contrapartidas su organización y funcionamiento, por lo que resulta necesario contemplar un régimen equilibrado, aunque sea elemental, de esta nueva forma de empresa.

A pesar de diversos intentos (el último en el anteproyecto de código mercantil), no ha conseguido el derecho español regular satisfactoriamente el grupo desde la perspectiva societaria, que es la esencial, pues allí han de determinarse los aspectos básicos de constitución, organización y funcionamiento de dicha empresa. Hay, sí, normas sobre otras vertientes del grupo que inciden en sectores distintos del ordenamiento jurídico: aspectos tributarios, laborales o concursales, por ceñirnos a las materias de mayor relieve práctico. De lo que ahora interesa hay solo algunas normas desparramadas por la LSC y también en el Código de Comercio, en lo que se refiere a la consolidación contable del grupo.

Dos son, en esencia, las perspectivas existentes en el derecho comparado sobre el mejor modo de ordenar jurídicamente el grupo: la protectora, que acentúa la tutela de los colectivos antes enumerados, y la organizativa, para la que el asunto básico es la defensa y promoción del interés del grupo. Aunque sus defensores alegan buenas razones para su consideración exclusiva por parte del ordenamiento jurídico, parece recomendable buscar el mejor modo de compaginarlas. Se trataría, así, de hacer posible el ejercicio de la dirección unificada, dando lugar a un funcionamiento eficiente de la empresa de grupo, por un parte, a la vez que se formulan o establecen mecanismos compensatorios de los posibles perjuicios que alguna de las sociedades controladas pueda experimentar por su pertenencia al grupo. El ejemplo del derecho italiano, con la teoría de las ventajas compensatorias, y con el reconocimiento de algunos supuestos de derecho de separación a favor de los socios de las sociedades dominadas, representa un buen elemento de contraste y de análisis, frente a la más compleja regulación del derecho alemán.

Por lo que se refiere al derecho español, la Jurisprudencia está empezando a desbrozar el camino, ya que no lo ha hecho el legislador, y la doctrina está contribuyendo poderosamente a dicho fin. Destaca la sentencia del Tribunal Supremo de 11 de diciembre de 2015, sin perjuicio de otras que contemplan al grupo desde la vertiente concursal, como consecuencia de la crisis económica recientemente vivida.

Ese es el camino correcto, siempre que, claro está, no intervenga el legislador. Me consta el interés que hay en el Perú por los temas relativos a la organización y el funcionamiento de los grupos desde la perspectiva del derecho de sociedades, si bien, del mismo modo que en España, sería sumamente positivo conseguir una

regulación auténtica y efectiva de los mismos, con arreglo al planteamiento de equilibrio antes propuesto.

3. Consideraciones finales

La sintética exposición sobre el derecho de sociedades en el Perú y en España que acabo de formular no puede considerarse sino un esbozo aproximado de lo que sería una seria labor de comparación jurídica. Con arreglo a los distintos aspectos analizados en este trabajo, son muchos los factores de proximidad entre ambos ordenamientos susceptibles de promover reflexiones fructíferas para el mejor análisis y consiguiente aplicación de la normativa societaria en ambos países. A tal fin, como es lógico, resulta necesario profundizar en el estudio de las distintas cuestiones propias del derecho de sociedades, empezando por las de carácter básico —como se ha pretendido hacer aquí—, pues solo desde un tratamiento riguroso y dogmáticamente sólido puede la comparación jurídica ofrecer resultados valiosos.

Esa labor de análisis debería extenderse a la normativa societaria de lo que cabe denominar «círculo jurídico iberoamericano», donde, sobre todo en los últimos años, se han producido —y se vienen produciendo— interesantes novedades. Algunas de ellas han recibido ya cierta atención, si bien, por lo común, desde un planteamiento individualizado; más útil, aunque sin duda más costosa, es la orientación comparativa aquí propugnada, escasamente ensayada hasta el momento y para cuya realización disponemos de tantos elementos comunes en los países que formamos ese círculo.

La sociedad por acciones cerrada simplificada en el Perú*

*Alfonso Montoya Stabl***

1. Introducción

El 12 de septiembre de 2018 se publicó el Decreto Legislativo 1409, con el objeto de «[...] crear y regular un régimen societario alternativo de responsabilidad limitada para la formalización y dinamización de la micro, pequeña y mediana empresa denominado Sociedad por Acciones Cerrada Simplificada» (artículo 1). La creación de esta forma societaria se da en el marco de una tendencia regional a buscar la introducción de nuevas formas societarias generalmente orientadas a la pequeña empresa cuya constitución, estructura y operación sea sencilla, en el sentido de ajena a ciertos formalismos y reglas rígidas que solo tienen justificación para empresas más complejas.

Este artículo analiza la regulación de la Sociedad por Acciones Cerrada Simplificada (SACS) en el Perú. Nuestro análisis de la nueva forma societaria se centra inicialmente en los detalles de su regulación, con miras a determinar, en un segundo nivel de análisis, en qué medida es necesaria o conveniente la inclusión de la SACS en nuestro ordenamiento legal.

En relación con el análisis de la regulación específica de la SACS contenida en el Decreto Legislativo 1409 encontramos, además de algunas deficiencias conceptuales, la ausencia de elementos que diferencien a la SACS de la muy difundida sociedad anónima cerrada, salvo por la posibilidad de constituir las SACS a través de una plataforma digital prescindiendo de las formalidades notariales usuales. En un segundo nivel de análisis, concluimos que las necesidades que busca cubrir la SACS pueden ser resueltas con cambios normativos relativamente sencillos, que hacen totalmente innecesaria la introducción de esta nueva forma societaria en el Perú. La opción legislativa planteada por el Decreto Legislativo 1409 —según la cual se introduce una nueva forma societaria regulada por una ley especial como medida alternativa a optar por cambios específicos menores en la regulación societaria peruana existente— está marcadamente influida por limitaciones coyunturales, específicamente las limitaciones planteadas por la Ley 30823, ley de delegación de facultades legislativas que sustenta la promulgación del mencionado decreto legislativo.

* Este artículo fue recibido para su publicación el 12 de agosto de 2019.

** El autor agradece a Mariapaz Kirchner Zúñiga su asistencia en la elaboración de este trabajo.

En tal sentido, consideramos que la forma más conveniente de lograr los objetivos previstos en el Decreto Legislativo 1409, relativos al impulso del desarrollo productivo y empresarial de las micro, pequeñas y medianas empresas, es a través de la introducción, de manera general y no limitada a una forma societaria específica, de regulación que permita trámites de constitución social a través de plataformas digitales que prescindan de las formalidades notariales usuales. Adicionalmente, algunos cambios generales como permitir la unipersonalidad originaria y sobrevenida en las sociedades anónimas y sociedades comerciales de responsabilidad limitada, así como posibilitar el establecimiento de objetos sociales indeterminados, contribuirían decididamente a flexibilizar las formas societarias ya existentes, facilitando así su uso para emprendimientos empresariales que califican como micro, pequeña y mediana empresa.

Así, el camino de la regulación de la SACS a través de una norma especial es un camino coyuntural y asistemático dentro del ordenamiento societario peruano, que dista de ser el más conveniente.

A continuación nos referiremos someramente al desarrollo en Latinoamérica de la tendencia a legislar formas societarias simplificadas, poniendo especial énfasis en la Ley Modelo sobre Sociedad por Acciones Simplificada promovida por la Organización de Estados Americanos como una propuesta de armonización legislativa tendiente a fomentar el empleo de estas estructuras. En un siguiente acápite comentaremos la regulación específica de la SACS contenida en el Decreto Legislativo 1409, así como el contexto en el que se promulga esta norma y las discusiones existentes sobre su adecuación a la ley autoritativa que sustenta su promulgación. Finalmente, concluiremos exponiendo los lineamientos de una forma alternativa de regular una simplificación normativa en materia societaria que consideramos más conveniente. Creemos que esta alternativa es más consistente con las características particulares de la legislación peruana en materia societaria, y que podría servir a varios objetivos en conjunto, incluyendo el desarrollo productivo y empresarial de las micro, pequeñas y medianas empresas.

2. El desarrollo del concepto de sociedad simplificada en América Latina

Diversos países de Latinoamérica han legislado formas societarias simplificadas con miras a ofrecer estructuras jurídicas sencillas y flexibles para la organización de empresas. Un referente imprescindible para explicar esta tendencia es, sin duda alguna, la experiencia colombiana. En 2008, mediante Ley 1258, se reguló en Colombia la figura de la sociedad por acciones simplificada. Esta norma introduce una nueva forma societaria de estructura muy flexible, constituida por documento privado, que puede tener un objeto social indeterminado y no requiere de pluralidad de accionistas para constituirse o mantenerse en el tiempo. En general, es una forma societaria en la que prima el carácter dispositivo de las normas, permitiendo a los socios una amplia capacidad de configuración de la estructura societaria.

La nueva forma societaria se constituyó en poco tiempo en la forma societaria más empleada en Colombia. En palabras de Reyes:

A lo largo de la última década, el fenómeno de la SAS colombiana ha tenido por efecto la reducción significativa en el uso de todas las formas asociativas anteriores a su aparición. [...] La SAS colombiana ha gozado de notoria aceptación como el vehículo asociativo predilecto de los empresarios, gracias a su naturaleza simplificada y al reducido nivel de costo de contratación relacionados con su constitución y funcionamiento. Esta afirmación es tanto más evidente cuando se observa el crecimiento exponencial en la utilización de esta figura en Colombia durante la última década. (Reyes, 2018, p. 881)

A partir de la experiencia colombiana otros países latinoamericanos han regulado formas societarias simplificadas. La exposición de motivos del Decreto Legislativo 1409 se refiere, además del caso colombiano, a los desarrollos legislativos posteriores sobre la materia en México y Argentina, países en los que se ha introducido la figura de la sociedad por acciones simplificada, y a la regulación chilena implementada a fines de 2014, que «[...] simplifica el régimen de constitución, modificación y disolución de las sociedades comerciales a través de una plataforma virtual» (Exposición de Motivos, 2018, p. 9).

En este contexto, la Asamblea General de la Organización de Estados Americanos aprobó el 14 de junio de 2017 una resolución mediante la cual invita a los Estados miembros a adoptar, de conformidad con sus respectivas legislaciones, aspectos tratados en una Ley Modelo sobre Sociedad por Acciones Simplificada desarrollada por esta entidad. Esta norma modelo tiene una marcada influencia de la regulación colombiana sobre sociedad por acciones simplificada y, según Reyes:

El objetivo de la Ley Modelo es, esencialmente, el de reducir los costos de contratación derivados de la constitución, el funcionamiento y la liquidación de cualquier compañía, independientemente de sus dimensiones o de su actividad empresarial. La reducción de estos costos de contratación fomenta el crecimiento económico y el comercio e incentiva el incremento de las actividades económicas formalizadas en países en vías de desarrollo. (Reyes, 2018, p. 828)

La Ley Modelo presenta en 43 artículos la regulación completa de una forma societaria versátil que, al igual que el modelo colombiano de la sociedad por acciones simplificada, busca instaurar una forma societaria alternativa a aquellas tradicionalmente codificadas. El supuesto base es que las formas societarias tradicionales tienen una regulación formalista en la que un exceso de disposiciones imperativas y procedimientos rígidos les resta versatilidad y eleva los costos derivados de su uso. A continuación, resaltamos algunos aspectos de esta regulación que sirven para formar una idea de lo expuesto:

- a. Se trata de una persona jurídica provista de responsabilidad limitada de naturaleza siempre comercial «independientemente de las actividades previstas en su objeto social» (artículo 1). La referencia a una naturaleza comercial se vincula a la antigua dicotomía conceptual del derecho privado dividido en derecho comercial y derecho civil, buscando aclarar que, sin importar el tipo de actividades que rea-

lice la sociedad, estas no podrán ser calificadas de civiles y limitadas de alguna forma.

- b. Se trata de una sociedad de responsabilidad limitada que puede ser constituida por una o varias personas naturales o jurídicas, de modo que es posible que se organice y se mantenga como una sociedad unipersonal (artículo 2).
- c. La constitución de la sociedad se realiza mediante acto que consta en un documento privado (artículo 5), no siendo exigible que se consigne en una escritura pública. El plazo para que el registrador califique los actos constitutivos es de tres días (artículo 6).
- d. El objeto social no requiere ser limitado con precisión, ya que puede establecerse que la sociedad se dedicará a cualquier actividad comercial o civil lícita (artículo 5).
- e. El pago de los aportes puede ser realizado en condiciones libremente pactadas, pero en ningún caso dentro de un plazo que exceda de los dos años (artículo 9).
- f. Pueden establecerse clases de acciones (artículo 10).
- g. Puede restringirse estatutariamente la negociación de las acciones hasta por un plazo de 10 años o establecerse que toda transferencia tiene que ser aprobada por la asamblea de accionistas (artículos 13 y 14).
- h. La estructura de la sociedad es muy versátil. Según el artículo 17: «En los estatutos de la sociedad por acciones simplificada se determinará libremente la estructura orgánica de la sociedad y demás normas que rijan su funcionamiento». No es obligatoria la existencia de una junta directiva (directorio), ni de órganos de fiscalización (artículos 25 y 28). Si la sociedad no tiene junta directiva, todas las funciones de administración recaen en un representante legal (persona natural o jurídica), quien, a falta de disposiciones particulares, se presumirá premunido de facultades para «[...] celebrar o ejecutar todos los actos y contratos comprendidos en el objeto social o que se relacionen directamente con la existencia y el funcionamiento de la sociedad» (artículo 26).
- i. Las modificaciones del estatuto deben aprobarse con el voto favorable de no menos de la mitad más una de las acciones presentes en la reunión respectiva. Estas modificaciones también constan en un documento privado que se inscribe en el registro público correspondiente (artículo 29).
- j. Pueden pactarse causales estatutarias de exclusión de accionistas (artículo 38).

Esta lista no exhaustiva de disposiciones de la Ley Modelo permite confirmar el gran espacio que se da a la autonomía de la voluntad para la configuración específica de la sociedad, así como la simplicidad buscada en los trámites de constitución y modificación estatutaria.

3. El Decreto Legislativo 409

3.1. Introducción

El contexto en el que se promulga el Decreto Legislativo 1409 es muy importante para su análisis. Los decretos legislativos son normas de rango legal dentro del ordena-

miento jurídico peruano, emitidas al amparo del artículo 104 de la Constitución Política del Perú, que permite que el Congreso delegue en el Poder Ejecutivo, mediante ley autoritativa, la facultad de legislar sobre materias específicas y por un plazo determinado. La ley autoritativa que sustenta la promulgación del Decreto Legislativo 1409 es la Ley 30823. Específicamente, el numeral 2 del artículo 2 de esta ley delega en el Poder Ejecutivo la posibilidad de legislar en diversas materias vinculadas a la gestión económica y competitividad, entre las que se encuentran (literal 'c'):

Impulsar el desarrollo productivo y empresarial de las Micro, Pequeña y Mediana Empresas (MIPYME) y de los sectores de alto impacto de la economía nacional, mejorando el financiamiento y otorgamiento de garantías y similares, así como estableciendo una nueva regulación del régimen societario, de garantía mobiliaria y del régimen de contrataciones. Asimismo, promover la formalización laboral. Estas disposiciones no implicarán restringir las competencias registrales y notariales; ni implicarán efectuar modificaciones sobre el régimen de las micro y pequeñas empresas (MYPE). (Cursivas nuestras)

Así, la creación de la SACS como una forma societaria adicional a las ya existentes en el ordenamiento legal peruano se da en el contexto de una política de impulso al desarrollo productivo y empresarial de la micro, pequeña y mediana empresa que contempla la regulación específica de varios ámbitos, entre ellos el establecimiento de «una nueva regulación del régimen societario». Es importante notar que la nueva regulación del régimen societario, al igual que los demás ámbitos de regulación previstos en la norma citada, están sujetos a la clara limitación de no restringir las competencias registrales ni las notariales.

Es sobre la base de la delegación específica antes descrita que se promulga el Decreto Legislativo 1409. La norma, en sus 16 artículos y siete disposiciones complementarias finales, introduce a nuestro ordenamiento la SACS.

3.2. La regulación propuesta por el Decreto Legislativo 1409

En los apartados siguientes describiremos los aspectos más importantes del Decreto Legislativo 1409, con la finalidad de dar una idea lo más precisa posible de los alcances de su regulación.

a. Objeto y finalidad

Los dos primeros artículos de la norma plantean su objeto y finalidad de la siguiente forma:

Artículo 1. Objeto

El presente decreto legislativo tiene por objeto crear y regular un régimen societario alternativo de responsabilidad limitada para la formalización y dinamización de la micro, pequeña y mediana empresa, denominado Sociedad por Acciones Cerrada Simplificada.

Artículo 2. Finalidad

La creación del régimen de Sociedad por Acciones Cerrada Simplificada tiene por finalidad promover una alternativa de formalización de actividades económicas de las personas naturales e impulsar con ello el desarrollo productivo y empresarial de la micro, pequeña y mediana empresa.

Como puede apreciarse, los dos artículos citados vinculan a la SACS con los objetivos de la delegación de facultades legislativas específicas que dan origen al Decreto Legislativo 1409: el impulso del desarrollo productivo y empresarial de la micro, pequeña y mediana empresa. Consideramos relevantes dos conceptos específicos vinculados a los artículos citados: la vinculación de la SACS con el fomento de la formalización empresarial y su circunscripción a las actividades económicas de personas naturales.

En relación con el fomento de la formalización empresarial, la Exposición de Motivos del Decreto Legislativo 1409 es clara al partir de reconocer que las micro y pequeñas empresas son de especial importancia para el crecimiento económico del país, pese a lo cual tienen bajos niveles de productividad, que se explican de la siguiente forma: «La baja productividad de las Mypes está vinculada a la atomización de la estructura empresarial peruana comparada con otros países, y a la alta informalidad tributaria y laboral de este segmento» (Exposición de Motivos, 2018, p. 2). En este contexto, la SACS serviría para reducir los costos y plazos involucrados en la constitución de una sociedad, facilitando así la formalización empresarial en el segmento de las micro, pequeñas y medianas empresas.

Por otro lado, la circunscripción de la SACS a las actividades económicas de personas naturales anunciada en el artículo 2 citado se concreta en el Decreto Legislativo 1409 al establecer que los fundadores de las SACS deben ser personas naturales (artículo 4) que se encuentran impedidas de transferir sus acciones a personas jurídicas, bajo sanción de ineficacia de la transferencia (artículo 14). Esta restricción lamentablemente no encuentra explicación sustentable en la Exposición de Motivos, que se limita a señalar: «Emulando el modelo mexicano, [las SACS] se constituyen solo por personas naturales dado que el objeto del proyecto es la formalización de las actividades económicas de aquéllas» (Exposición de Motivos, 2018, p. 11). Esta restricción carece de cualquier sentido, al limitar en forma innecesaria la nueva forma societaria.

La creación de formas societarias debe ser entendida dentro de un ordenamiento jurídico como la presentación de opciones que permiten dos funciones básicas: crear un patrimonio autónomo, lo que facilita la regulación de riesgos; y, en segundo término, presentar una estructura contractual base que facilita coordinar la actuación conjunta de dos o más socios. Estas estructuras pueden servir a diferentes fines específicos particulares y son organizadas específicamente para adecuarse a dichos fines a partir de un amplio ejercicio de la autonomía de la voluntad, que permite, dentro de los límites de las normas imperativas, generar reglas particulares reflejadas en el pacto social. Así, cualquier restricción a la autonomía de la voluntad de las partes debe estar justificada en una norma imperativa, que a su vez debe estar justificada en el interés de terceros (por ejemplo, los acreedores de una sociedad). Restringir una forma societaria a tener como socios exclusivamente a personas na-

turales no tiene justificación alguna, ya que no protege ningún interés relevante. No hay razón para impedir que una persona jurídica participe en la constitución de una SACS, si esta considera que es una estructura jurídica conveniente para la organización de sus actividades económicas. Tampoco la hay para impedir que una persona natural accionista de una SACS transfiera sus acciones a una persona jurídica. Sostener, como lo hace la Exposición de Motivos, que esta restricción se fundamenta en que el objeto del Decreto Legislativo 1409 es la formalización de las actividades económicas de las personas naturales, carece de lógica. Nada impide que la forma societaria sea empleada para fines distintos y adicionales a la formalización de actividades económicas desarrolladas por personas naturales, a pesar de que este sea un objetivo de la regulación inicial. Las instituciones jurídicas en el ámbito del derecho privado sirven para satisfacer intereses legítimos de diversa índole, según las necesidades de las personas. La restricción no solo limita el eventual uso de la SACS para otros fines igual de legítimos que la formalización de la actividad económica de personas naturales, sino que también perjudica al objeto principal de la norma, ya que cualquier persona natural que eventualmente pueda emplear la SACS puede optar por no hacerlo, ya que esta forma societaria no le permitirá una eventual transferencia futura de su participación (acciones) a una persona jurídica.

Es preciso señalar que una restricción similar existe en nuestro ordenamiento respecto de la empresa individual de responsabilidad limitada (EIRL), que solo puede ser establecida por personas naturales.¹ Esta restricción (que también encontramos hoy injustificada) tiene una explicación más evidente. La EIRL nace en 1976 como una alternativa para que el empresario persona natural que carece de socios pueda establecer una entidad de naturaleza comercial que le permita limitar su responsabilidad. Se buscaba así evitar la constitución de sociedades de favor, es decir, sociedades en las que en realidad no hay una pluralidad de socios sino que alguno o algunos asumen tal condición con la exclusiva finalidad de permitir que se cumpla, en el plano formal, con el requisito de pluralidad de socios propio de una sociedad.

b. Naturaleza jurídica

Como se ha visto, el artículo 1 del Decreto Legislativo 1409 define la SACS como un régimen societario alternativo de responsabilidad limitada. Estamos entonces ante una forma societaria adicional a las siete reguladas por la Ley General de Sociedades: la sociedad anónima (y sus dos modalidades especiales, la sociedad anónima cerrada y la sociedad anónima abierta), la sociedad comercial de responsabilidad limitada, la sociedad colectiva, la sociedad en comandita simple, la sociedad en comandita por acciones, la sociedad civil ordinaria y la sociedad civil de responsabilidad limitada.

La calificación de sociedad de responsabilidad limitada prevista en el artículo 1 del Decreto Legislativo 1409 se confirma en el artículo 4, al señalar que las personas naturales que constituyen la sociedad «[...] son responsables económicamente

¹ Ley 21621, artículo 4. «Sólo las personas naturales pueden constituir o ser Titulares de Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada. [...]».

hasta por el monto de sus respectivos aportes, salvo en los casos de fraude laboral cometido contra terceros y sin perjuicio de la legislación vigente en materia de obligaciones tributarias».

Si bien no cabe duda de que nos encontramos ante una sociedad de responsabilidad limitada, no consideramos que la forma de describir esta característica en la norma citada sea la más adecuada. La responsabilidad limitada de una sociedad puede ser descrita como la ausencia de responsabilidad de los socios respecto de los acreedores de la sociedad, en caso los activos de esta no sean suficientes para el pago de sus pasivos. Esta es, por ejemplo, la fórmula empleada por la Ley General de Sociedades en sus artículos 51 y 283 para describir esta característica respecto de la sociedad anónima y la sociedad comercial de responsabilidad limitada, respectivamente. Señalar que los socios son responsables económicamente hasta el monto de sus aportes, tal como lo hace el artículo 4 del Decreto Legislativo 1409, es equívoco: los montos aportados pasan a formar parte del patrimonio de la sociedad. Es cierto que los socios arriesgan el monto de sus aportes, ya que el beneficio económico de tal inversión dependerá de los resultados obtenidos por la sociedad, pero en estricto no asumen ninguna responsabilidad.

La ausencia de responsabilidad para los socios derivada de la responsabilidad limitada puede tener excepciones, originadas en situaciones particulares y marcadamente especiales, como la irregularidad de la sociedad o la aplicación judicial de la teoría del levantamiento del velo societario. Estas excepciones se derivan de normas excepcionales o de la intervención judicial (levantamiento del velo societario) en un caso concreto, por lo que no consideramos oportuna la referencia de la norma citada a que la responsabilidad limitada no se aplica en «[...] casos de fraude laboral cometido en contra de terceros y sin perjuicio de la legislación vigente en materia de obligaciones tributarias». No nos parece adecuado tratar en forma fragmentaria excepciones que, por su complejidad, deben ser referidas a las normas especiales que las sustentan. La breve mención puede llevar a interpretar que el régimen de responsabilidad limitada de las SACS tiene particularidades que lo distinguen del régimen de responsabilidad limitada de cualquier otra sociedad, lo que, entendemos, no ha sido la voluntad del legislador.

Finalmente, podemos notar un claro y evidente parentesco de la SACS con la sociedad anónima cerrada regulada en la Ley General de Sociedades. En primer lugar, hay varias similitudes estructurales entre ambas, que las identifican como entidades orientadas a ser sociedades de capital de corte personalista (cerrado): se trata de sociedades de responsabilidad limitada que emiten acciones, pueden tener entre 2 y 20 socios, la convocatoria a junta general la realiza el gerente general (en el caso de las sociedades anónimas cerradas ello es así cuando carecen de directorio), y ambas tienen un derecho de adquisición preferente previsto legalmente. En segundo lugar, hay en la séptima disposición complementaria final del Decreto Legislativo 1409 una expresa referencia legislativa a la aplicación supletoria de las normas de la sociedad anónima cerrada a la SACS: «El régimen SACS creado por el presente Decreto Legislativo se rige supletoriamente por las disposiciones generales de la LGS [Ley General de Sociedades] así como por las específicas que regulan a la Sociedad Anónima Cerrada del mismo cuerpo legal».

c. Forma de constitución

La SACS introduce en nuestro ordenamiento una nueva forma de constituir sociedades, distinta a la actualmente vigente. Antes de pasar a exponer esta nueva forma conviene detenernos en la forma actual de constituir sociedades en nuestro país y los avances realizados hasta la fecha para buscar simplificar los trámites y formalidades asociados a dicha constitución.

Actualmente, en el Perú la constitución de una sociedad debe ser formalizada por escritura pública, tal como dispone el artículo 5 de la Ley General de Sociedades. Ello implica que la constitución de la sociedad requiere de los siguientes pasos:

1. La redacción y suscripción por parte de los socios fundadores de un documento privado que contiene el pacto social. El pacto social identifica a los socios fundadores, contiene la expresión de voluntad necesaria para la constitución de la sociedad y establece la estructura y reglas de funcionamiento de la sociedad a través de un estatuto.
2. El documento privado antes mencionado deberá ser presentado a un notario público, que lo formalizará en una escritura pública que deberá ser suscrita también por los socios fundadores.
3. El notario remitirá al Registro de Personas Jurídicas correspondiente una copia de la escritura pública (parte notarial) para la inscripción de la sociedad, previa evaluación del cumplimiento de los requisitos legales aplicables por parte del registrador. Esta inscripción, tal como dispone el artículo 6 de la Ley General de Sociedades, determina el nacimiento de la sociedad como persona jurídica.

A lo largo de las últimas décadas han existido varios intentos de reducir los costos asociados a este proceso de constitución con la finalidad de promover el desarrollo y formalización de la micro y pequeña empresa. Entre estos se encuentra la instauración de un sistema de constitución de empresas en línea, que permita simplificar y acelerar la creación de una sociedad o empresa individual de responsabilidad limitada, originalmente previsto por el Decreto Legislativo 1086, Ley de promoción de la competitividad, formalización y desarrollo de la micro y pequeña empresa y del acceso al empleo decente, publicado el 28 de junio de 2008. Esta norma estableció en su artículo 30 la implementación progresiva de un sistema de constitución de empresas en línea que permita que el trámite concluya en un plazo no mayor de 72 horas. La norma fue recogida en el artículo 9 del Texto Único Ordenado de la Ley de Impulso al Desarrollo Productivo y al Crecimiento Empresarial, aprobado por Decreto Legislativo 13-2013-PRODUCE. En este contexto, la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos recibió, mediante el Decreto Supremo 007-2014-JUS, publicado el 13 de septiembre de 2014, el encargo de administrar un sistema de constitución de empresas en línea a nivel nacional, inicialmente pensado para las micro y pequeñas empresas, pero que sería progresivamente ampliado a otros ámbitos.

La SUNARP dio cumplimiento a este mandato adecuando el Sistema de Intermediación Digital (SID-SUNARP). Este sistema es una plataforma digital de servicios

que permite actualmente tramitar inscripciones a través de la presentación electrónica de partes notariales con la firma electrónica del respectivo notario. Los partes notariales que pueden presentarse a través de este sistema incluyen, entre otros, los referidos a poderes de personas naturales, transferencias de vehículos, transferencias de predios y constitución de empresas. En el caso de constitución de empresas, el sistema permite que el usuario elabore el documento privado de constitución en línea, escogiendo el notario que estará a cargo de su formalización. El sistema en línea envía el documento al notario escogido. Habiendo culminado este paso, el usuario debe acercarse a la notaría a suscribir la correspondiente escritura pública de constitución (elaborada sobre la base del documento que se generó con el sistema en línea). Una vez formalizada la escritura pública, el notario enviará al Registro de Personas Jurídicas, a través del sistema SID-SUNARP, el respectivo parte notarial para la inscripción, la que debe producirse al día hábil siguiente de haber sido recibido el parte notarial.

Así, el sistema actual de constitución en línea facilita la elaboración de los documentos de constitución, al usar formatos tipo y guiar al usuario completando la información necesaria a través del SID-SUNARP. Asimismo, los plazos reducidos de revisión registral (revisión que es facilitada por el empleo de formatos estandarizados) permiten la inscripción de la sociedad en plazos breves. Adicionalmente, con el empleo de este sistema se registra ya a la nueva entidad en el Registro Único de Contribuyentes (RUC).

Habiendo explicado las reglas de constitución de una sociedad y las facilidades otorgadas actualmente en línea a través de SID-SUNARP, podemos referirnos a la creación de la SACS. Esta forma societaria se constituye mediante un acto jurídico que consta en un documento privado, que contiene determinada información básica de la sociedad listada en el artículo 6 del Decreto Legislativo 1409.²

El documento privado de constitución de una SACS es generado mediante el SID-SUNARP. De esta manera, ya no será necesaria la formalización de los documentos

2 Artículo 6. Contenido del documento de constitución

La SACS se constituye mediante acto jurídico que conste en documento privado que debe consignar, cuando menos, la siguiente información:

1. Nombre, documento de identidad y domicilio de los accionistas fundadores.
2. La denominación social que debe incluir la indicación "Sociedad por Acciones Cerrada Simplificada" o la sigla S.A.C.S.
3. El domicilio principal de la sociedad y el de las distintas sucursales que se establezcan en el mismo acto de constitución.
4. El plazo de duración de la sociedad. Si éste no ha sido expresado, se entiende que la sociedad se constituye por término indefinido.
5. El objeto social.
6. El monto del capital suscrito y pagado totalmente; así como el número y valor nominal de las acciones representativas del capital.
7. Los aportes de cada accionista, que pueden ser únicamente dinerarios o bienes muebles no registrables, o de ambos y su equivalente porcentual en el capital social.
8. La designación de los primeros administradores, sus nombres, sus documentos de identidad y sus facultades.
9. Una declaración jurada sobre la existencia y veracidad de la información proporcionada, así como de la procedencia legal de los fondos aportados al capital social por los accionistas fundadores.

constitutivos en una escritura pública otorgada ante un notario. El artículo 9 del Decreto Legislativo 1409 establece que el documento electrónico de constitución firmado digitalmente por los accionistas fundadores que contiene la información prevista en el artículo 6 de la norma es título suficiente para la calificación e inscripción de la SACS en el Registro de Personas Jurídicas.

Estamos entonces ante una forma de constitución distinta a la prevista en el artículo 5 de la Ley General de Sociedades para todas las formas societarias reguladas por dicha ley, que hemos descrito previamente. La constitución de la SACS emplea el ya existente SID-SUNARP, pero simplificando el trámite, ya que no requerirá de la intervención de un notario para la formalización en escritura pública de los documentos de constitución. Los accionistas fundadores podrán, a través de SID-SUNARP, generar un documento privado en formato digital, suscribirlo con firmas digitales y remitirlo al Registro de Personas Jurídicas para su calificación e inscripción. El impacto en la reducción del tiempo y costo de constitución de una SACS es significativo al prescindirse de la intervención notarial.

d. Aportes

Los aportes para la constitución de una SACS solo pueden ser dinerarios o de bienes muebles no registrables, tal como dispone el inciso 7 del artículo 6 del Decreto Legislativo 1409. Entendemos que esta limitación se aplica exclusivamente al acto constitutivo de las SACS, con la finalidad de facilitar el trámite registral expeditivo del documento electrónico empleado para constituirla.³ En otras palabras, una vez constituida la SACS, esta podrá aumentar su capital con el aporte de cualquier tipo de bien o derecho, aplicando las reglas generales del aporte contenidas en la Ley General de Sociedades, tal como dispone el artículo 11 del Decreto Legislativo 1409: «Los actos societarios posteriores a la inscripción de la constitución de la SACS se realizan en mérito a las normas generales y formalidades de la LGS y reglamentos de inscripciones de la SUNARP».

Al parecer, los aportes relativos al capital inicial deben ser pagados en su integridad. Esta conclusión parece desprenderse del inciso 6 del artículo 6 del Decreto Legislativo 1409, al señalar que el documento privado de constitución de la SACS debe contener: «El monto del capital suscrito y pagado *totalmente*, así como el número y valor de las acciones representativas del capital» (la cursiva es nuestra). Al respecto, no encontramos razón para que la SACS, como entidad afín a la sociedad anónima cerrada, se sujete a las normas generales de aporte aplicables a esta última, que permiten el pago parcial de las acciones, con el desembolso mínimo del 25 %.

3 En el caso de aportes de bienes registrados, el Reglamento del Registro de Sociedades, aprobado por Resolución del Superintendente Nacional de los Registros Públicos N.º 200-2001-SN, dispone en el literal 'c' de su artículo 35 que la acreditación del aporte se realizará con la inscripción de la transferencia a favor de la sociedad en el registro respectivo. En otras palabras, para poder acreditar el aporte de bienes registrados debe inscribirse la transferencia a favor de la sociedad en el registro del bien como paso previo a la inscripción de la respectiva constitución o aumento de capital en el Registro de Personas Jurídicas. Una inscripción previa de este tipo es incompatible con la celeridad que se busca dar a las constituciones de SACS, lo que explica que se proscriba este tipo de aportes.

Mención aparte merece el hecho de que no se requerirá acreditar los aportes realizados. Como se sabe, nuestra legislación societaria y registral contiene una serie de normas destinadas a establecer la forma de acreditar los aportes que se realizan a una sociedad (ya sea en el momento de su constitución o por posterior aumento de capital). Por ejemplo, el artículo 23 de la Ley General de Sociedades dispone que el aporte en dinero que figure pagado al momento de otorgarse la escritura pública de constitución o aumento de capital debe estar depositado a nombre de la sociedad en una empresa del sistema financiero nacional o en una cooperativa de ahorro y crédito, de lo que se deja constancia en la escritura pública mediante la inserción del respectivo comprobante.

En el caso de la SACS, el artículo 9 del Decreto Legislativo 1409 establece que el documento electrónico firmado digitalmente por los accionistas fundadores con los requisitos establecidos es título suficiente para la calificación e inscripción de la constitución de la sociedad. No será entonces necesaria la acreditación de los aportes al capital inicial de la sociedad en la forma establecida por la legislación general. Esta acreditación sería reemplazada por la mera declaración de aporte contenida en el documento constitutivo, respecto de la cual los socios fundadores son solidariamente responsables, tal como dispone el artículo 8 del Decreto Legislativo 1409.

e. Convocatoria a junta general de accionistas

El Decreto Legislativo 1409 no desarrolla los elementos estructurales de la SACS. La antes referida aplicación supletoria de la Ley General de Sociedades y, específicamente, de la normativa sobre sociedad anónima cerrada prevista en la séptima disposición complementaria final de este decreto legislativo, llena este vacío, a la par que evidencia la falta de particularidad de la SACS como nueva forma societaria.

La única disposición del Decreto Legislativo 1409 relativa al funcionamiento de los órganos de la SACS es el artículo 13, que regula la convocatoria a la junta general de accionistas. Esta norma dispone que la convocatoria la realiza el gerente general con una antelación no menor a tres días de la fecha de celebración de la junta, mediante esquelas con cargo de recepción, correo electrónico u otro medio de comunicación previsto en el estatuto que permita obtener constancia de recepción. La norma agrega que la convocatoria no es necesaria si la junta se reúne con la presencia de todos los accionistas y estos aprueban la agenda correspondiente.

Consideramos que el artículo 13 antes citado genera confusión en dos aspectos. El primero es el referido a los órganos que conforman la administración de la SACS. Como se sabe, se puede prescindir del directorio en una sociedad anónima cerrada, caso en el cual todas las funciones establecidas por la ley para este órgano recaerán en el gerente general. En este caso, el gerente general asumirá las funciones tradicionalmente asignadas al directorio (como convocar a la junta general de accionistas). Dado que el artículo 13 citado señala que la convocatoria a junta general de accionistas la realiza el gerente general, parecería señalar implícitamente que la SACS no tiene un directorio entre sus órganos de administración. Ello, sin embargo, no se desprende de ninguna otra disposición del Decreto Legislativo 1409. Por otro lado, no encontramos razón para agregar rigidez a la estructura de la SACS impidiendo

que su estructura administrativa cuente con un directorio, si así lo consideran conveniente los socios.

Un segundo aspecto en el que se genera confusión es el relativo a la antelación para convocar a la junta general de accionistas. Como se sabe, la regla general prevista en el artículo 116 de la Ley General de Sociedades es la siguiente: la antelación para las juntas obligatorias previstas en la ley o el estatuto es de 10 días, mientras que la antelación para cualquier otro tipo de junta es de tres días. El artículo 13 del Decreto Legislativo 1409 no hace esta distinción. No queda claro si ello significa que toda junta general de accionistas (obligatoria o no) estará sujeta al mismo plazo de tres días, o si, por el contrario, este plazo solo se aplica a juntas distintas de las obligatorias. En todo caso, nada parece justificar reducir, para el caso de la SACS, el plazo de convocatoria para una junta general obligatoria.

Estas imprecisiones nos llevan a concluir que hubiera sido mejor que el texto del Decreto Legislativo 1409 prescindiera del artículo 13 y refiriera todas las normas sobre convocatoria a la legislación aplicable a las sociedades anónimas cerradas.

f. Transferencia de acciones

La transferencia de acciones de una SACS está sujeta al derecho de adquisición preferente previsto en el artículo 14 del Decreto Legislativo 1409 (artículo titulado erróneamente «derecho de *suscripción* preferente de acciones»; cursiva nuestra). Así, la regulación de la SACS contiene, al igual que en el caso de la sociedad anónima cerrada (artículo 237 de la Ley General de Sociedades), un derecho de adquisición preferente. Entendemos que esta regulación en el caso de la SACS es también supletoria, lo que permite que los socios modifiquen el derecho de adquisición preferente, pudiendo incluso suprimirlo.

Se debe señalar, sin embargo, que el artículo 14 del Decreto Legislativo 1409 menciona también la ya expuesta limitación según la cual las acciones de una SACS solo pueden ser transferidas a personas naturales, sancionándose con ineficacia la contravención de esta norma. Como es evidente, esta limitación tiene un claro carácter imperativo, por lo que cualquier modificación del derecho de adquisición preferente previsto no podrá contravenir esta norma.

g. Reglamentación y vigencia

El Decreto Legislativo 409 establece una serie de medidas previas a su entrada en vigencia. Los hitos previstos para su vigencia son los siguientes:

1. La primera disposición complementaria final establece que dentro de los 120 días calendario siguientes a su publicación (publicación realizada el 12 de septiembre de 2018) se emitirá el reglamento de la norma.
2. Una vez reglamentada la norma, la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos (SUNARP) cuenta con un plazo de 180 días calendario para aprobar los formatos estandarizados y adecuar los aspectos técnicos del SID-SUNARP para la

constitución de las SACS a través de la presentación de un documento electrónico firmado digitalmente (segunda disposición complementaria final).

3. El Decreto Legislativo 1409 entrará en vigencia al día siguiente de la entrada en operación del SID-SUNARP para tramitar la constitución de SACS (quinta disposición complementaria final).

La reglamentación del Decreto Legislativo 1409 aún no se ha publicado, con lo que los hitos previstos para superar la *vacatio legis* de la norma están lejos de concretarse. Esta demora está probablemente relacionada con los cuestionamientos a la adecuación de este decreto legislativo a la norma de delegación de facultades en la que se sustenta, tema que abordaremos en el siguiente acápite.

3.3. La adecuación del Decreto Legislativo 1409 a la delegación de facultades legislativas

Como se señaló en el acápite 3.1, la promulgación del Decreto Legislativo 1409 se dio al amparo de la Ley 30823, ley que delega determinadas facultades legislativas al Poder Ejecutivo. En relación con el decreto legislativo mencionado, la ley autoritativa permitía establecer «una nueva regulación del régimen societario». Esta nueva regulación tiene límites genéricamente establecidos por la ley autoritativa, al estar impedida de restringir las competencias registrales y notariales, así como de modificar el régimen de las micro y pequeñas empresas.

Según la Exposición de Motivos del Decreto Legislativo 1409, esta norma no contraviene los límites establecidos:

Finalmente, la propuesta se encuentra dentro del límite establecido de la disposición de no restringir las competencias registrales y notariales toda vez que no se puede afectar jurídicamente una competencia que previamente no se tiene. El régimen SACS es un nuevo régimen legal alternativo que —si bien emplea supletoriamente normas de la Ley General de Sociedades para efectos de regulación entre socios—, cuenta con normas especiales que lo califican como un régimen independiente que propone requisitos diferenciados para la constitución de las empresas, los que evidentemente no preexistían jurídicamente y menos con cualquier tipo o grado de intervención notarial. En tal sentido, es que no se modifica o se contraría disposición alguna sobre las competencias del notario establecidas en el Decreto Legislativo del Notariado, Decreto Legislativo 1049 así como tampoco modifica el régimen de las micro y pequeñas empresas regulado por el Texto Único Ordenado de la Ley de Impulso al Desarrollo Productivo y al Crecimiento Empresarial aprobado por Decreto Supremo N° 013-2013-PRODUCE. (Exposición de Motivos, 2018, pp. 11-12)

Esta explicación no ha sido acogida unánimemente, por lo que hoy existe un debate en torno a si el Decreto Legislativo 1409 trasgredió los límites impuestos por la Ley 30823. A la fecha, el análisis que el Congreso de la República hace de la adecuación a la Ley 30823 de los decretos legislativos emitidos al amparo de

esta última norma no ha llegado a un pronunciamiento oficial sobre el Decreto Legislativo 1409.

Nuestra opinión es que el Decreto Legislativo 1409 sí transgrede el límite impuesto por la ley autoritativa al establecer una forma societaria en la que no es necesaria la intervención notarial. La intención de la restricción impuesta en la ley autoritativa es impedir la constitución de sociedades sin intervención notarial, es decir, en forma distinta a la regla general prevista en el artículo 5 de la Ley General de Sociedades, según la cual las sociedades se constituyen mediante una escritura pública. Esta intención se ve claramente afectada al establecerse una forma societaria nueva (la SACS), ajena a dicha regla. La creación de una forma societaria en cuya constitución no se requiera la intervención notarial es un claro recorte parcial de una competencia notarial existente: la de intervenir en la constitución de sociedades a través de la formalización de la obligatoria escritura pública de constitución.

La creación de una nueva forma societaria regulada por una norma especial no deja de ser un ingenioso intento de esquivar la restricción anotada. El argumento según el cual no se puede perder una competencia que no se tenía (la de constituir SACS) es, a primera vista, sólido. No lo creemos válido, porque consideramos que la restricción impuesta por la ley autoritativa parte de la realidad de un ordenamiento en el que todas las sociedades consensualmente constituidas requieren de la intervención notarial en su proceso de formación. Establecer una forma societaria ajena a dicha regla es, en este contexto, un recorte parcial de las facultades notariales.

Finalmente, se debe agregar que esta conclusión se basa exclusivamente en el análisis de las normas concretas (el Decreto Legislativo 1409 y la Ley 30823). En ningún caso constituye una toma de posición en contra de simplificar la constitución de sociedades empleando plataformas digitales cuyo nivel de seguridad haga innecesaria la intervención notarial, tal como expondremos en el siguiente acápite.

4. Una propuesta alternativa

La regulación de la SACS en el Perú está claramente marcada por la intención de simplificar el procedimiento de constitución de sociedades. Se busca consolidar los avances existentes en la constitución de sociedades empleando medios telemáticos a través de la plataforma SID-SUNARP, con la finalidad de lograr que la creación de una sociedad sea un proceso sencillo, más rápido y menos costoso. Con lo avanzando en el Perú en este aspecto, es claro que el siguiente paso implica un cambio de paradigma, en el que se pueda dejar de lado la formalidad notarial en la constitución de sociedades y se permita el uso de documentos privados firmados digitalmente y transmitidos electrónicamente al Registro de Personas Jurídicas para su calificación. Por supuesto, tendrán que tomarse todas las previsiones necesarias para que el sistema proporcione seguridad sobre la identidad de los participantes en la creación de la sociedad.

Es evidente que este paso tendrá la oposición del gremio notarial, que buscará evitar la limitación de su obligatoria participación en el proceso. Al respecto, Reyes señala: «Como es apenas obvio, el camino hacia la simplificación de los procedi-

mientos de constitución no está exento de obstáculos. Existen numerosos individuos que defienden intereses particulares y poderosos grupos de presión que tienen la intención de mantener el statu quo, pues derivan significativos beneficios económicos de la existencia y el mantenimiento de los formalismos ancestrales que prevé la legislación» (Reyes, 2018, p. 841).

Como ya se ha dicho, la regulación de la SACS en el Perú emana del Poder Ejecutivo, en un contexto en el que la delegación de facultades legislativas correspondientes limitaba expresamente la afectación de las competencias notariales. En tal situación, se opta por la regulación de la SACS a través de una ley especial, es decir, sin modificar la Ley General de Sociedades, en un evidente intento de sortear la restricción antes señalada, bajo el argumento de que, al tratarse de una forma societaria inexistente previamente, su constitución por documento privado no afectaría las competencias que han tenido hasta entonces reservadas los notarios.

Se debe señalar que la regulación de la SACS fuera de la novedosa constitución por documento privado en una plataforma digital equipara a la SACS a una sociedad anónima cerrada, omitiendo cualquier intento de flexibilización adicional, como podría haber sido la regulación permisiva de la unipersonalidad o de los objetos sociales indeterminados, o el énfasis en la configuración voluntaria de la estructura social (todos elementos presentes en la Ley Modelo y en experiencias recientes de países de la región). Por el contrario, se agrega un injustificable elemento de rigidez al limitar la posibilidad de que personas jurídicas participen como accionistas de una SACS. No estamos, entonces, ante una propuesta de flexibilización normativa más amplia y ambiciosa: para efectos prácticos, la SACS regulada en el Decreto Legislativo 1409 se limita a intentar ser un caballo de Troya de la constitución de sociedades por documento privado que burle las murallas de la limitación de afectación de competencias notariales.

Desde nuestra perspectiva, es positiva una flexibilización de la regulación societaria que permita reducir los costos que Reyes ha llamado costos de contratación, a través de un procedimiento simple y expeditivo de constitución y, en general, por medio de normas que eliminen formalismos innecesarios que dan rigidez a la configuración y el funcionamiento de las sociedades. Consideramos, desde una perspectiva totalmente ajena al contexto específico en el que se promulgó el Decreto Legislativo 1409, que la mejor forma de lograr esto es a través de modificaciones específicas a la Ley General de Sociedades, norma que busca regular de forma sistemática todas las formas societarias vigentes en el Perú.⁴ Realizar el cambio a través de la modificación de este cuerpo normativo evita leyes especiales que puedan tener algún nivel de desintegración con la normativa societaria general, y permite desarrollar con mayor amplitud formas y modalidades societarias de amplio uso en el Perú, como la sociedad anónima cerrada (modalidad de la sociedad anónima). Los puntos concretos en los que consideramos debe centrarse la reforma legislativa propuesta son los siguientes:

⁴ Actualmente, la única forma de sociedad regulada fuera de la Ley General de Sociedades es la sociedad minera de responsabilidad limitada, sociedad normada por la Ley General de Minería y de estructura afín a la sociedad comercial de responsabilidad limitada.

- a. Regular la constitución de sociedades a través del uso de la plataforma digital del SID-SUNARP con el empleo de documentos privados firmados digitalmente y prescindiendo de la formalización notarial hoy obligatoria. Esta regulación debe ser aplicable a la constitución de cualquier tipo de forma societaria prevista en la Ley General de Sociedades; no encontramos razón para limitarla a una o algunas formas societarias específicas. El sistema de constitución de sociedades en línea debe ser una alternativa al empleo de las formalidades usuales: la formalización del pacto social en una escritura pública. Así, quienes constituyan una sociedad de estructura muy sencilla y estandarizada podrán hacer uso de un sistema más expeditivo y barato, mientras quienes opten por una sociedad cuya estructura sea más compleja y cuyo pacto social tenga muchas disposiciones particulares podrán optar por la forma tradicional de constitución.
- b. Establecer alternativas al obligatorio depósito de los aportes dinerarios en una institución financiera como paso previo a la inscripción de la constitución de una sociedad. Nuestro ordenamiento no acoge el principio del capital mínimo, con lo cual es muy frecuente que las sociedades que se constituyen lo hagan con un capital muy reducido. Ello es así porque el objetivo de los fundadores suele ser tener una estructura societaria inscrita (es decir, una persona jurídica con autonomía patrimonial), para luego ocuparse de la capitalización necesaria para el negocio. La eventual «seguridad» que otorga el depósito de un capital social exiguo no es real. Por ello, puede prescindirse de este paso con una declaración de la realidad del aporte dinerario que realicen los fundadores en el mismo pacto social.⁵ Una opción intermedia es establecer un tope (por ejemplo, el valor de una unidad impositiva tributaria), a partir del cual es obligatorio acreditar el depósito con una constancia emitida por la entidad receptora.
- c. Permitir la presencia de un único socio en las sociedades anónimas (y sus modalidades especiales) y las sociedades comerciales de responsabilidad limitada. La presencia de un único socio debe ser permitida desde la constitución de la sociedad y en cualquier momento ulterior, sin limitaciones temporales o de cualquier tipo. Hemos expuesto nuestra opinión sobre la regulación de la unipersonalidad en el Perú con anterioridad (Montoya, 2010), por lo que aquí no nos extendemos en la materia.
- d. Instaurar, como regla general, la licitud de los objetos sociales indeterminados. Por supuesto, nada impedirá que se opte por tener un objeto social determinado o que la normativa especial de las sociedades que operan en determinados sectores regulados (por ejemplo, el sistema financiero) tengan disposiciones que obliguen a las sociedades que participan en ellos a contar con un objeto social determinado. Este es un tema en el que también ya hemos expuesto nuestra opinión (Loayza & Montoya, 2015).

5 El artículo 10 del Texto Único Ordenado de la Ley de Impulso al Desarrollo Productivo y al Crecimiento Empresarial, aprobado por Decreto Legislativo 13-2013-PRODUCE, ya prevé la posibilidad de que una micro o pequeña empresa reemplace la acreditación del depósito bancario con una declaración jurada. Consideramos que no hay razón para restringir esta forma de acreditación a organizaciones que califiquen como micro o pequeñas empresas.

- e. Revisar la regulación de la sociedad anónima cerrada y la sociedad comercial de responsabilidad limitada con miras a darle la mayor flexibilidad posible a los estatutos respectivos para configurar la estructura interna y de gobierno. Por ejemplo, regular expresamente que, en el caso de la sociedad comercial de responsabilidad limitada, puede establecerse un órgano colegiado de administración equivalente al directorio, asunto no tratado por la regulación actual de esta forma societaria.

Consideramos que una reforma de la Ley General de Sociedades basada en estos puntos no sería muy compleja y tendría varios efectos positivos, como los promovidos por el Decreto Legislativo 1409: el fortalecimiento y la formalización de la micro y pequeña empresa, al reducir los costos y el tiempo involucrado en la constitución de una sociedad, generando estructuras societarias que por su flexibilidad (unipersonalidad, objeto social indeterminado) pueden resultar más atractivas para la organización de este tipo de emprendimientos. Además, no debe perderse de vista que la reducción de costos y flexibilización antes señalada no deja de ser beneficiosa para el sistema empresarial en general. Por ejemplo, no dudamos de que una regulación permisiva de la unipersonalidad beneficiará a los grupos empresariales, que podrán organizar las relaciones de propiedad entre las diferentes sociedades que los conforman sin recurrir a una forzada pluralidad de socios.

Aun en el contexto actual de incertidumbre sobre el futuro del Decreto Legislativo 1409, podemos afirmar que su promulgación ha servido para abrir camino en el debate de una flexibilización imprescindible para la normativa societaria peruana.

Bibliografía

Exposición de Motivos. Decreto Legislativo que promociona la formalización y dinamización de micro, pequeña y mediana empresa mediante el régimen societario alternativo denominado sociedad por acciones cerrada simplificada. Recuperado de: http://www.leyes.congreso.gob.pe/Documentos/2016_2021/Decretos/Legislativos/2018/DL140920180914.pdf

Loayza Jordán, F., & Montoya Stahl, A. (2015). La determinación obligatoria del objeto social: una regla anacrónica. *Ius et Veritas*, 51, 156-172.

Montoya Stahl, A. (2010). Uno es compañía... La conveniencia de regular la sociedad unipersonal en el Perú. *Ius et Veritas*, 40, 172-198.

Organización de Estados Americanos. Ley Modelo sobre la Sociedad por Acciones Simplificada. Recuperado de: http://www.oas.org/es/sla/ddi/docs/Ley_Modelo_sobre_la_Sociedad_Acciones_Simplificada.pdf

Presidencia de la República del Perú. (2018). *Decreto Legislativo 1409*. Decreto Legislativo que promociona la formalización y dinamización de micro, pequeña y mediana empresa mediante el régimen societario alternativo denominado sociedad por acciones cerrada simplificada.

Reyes Villamizar, Francisco (2018). Ley Modelo de la OEA sobre Sociedad por Acciones Simplificada. En *Ley General de Sociedades. Estudios y comentarios a veinte años de su vigencia* (pp. 825-913). Lima: Gaceta Jurídica.

Anomalías societarias: la nulidad de sociedades (el pacto viciado)

Max Salazar Gallegos

1. Introducción

La problemática planteada respecto del tema elegido, según la legislación peruana,¹ constituye específicamente la de la nulidad del pacto social, esto es, la del acuerdo que da nacimiento a un ente corporativo societario (ya que a otros tipos corporativos podemos también referirnos), integrado en escritura pública notarial e inscrito en el registro mercantil. Esta, enmarcada en lo que no puedo referirme sino como a vicisitudes propias en la constitución de un sujeto de derecho societario que ocupa y genera efectos públicos y privados de tremenda connotación y que, por ende, necesita de nuestra atención en aras de dilucidar los alcances positivos y negativos que de ello devienen y, si es posible, la interpretación que mejor se avenga a la seguridad jurídica (y del tráfico mercantil).

Entiendo que la dificultad radica en la distinción entre los vicios de forma y los de fondo al momento de la constitución de una sociedad personificada. Y ello es así porque, reiteramos, la regulación societaria aparentemente ha reservado sus pronunciamientos hacia las sociedades que alcanzan el registro, y, por tanto, generan la personalidad (jurídica), inscripción que concede, constituye y genera derechos *ex novo*; mas la ley hace *mutis* respecto a aquellas otras que, sociedades también, no concluyen el *iter* constitutivo de manera mandatoria regular, esto es, con la inscripción registral (y, por ende, carecen de personalidad), por lo que se manifiestan en la práctica como sociedades irregulares o internas.

En muy apretadas cuentas, se ha de verificar ello cuando el pacto social (la decisión de crear una sociedad que integra al Estatuto²) contenga uno o más de los siguientes vicios, considerados *numerus clausus*,³ o de nulidades tasadas, a saber:

1 Lo que sigue del párrafo es un resumen casi estricto del texto legal peruano.

2 Lo cual es en algunos casos discutible, pues en las sociedades *de facto*, o de hecho, este estatuto no es sino aparente, o virtual. Allí es donde ante la no materialización del negocio (la constitución de facto) o, si se quiere, su falta de instrumentalización, referirse al Estatuto resulta tácito.

3 Esta solución ha sido adoptada por la mayoría de los Estados, entre ellos los de América y Europa, y, por supuesto, no se asimilan ni reproducen de manera exacta los casos conforme a la legislación peruana. Así, por ejemplo, la Directiva 2009/101/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 16 de septiembre de 2009, que señala: Considerando: [...] (10) Es necesario, con el fin de garantizar la seguridad jurídica en las relaciones entre la sociedad y los terceros, así como entre los socios, limitar los casos de nulidad, así como el efecto retroactivo de la declaración de nulidad y fijar un plazo breve para la oposición de terceros a esta declaración [...].

[(i) incapacidad de gestante, o ausencia de su consentimiento, (ii) objeto ilícito; (iii) estipulaciones ilegales u omisión de las obligatorias; y/o (iv) omisión de tipicidad], que estarán sujetos a declaración judicial civil en proceso abreviado mediante sentencia firme, donde el demandante será todo aquel que tenga legítimo interés, y la demandada será la propia sociedad, antes del plazo de caducidad acotado por ley, y siempre que antes de ello la causa no haya sido eliminada formalmente, o cuando la omisión pueda ser suplida por norma vigente y no haya sido condición esencial para la celebración del pacto.

Conforme a lo acotado, pueden ya vislumbrarse una serie de instituciones y efectos sobre los que intentaremos escudriñar posiciones, a la vez de enmarcar el camino con los conceptos más afines que permitan favorecer una explicación y cauce cuyas consecuencias sean las más eficientes para la mayoría.

Del mismo modo, verificaremos cómo es que esta institución debe ser entendida y aplicada al caso de sociedades que devienen irregulares y respecto de las no inscritas, lo mismo que para aquellos casos no tipificados.

Sin embargo, hacemos nota respecto a que el estudio de la institución es extenso, por lo que resulta imposible agotar aquí todas las cuestiones relacionadas.

En estas líneas definiremos primero los conceptos esenciales para, luego, comentar de manera sucinta cada artículo de la ley que regula esta materia.⁴

2. Conceptos preliminares

2.1. La sociedad

Es evidente que antes de pasar al análisis de la institución de la nulidad en sede societaria, sus presupuestos, elementos, requisitos y efectos, resulta indispensable verificar y conocer la institución jurídica de la sociedad como tal.

Artículo 12. La legislación de los Estados miembros solo podrá organizar el régimen de nulidades de sociedades en las condiciones siguientes: a) la nulidad deberá ser declarada por resolución judicial; b) la nulidad solo podrá declararse en los casos contemplados en los incisos i) a vi): i) la falta de escritura de constitución o la inobservancia de las formalidades de control preventivo, o bien de la forma pública, ii) el carácter ilícito o contrario al orden público del objeto de la sociedad, iii) la ausencia, en la escritura de constitución o en los estatutos, de indicaciones relativas a la denominación de la sociedad, o a las aportaciones, o al importe del capital suscrito, o al objeto social, iv) la inobservancia de las disposiciones de la legislación nacional relativas al capital social mínimo desembolsado, v) la incapacidad de todos los socios fundadores, vi) el hecho de que, contrariamente a la legislación nacional que regule la sociedad, el número de socios fundadores sea inferior a dos.

Aparte de estos casos de nulidad, las sociedades no estarán sometidas a ninguna causa de inexistencia, de nulidad absoluta, de nulidad relativa o de anulabilidad. Esta norma reemplazó a la Primera Directiva del Consejo (68/151/CEE) de 9 de marzo de 1968, que en su oportunidad regulaba la materia de manera casi idéntica.

⁴ Podrá verificarse que en el Perú el tratamiento de esta figura es muy escaso, por lo que por todos me remito a Enrique Elías Laroza (1998a) y a Ricardo Beaumont Callirgos (2007). En ambos casos, coincido en que las causas y la figura misma de la nulidad societaria no es asimilable a la institución civil para actos y contratos, como lo justifico en este trabajo. Permítaseme entonces la remisión subsecuente a doctrina y legislación extranjera, haciendo incidencia en los modelos regionales inspirados en la misma tradición jurídica como son el argentino, el uruguayo, el mexicano, el español, entre otros, en los que me apoyaré en adelante.

Conforme al artículo primero de la Ley General de Sociedades Peruana de 1998, Ley 26887 (en adelante, LGS): «Quienes constituyen la Sociedad convienen en aportar bienes o servicios para el ejercicio en común de actividades económicas».

Las características esenciales del instituto jurídico reunidas allí son: a) Pluralidad de socios; b) Convención inicial de un corporativo; c) aportes valorizados diferenciados, y sus repercusiones en las relaciones internas y externas, y sus plazos; d) ejercicio común de actividades; y, e) la naturaleza de las actividades dispuestas. Estas notas particulares guardan íntima y estrecha relación con las causales de nulidad regidas por el artículo 33 de la LGS y que analizaremos más adelante.

Sin perjuicio de ello, hemos de mencionar las graves omisiones de la ley, como son las menciones al lucro, mercantilidad, organización, aportes mínimos, entre otros; y la aparente contradicción con otros artículos de la misma ley, cuestiones estas últimas respecto de las cuales nos pronunciaremos también más adelante.

2.1.1. Pluralidad de socios

Como se puede observar, resulta obvio que la ley imputa pluralidad de personas para la constitución de una sociedad cuando usa la palabra «quienes». De ahí los predicamentos se suceden desde el momento en que se discute si la pluralidad de socios constituye *per se* una condición *sine qua non* de permanencia de la sociedad.

Esta no es una cuestión menor, pues tiene gran incidencia en la figura de la nulidad, ya que, como veremos luego, una de las causales de la misma es la ausencia de consentimiento válido o incapacidad de un número de fundadores que determine que la sociedad no cuente con la pluralidad exigida por ley. Lo mismo tiene relación con la discusión de la unipersonalidad, hace ya tiempo en debate.

En efecto, y citando a la propia LGS en sus artículos 4 (específico sobre la pluralidad de socios), 407 (sobre causales de disolución) y 423 (causales de irregularidad), podemos prever lo siguiente:

Artículo 4.- Pluralidad de socios. La sociedad se constituye cuando menos por dos socios, que pueden ser personas naturales o jurídicas. Si la sociedad pierde la pluralidad mínima de socios y ella no se reconstituye en un plazo de seis meses, se disuelve de pleno derecho al término de ese plazo.

No es exigible pluralidad de socios cuando el único socio es el Estado o en otros casos señalados expresamente por ley. (Cursivas nuestras)

La LGS expresamente dispone entonces que hay casos en los que puede admitirse la creación de un ente societario que carezca de pluralidad, así como otros en los que, luego de constituida, se pierda esa pluralidad sin que ello afecte su existencia inmediata, ni que a partir de ello se verifique un destino indubitablemente fatalista de la misma.

En primer lugar, la pluralidad no es esencial para que una sociedad se constituya *ab initio* en todos los casos, como tampoco *in medias res* y/o *in extremis* para que subsista.⁵

5 Obviamente, se desprende la distinción entre la constitución societaria reglamentaria afecta al sis-

Esto último debe ser concordado a su vez con los artículos 76 y 77 del Código Civil, que en materia de personas jurídicas reconoce dos sistemas de constitución aplicables, entre ellos el que las produce mediante la promulgación de una ley *ad hoc* (véase Ennecerus-Kipp-Wolff, 1974; Spota, 1968; Ferrara, 1929).⁶ En consecuencia, una ley peruana puede perfectamente crear, autorizar y regular una sociedad con un solo socio. De hecho, ello ha sucedido en varias oportunidades, como son

tema normativo, propia de los particulares, de la constitución societaria afecta al sistema de concesión (o simple), propia de la administración pública. No hay discusión alguna respecto al segundo caso y la unipersonalidad que puede acarrear.

6 Este último señala, con razón: «[...] los hombres no pueden producir por su voluntad sujetos de derecho; esta es la misión del Estado, dominio suyo. El reconocimiento, por lo tanto, tiene eficacia constitutiva, y no solo en las corporaciones, sino también en las fundaciones». Valga apuntar que esta cita corresponde a un momento en el que las concepciones jurídicas confundían los conceptos de sujeto de derecho y persona, cuestión que posteriormente se diferenció.

La ley reconoce estos dos sistemas, aun cuando la historia y la doctrina cronológicamente han recogido otros más, siendo tres los sistemas de constitución de personas jurídicas societarias (y no societarias) más estudiados:

- a. El sistema de libertad de constitución o de libertad de asociación;
- b. El sistema de concesión, o puro o estatal, y;
- c. El sistema normativo, reglamentario o de determinaciones normativas.

El sistema de libre constitución predica que las personas deciden su unión para cumplir un fin determinado con un instrumento reglamentario corporativo —el pacto y estatuto—; así, de una parte acuerdo y de otra parte una ley interna que expresa principalmente determinados elementos: (i) fines (lícitos, valiosos y posibles), (ii) formación del patrimonio, y (iii) organización social, todo lo que da lugar al nacimiento de un nuevo ente; obviamente, contando de por medio con una declaración unánime de voluntad de los miembros para hacerlo así, y siempre que estos últimos tengan la capacidad necesaria para obligarse en ese sentido y entre sí (presupuesto), lo que reconoce el Estado como válido y vinculante; sin necesidad de procedimiento burocrático; por su parte, el *sistema de concesión* reconoce al corporativo capacidad jurídica en virtud de concederle directamente personalidad el Estado (normalmente mediante la promulgación de una ley) sin trámite previo alguno, esto definido desde dos vertientes: (i) la que supone un control absoluto y directo sobre las actividades, y (ii) la que reconoce lo obvio, la capacidad del Estado para crear personas jurídicas; y finalmente el *sistema de las determinaciones normativas o normativo*, atribuye personalidad y por ende capacidad jurídica a un ente cuando se cumplen determinados requisitos legales, expresamente reglamentados, cumplimiento que es atestiguado por un acto administrativo de autoridad —que comprueba si las condiciones exigidas por la ley se han cumplido—, generalmente por medio de la inscripción en un registro de carácter público. Es así que se produce el nacimiento de la persona jurídica. Si se analiza, siempre es una concesión pública la que origina el nacimiento del ente. Bajo el segundo sistema el Estado puede organizar como mejor requiera la estructura corporativa, y bajo el último sistema los privados están limitados a las estructuras tipificadas previamente establecidas para conformar los corporativos. Algunos autores reconocen también un cuarto sistema, el de *Control Permanente*, donde el Estado no solo regula la autorización y funcionamiento de la sociedad, sino que también las somete a inspección constante, cuyo incumplimiento acarrearía efectos nocivos para la organización, incluyendo su liquidación. En el Perú se reconocen la aplicación de los sistemas de concesión y normativo conforme se desprende del articulado del Código Civil citado, y el correspondiente de la LGS, la ley de EIRL y de la Ley de Cooperativas. En todos los casos, es el Estado quien concede la personalidad jurídica. De ahí que la personalidad jurídica nace con la inscripción en el registro público, que es efectuada por funcionario público, el registrador, y es a través de ese acto administrativo por el que se concede la personalidad, creándose derechos *ex novo*. Para el caso del nacimiento de la personificación societaria, el registro cumple una función constitutiva de derechos, y no declarativa, como ocurre casi en la generalidad de los otros registros públicos (de bienes muebles e inmuebles), que obviamente por su propia naturaleza son distintos.

los casos de la Ley 29314 que crea Fame SAC, y la Ley 30469, que crea Seman Perú SAC, como ejemplos recientes.

Obviamente, para efectos y ejecución por parte de los privados, parece forzosa la pluralidad *ab initio*, tal como se encuentra dispuesto en el texto de la ley.

In medias res, el artículo 407 de la LGS determina: «Causas de disolución: La sociedad se disuelve por las siguientes causas: [...]. Falta de pluralidad de socios, si en el término de seis meses dicha pluralidad no es reconstituida», a su vez, el artículo 408 señala: «[...] La sociedad en comandita simple se disuelve también cuando no queda ningún socio comanditario o ningún socio colectivo, salvo que dentro del plazo de seis meses haya sido sustituido el socio que falta [...]».

Ya nos hemos pronunciado antes respecto a la distinción entre la figura de la disolución (una institución única) de las causas que la justifican (varias, según lo prevea cada ley corporativa), donde estas últimas constituyen los presupuestos de aquella (Salazar Gallegos, marzo de 2016).⁷ Las causas de disolución se verifican, conforme decisión de política legislativa, mediante: (i) actos jurídicos, (ii) hechos jurídicos y (iii) actos procesales, según el caso, todos ellos formales, taxativos, de acuerdo con ley y/o el estatuto social. En teoría (y según la ley), se produce una causa de disolución, luego de lo cual se puede adoptar una decisión que la supere o que la convalide. Si no hay acuerdo, la consecuencia es la irregularidad. Si lo hay (acuerdo), la solución implica la liquidación y posterior inscripción registral de la extinción societaria.

Existe poca coincidencia de criterios respecto de la disolución misma y sus causas, pues mientras que algunos autores señalan que en tanto el estatuto y el pacto societario pueden ampliar el universo de causas señaladas por ley o tasadas, estas dejan de ser taxativas, y que, en la mayoría de los casos, pero no en todos, ni obligatoriamente, dan inicio al procedimiento de liquidación de relaciones jurídicas de la sociedad, que es posterior a ellas. Estas (causas) se constituyen en supuestos que determinan en algunos casos la liquidación posterior de la sociedad (que implica resolver las relaciones jurídicas de las mismas y hacer líquido en lo posible el patrimonio), y luego la extinción de la persona jurídica (que se produce indefectiblemente a través de una inscripción registral, que verifica la legalidad del cumplimiento de la liquidación, para luego, en virtud de acto administrativo, cerrar la partida electrónica de la sociedad, con lo que se produce su muerte).

En este sentido, la figura jurídica de la disolución, aisladamente considerada, se manifiesta primero como una condición o estado jurídico de la organización societaria inscrita, que incurre en causal determinada por ley o el estatuto. En la mayoría de casos, y por aplicación de principios generales, ineludiblemente el principio de conservación o continuidad corporativo (o de empresa), esta causal es factible de ser superada, en un plazo no tan claramente dispuesto.⁸

No obstante, si la causal permanece, la solución legal, que se manifiesta como una sanción, es la irregularidad societaria, cual es el efecto que se produce en la

⁷ En la doctrina nacional conviene revisar Elías Laroza (1998a y 2015), Montoya Alberti (2003) y Beaumont Callirgos (2007).

⁸ No es del todo precisa la ley en este aspecto, y al parecer no puede serlo, pues la exacta manifestación temporal de cada causal no es fácil de conocer y comprobar.

organización y sus actos, la misma que puede ser declarada de forma privada o pública, y que puede operar de pleno derecho.

No ocurre entonces que la sociedad «se disuelva» propiamente, expresión esta última equívoca, que podría llevarnos a pensar en una situación de inoperatividad o en la disolución *ipso facto* del vínculo entre los socios o de la sociedad, lo que en la práctica no se produce, pues la organización afectada por la causal podría seguir operando si así lo quisiese, manteniendo sus relaciones jurídicas y/o generando nuevas; y los socios podrían preservar sus relaciones con y para con la sociedad, y entre sí por la llamada *affectio societatis* (véase Salazar Gallegos, 2007; Halperin, 2000, 294-297; Ferrero Diez Canseco, 1998, p 18; Hundskopf Exebio, 2004a, p. 16; Fernández Sessarego, 1990a).

Los efectos de la irregularidad entonces están contenidos en el artículo 424 de la LGS, que prescribe: «Los administradores, representantes y, en general, quienes se presenten ante terceros actuando a nombre de la sociedad irregular son personal, solidaria e ilimitadamente responsables por los contratos y, en general, por los actos jurídicos realizados desde que se produjo la irregularidad [...]».

Mención importante es aquella que debe distinguir entre causales de disolución denominadas de pleno derecho y otras pertinentes como las contenidas en el estatuto, el pacto, o acuerdo expreso, o de otra procedencia, donde se reconoce que la primera ocurre por solo imperio de la ley, es decir, *ipso iure*, sin necesidad de pronunciamiento por parte de la sociedad, pero al igual que las otras, está sujeta a regularización, salvo, obviamente, lo prescrito por la LGS en el numeral 7 del artículo 407. Así lo ha entendido el Tribunal Registral peruano conforme al Pleno L, que además indicó: «[...] debe señalarse que la Ley no desconoce los actos que realizan estas sociedades, incluso el artículo 428 reconoce como válidos los contratos que celebren las sociedades irregulares con terceros, de ahí que resulta justificable no descartar una posición interpretativa que tiende a la conservación de la sociedad y por ende al tráfico mercantil»; y que: «Las sociedades irregulares por haber incurrido en causal de disolución prevista en la Ley, pacto social o estatuto no pierden el derecho a regularizarse», lo que verifica que no distingue de aquellas que operan de pleno derecho.⁹

9 Además del Pleno Registral L, realizado entre el 3 y el 5 de agosto del año 2009, debe citarse en paralelo a la Dirección General de los Registros y del Notariado española que a igual razón, en su Resolución de 12 de marzo de 2013 (entre muchas otras), contiene como doctrina consolidada, que: «[...] la expresión “disolución de pleno derecho”, expresión procedente del artículo 152 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951, [...], hace referencia a la mera circunstancia de que la sociedad entra en disolución por la concurrencia del supuesto previsto en la Ley sin que sea preciso una previa declaración social al respecto. De este modo se distingue la disolución de la sociedad derivada de un acuerdo societario (meramente voluntario, artículo 368 de la Ley de Sociedades de Capital, o provocado por la concurrencia de causa de disolución, ex artículo 362 de la propia ley), de aquellos otros supuestos en que la disolución se produce “ipso iure” al concurrir el supuesto previsto legalmente (por ejemplo, disposición transitoria primera de la Ley 2/2007, de 15 de marzo, de sociedades profesionales)». Recuérdese que la LGS peruana sigue y es tributaria en muchísimos aspectos de la legislación y doctrina españolas.

Entonces, y aun cuando se haya perdido la pluralidad, se haya incurrido en causal de disolución y se haya sancionado a la sociedad con la irregularidad, esta puede seguir funcionando, y ello también lo reconoce textualmente la ley.¹⁰

Hemos de recordar también que incluso el acuerdo de disolución es revocable (LGS, artículo 437),¹¹ cuestión tributaria del principio de conservación o continuidad, nuevamente; además, y en consecuencia, cualquier procedimiento de liquidación en marcha puede también dejarse sin efecto, salvo lo antes apuntado para la causal que se fundamenta en resolución judicial firme de la Corte Suprema de Justicia.

Particular mención merece el hecho de que la falta de pluralidad de socios y el funcionamiento de sociedades bajo tal régimen han empujado a una parte de la doctrina nacional para que abogue por la institucionalidad de la sociedad unipersonal (véase Robilliard D'onofrio, 2011; Montoya Stahl, 2010),¹² más allá de su comprobada vigencia en otras latitudes.¹³ En ese sentido, el Anteproyecto de Ley General de Sociedades peruana de 2018 (ALGS) la ha comprendido.¹⁴ Esto, obviamente, tendría efecto inmediato en la regulación de la nulidad societaria.

Al respecto, conviene mencionar que la falta o necesidad de plurilateralidad subjetiva como característica de la sociedad no es más un mito. Desde la composición de las Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada (EIRL) y, luego, la aprobación de la Sociedad Unipersonal en distintos ordenamientos (si bien similares, no iguales, y de posible funcionamiento paralelo), producto primero de una necesidad práctica del tráfico mercantil, luego de un sinceramiento de las relaciones jurídicas (desterrando simulaciones, como las sociedades de favor o cómodo), la unipersonalidad se ha impuesto. Obviamente, esto ha desatado debates y disquisiciones teóricas, habiéndose incluso recurrido al expediente argumental del excesivo dogmatismo en materia corporativa, que rechazamos. Por el contrario, esto no es otra cosa que el devenir de la dinámica empresarial y societaria, y la adaptación de las instituciones jurídicas a la realidad, que no implica necesariamente descoordinación conceptual.¹⁵

Sobre lo mismo, en absoluto comulgamos con la teoría del patrimonio separado, que, de fundamento inicial civil, pasó a orientar una explicación en puridad económica (si bien eficiente en esos aspectos, insuficiente en materia jurídica).

10 LGS, «Artículo 428.- [...] Son válidos los contratos que la sociedad celebre con terceros».

11 LGS, «Artículo 437.- Revocación de acuerdo de disolución

La revocación del acuerdo de disolución voluntaria se inscribe por el mérito de copia certificada del acta de la junta general donde conste el acuerdo y la declaración del liquidador o liquidadores de que no se ha iniciado el reparto del haber social entre los socios».

12 Y fuera, Francisco López del Rey (2008), Eduardo Jequier Lehuedé (2011), Fabio Andrés Bonilla Sanabria (2008), entre muchos otros.

13 En la Unión Europea, la Directiva 2009/2012 7CE; antes, la duodécima directiva 89/667/CEE del Consejo, de 21 de diciembre de 1989. Lo mismo en Chile, Argentina y otros.

14 ALGS 2018, «3.2. La sociedad anónima y la sociedad comercial de responsabilidad limitada pueden constituirse con el acuerdo de dos o más personas, naturales o jurídicas, o mediante un acto unilateral. En estas formas societarias no es exigible la pluralidad de socios».

15 Conviene revisar en nuestro medio a Paolo Robilliard D'onofrio (2011) y Alfonso Montoya Stahl (2010).

Y es que el negocio jurídico societario, como desarrollamos con mayor pulcritud en el siguiente numeral (2.1.2.), es un acto de organización, y este hoy día se entiende y hace referencia tanto a la estructura funcional del tipo corporativo y su gestión como a la composición personal misma del ente. De ahí también que la personalidad jurídica como acto administrativo concesional público no dependa de la pluralidad en esencia (aspecto estrictamente formal), y se pueda hacer referencia a la asociatividad personal basada justamente en la organización corporativa.

Del mismo modo, los derechos fundamentales de asociación, empresa y contratos, como fundamento de las organizaciones, merecen revisión, pues, como antes hemos puesto de manifiesto, el Tribunal Constitucional, según su composición, no ha sido consistente al respecto (Salazar Gallegos, 2015a). Creemos, en esta línea, que el derecho de asociación es suficiente para explicar ello.¹⁶

No es menor hacer mención a que el principio puede encontrarse anclado a diversas normas en el ordenamiento jurídico peruano vigente, a saber: la ley de EIRL; las Sociedades de Propósito Especial, reguladas en la Ley de Mercado de Valores (LMV), artículo 327; el Estado como socio, según la LGS, artículo 4; la décimo cuarta disposición final de la L. 26702 sobre Cajas Municipales de Ahorro y Crédito; y en el CC, la Fundación; todas como claros ejemplos de corporaciones, algunas societarias, de un solo socio.

Como ha de observarse, si la pluralidad ya no constituye un elemento material o parte del mismo para un corporativo, la discusión sobre la nulidad por falta de pluralidad devendría irrelevante u ociosa, y por demás costosa.

Finalmente, debe entenderse que la pluralidad de socios puede estar conformada tanto por personas naturales y/o jurídicas. La misma regla sirve para asociaciones y otras personas jurídicas, salvo remisión contraria de la ley especial.

2.1.2. La convención inicial y el nacimiento del ente societario (corporativo)

Algunos autores han reconocido que cuando la norma acotada señala que las partes «convienen en aportar», ello significaría que la LGS se ha decantado expresa y decididamente por la teoría contractualista que justifica la existencia de sociedades, y, en casos concretos, justificar a su vez una teoría de sociedad-contrato.

Esta referencia, como también veremos, resulta de vital importancia, pues, llegado el caso, determinaría en teoría la funcionalidad de la aplicación de reglas del derecho de los actos jurídicos en general y/o de los contratos a la institución de la nulidad societaria, especialmente a las irregulares, que, como ya hemos señalado, no son mencionadas en la normativa societaria que solo aplica a las sociedades inscritas.

2.1.2.1. La naturaleza de las corporaciones y el contrato de sociedad

Particularmente, he entendido que los sistemas pilares fundamentales del derecho civil patrimonial, es decir, la propiedad, los contratos y la responsabilidad

¹⁶ Conviene revisar, para mayor ilustración, a Francesco Galgano (2004) y Sofía Salas Murillo (1998), entre otros.

civil, resultan por sí mismos y en conjunto insuficientes para explicar el funcionamiento y existencia de las corporaciones, aun cuando hay quienes abogan por lo contrario.

Tales sistemas no completan la explicación a las preguntas de rigor respecto a una sociedad: ¿cómo aseguramos la cohesión de grupos organizados en el tiempo y su estabilidad, es decir, su permanencia en el tiempo, su duración?; ¿cómo hacemos para que el grupo como organización de sujetos sobreviva a los miembros, de existencia finita?; ¿cómo asignamos bienes diferenciados a un fin (corporativo) organizado sin que exista un propietario (si la corporación no es una persona, ¿qué es?)? El patrimonio debe estar unido a «alguien», un sujeto, no a un objeto; ¿cómo enfrentamos la regla de unidad de patrimonio? Es decir, la separación de propiedad de una persona, de tal forma que evidenciamos su destino puramente empresario y no lo asignemos a su masa patrimonial como un todo único; y ¿qué sucede con la copropiedad?, ¿cómo evitamos que un condómino solicite su liquidación, el reparto, y se acabe la indivisión de ese patrimonio, cual es la regla general?; ¿cómo asignarles valor a estos entes y/o su patrimonio?; ¿cómo es que le trasladamos bienes y en qué calidad (derecho, préstamo, uso, propiedad) a este ente y que fracción le entregamos?; ¿cómo hacemos para organizar los actos y tomar decisiones sin el acuerdo de todos los miembros (numerosos)?, entre otros.¹⁷

Es el régimen de sociedades, y de manera más precisa el derecho corporativo o de personas jurídicas, el que presenta reglas que superan las limitaciones apuntadas en las interrogantes antes expuestas, y de ahí su autonomía, desarrollo y estudio diferenciado.

De las múltiples teorías que se han esgrimido al respecto,¹⁸ la sociedad contrato es rebatida inmediatamente por la sociedad sujeto (no necesariamente persona), donde los sistemas de: (i) propiedad (en las sociedades no hay copropiedad, hay un patrimonio separado titularizado por la sociedad, que responde individualmente, y los acreedores tienen preeminencia sobre aquel con relación a los socios —que no son propietarios de la sociedad—, y está sujeto a liquidación) (Kraakman, y otros, 2004); (ii) responsabilidad (que no es personal de los socios ni de sus gestores, sino del sujeto corporativo societario individualmente considerado, y este sujeto y su patrimonio (autónomo) responde por las obligaciones sociales (que deviene del

17 Conviene revisar a Henri y Léon Mazeaud, y Jean Mazeaud (1959).

18 La teoría de la ficción (Savigny); Ihering, que propugna a los miembros de la persona jurídica como destinatarios finales, donde la *forma sirve como mecanismo* para la consecución de un fin común de los miembros. La forma no tiene intereses ni fines, el derecho sirve a sus destinatarios; la teoría de los patrimonios de afectación de Brinz y Bekker, que señalan que debe hablarse *de destinación* y no de destinatarios. Así, la persona jurídica disimula la existencia de un patrimonio afectado a un fin; Gierke, con su teoría orgánica, donde la persona jurídica tiene vida propia. Es una persona compuesta por órganos. Se trata de un organismo social; Kelsen, con la teoría pura del derecho, donde la persona jurídica figura como centro ideal de imputación de normas; Cossio, con su teoría egológica, donde la persona jurídica es igual a sus miembros. Su existencia está en el hombre; la teoría tridimensional de Fernández Sessarego, en la que la persona jurídica se constituye como una organización de personas con fin valioso, formalizada en una inscripción, gravitando: 1. Conducta humana intersubjetiva: pluralidad, 2. Valores jurídicos: fin, y 3. normas jurídicas: reconocimiento; la teoría contractualista, la teoría institucionalista, entre otras.

establecimiento de relaciones jurídicas también individualizadas), generando una imputabilidad identificada en un ente distinto y capaz, ya que las relaciones jurídicas se establecen con aquel; y, (iii) contratos (los fundadores hacen declaraciones paralelas que generan un sujeto de derecho, ente capaz, y no le son aplicables las reglas de validez, nulidad, y otras de los actos jurídicos); no explican por sí solos ni en conjunto la forma, tipicidad, ni relaciones jurídicas internas ni externas que se generan por el nacimiento del sujeto societario; ello lo hace el derecho corporativo, con reglas propias.

Incluso ante el escenario de la muerte de todos los supuestos contratantes (socios), la sociedad pervive, y ha de ser liquidada para, solo entonces, solicitar su extinción.

Del mismo modo, la consecuencia de la toma de acuerdos por mayoría y no por unanimidad, y la propia naturaleza de la adopción de acuerdos, así como las reglas de separación y exclusión de socios, entre otras, distingue la realidad societaria de la relación contractual a la que se referían Hobbes y, en su caso, Locke.

Y si bien algunos contratos típicos generan sujetos de derecho limitados, como lo son para la administración tributaria, por ejemplo, los fondos de inversión de oferta privada, los fondos mutuos de inversión en valores, los patrimonios fideicometidos de sociedades tituladoras, y los contratos de colaboración empresarial que conllevan contabilidad independiente (entre ellos los *joint ventures*,¹⁹ la asociación en participación²⁰ y los consorcios²¹), todos estos tienen capacidad limitada;²² no los hay de los que generan sujetos de capacidad amplia, como lo son las sociedades. Esto mismo califican otros entes reguladores que pertenecen al aparato estatal, como la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.²³

19 Expresamente considerados como tales en la Ley General de Minería (a mi juicio, erróneamente).

20 LGS, «Artículo 440.- Contrato de asociación en participación.

Es el contrato por el cual una persona, denominada asociante concede a otra u otras personas denominadas asociados, una participación en el resultado o en las utilidades de uno o de varios negocios o empresas del asociante, a cambio de determinada contribución».

21 LGS, «Artículo 445.- Contrato de Consorcio.

Es el contrato por el cual dos o más personas se asocian para participar en forma activa y directa en un determinado negocio o empresa con el propósito de obtener un beneficio económico, manteniendo cada una su propia autonomía».

22 El artículo 21 del TUO del Código Tributario establece que tienen capacidad tributaria las personas naturales o jurídicas, comunidades de bienes, patrimonios, sucesiones indivisas, fideicomisos, sociedades de hecho, sociedades conyugales u otros entes colectivos, aunque estén limitados o carezcan de capacidad o personalidad jurídica según el derecho privado o público, siempre que la Ley le atribuya la calidad de sujetos de derechos y obligaciones tributarias.

En el mismo sentido, el Informe N.º 165-2009-SUNAT/2B0000: «[...] debe tenerse en cuenta que conforme a lo señalado en la Norma XI del Título Preliminar del TUO del Código Tributario, las personas naturales o jurídicas, sociedades conyugales, sucesiones indivisas u otros entes colectivos, nacionales o extranjeros, domiciliados en el Perú, están sometidos al cumplimiento de las obligaciones establecidas en dicho Código y en las leyes y reglamentos tributarios.

Fluye de la norma antes glosada que determinados entes colectivos pueden tener capacidad tributaria, aun cuando carezcan de personería jurídica y, en tal sentido, ser sujetos de derechos y obligaciones tributarias en tanto así lo disponga la normatividad correspondiente».

23 Resolución SBS N.º 789-2018 (Prevención de Lavado de Activos), cuando define que los entes jurídicos son: «i) patrimonios autónomos gestionados por terceros *que carecen de personalidad jurídica o*

Las nociones anteriores, de corte contractualista, se quiebran ante la existencia de un sujeto diferenciado, distinto a los socios que «pactan». Y es que ese pacto tiene un único propósito, y genera de manera inmediata un sujeto de derechos, lo que distancia una idea contractual destinada a generar una relación de cambio *versus* la idea de organización funcional. El concepto de sujeto generaría una separación formal, y absoluta, que haría imposible referirse a un contrato. Obviamente, se rechazan de manera liminar las seudonociones de contrato *sui generis*, que trafican en contra de una precisión conceptual y definición que permita identificar la naturaleza de la institución y que constituyen, entre otras, un fallido *tour de force*.

Y la sociedad no es cualquier sujeto, sino que es un ente con capacidad general, que obra en diversos campos, tal como así le ha sido reconocido. La persona jurídica societaria goza de derechos fundamentales, conforme antes se deducía expresamente del artículo 3 de la Constitución Política del Perú (CPP) de 1979, y hoy del artículo 2 de la CPP de 1993, conforme lo ha desarrollado a su vez el Tribunal Constitucional (TC).²⁴

No distinguiendo la expresión sociedad en sentido estricto de sociedad en sentido lato, o el acto constitutivo negocial y la sociedad como persona jurídica.

2.1.2.2. La sociedad inscrita, regular o personificada y sus efectos

En el caso de su registro, la personalidad se hace evidente, y las consecuencias jurídicas (del registro) resultan identificables con meridiana claridad.

ii) contratos en los que dos o más personas, que se asocian temporalmente, tienen un derecho o interés común para realizar una actividad determinada, *sin constituir una persona jurídica*. Se consideran en esta categoría a los fondos de inversión, fondos mutuos de inversión en valores, patrimonios fideicometidos y consorcios, entre otros determinados por la Superintendencia» (*cursivas nuestras*).

24 Exp. N° 4972-2006-PA/TC:

9. «En la lógica de que toda persona jurídica tiene o retiene para sí un conjunto de derechos, encuentra un primer fundamento la posibilidad de que aquellos de carácter fundamental les resulten aplicables. En el plano constitucional, por otra parte, existen a juicio de este Colegiado dos criterios esenciales que permiten justificar dicha premisa: a) *La necesidad de garantizar el antes citado derecho a la participación de toda persona en forma individual o asociada en la vida de la nación, y b) La necesidad de que el principio del Estado democrático de derecho e, incluso, el de dignidad de la persona, permitan considerar un derecho al reconocimiento y tutela jurídica en el orden constitucional de las personas jurídicas.*

10. Con respecto a lo primero, queda claro que, si a toda persona natural se la habilita para que pueda participar en forma individual o asociada, mediante diversas variantes de organización (principalmente personas jurídicas) es porque estas últimas retienen para sí una multiplicidad de derechos fundamentales. En otras palabras, el ejercicio del derecho a la participación en forma asociada (Derecho de asociación) solo puede resultar coherente cuando la propia Constitución no niega, sino que, antes bien, permite la existencia de derechos fundamentales que garanticen su eficacia. No existe otra conclusión posible, pues de lo contrario se tendría que admitir un absurdo como el de un derecho que, siendo fundamental en su reconocimiento y estructura, carezca, no obstante, de incidencias o garantías en el orden constitucional.

11. Con respecto a lo segundo, este Colegiado considera que el no reconocimiento expreso de derechos fundamentales sobre las personas jurídicas no significa tampoco y en modo alguno negar dicha posibilidad, pues la sola existencia de un Estado democrático de derecho supone dotar de garantías a las instituciones por él reconocidas [...].

El nacimiento y reconocimiento de la sociedad *per se*, pues, permite verificar distintos principios esenciales en materia de corporaciones. Así, reconoce la dualidad existente entre la persona jurídica y sus miembros, que permite verificar la función del *principio de alteridad* (Breccia et al., 1992), que de manera muy sucinta revela la distinción entre el corporativo y quienes lo conforman; aun cuando resulta de mucha más utilidad en los entes carentes de personificación y en aquellos que, gozando de tal categoría, devienen irregulares.

Al mismo tiempo, se asume la capacidad inherente a cada uno de ellos (Espinoza Espinoza, 2014), siendo sujetos diferentes la corporación (como sujeto de derechos singular), de quienes la conforman (sus socios, quienes a su vez constituyen cada cual un sujeto de derechos singularizado), pues la capacidad es consustancial a cada uno de manera individualizada y exclusiva, como entes distintos.²⁵

Se reconoce también, en consecuencia, el *principio de separación patrimonial*—si hay sujetos distintos, las esferas patrimoniales también lo son, dado que la propietaria del patrimonio de la corporación es ella misma (De Castro y Bravo, 1981), o también llamado *principio de radical separación entre la entidad y sus miembros* (Lyon Puelma, 2006)—. Otros afirmarán que se corrobora el *principio de autonomía patrimonial*—supeditado a su vez en sus efectos a la formalización del ente como regular o irregular, y al tipo social— con autonomía patrimonial perfecta o imperfecta, con socios comanditarios o colectivos (Espinoza Espinoza, 2014)—.²⁶ Y sigue el *principio de unidad patrimonial* (a cada individuo, ente o sujeto, le corresponde un único y exclusivo patrimonio individualizado).

Finalmente, observamos la aplicación en este caso de la *responsabilidad limitada* de los socios y administradores—que no constituye un principio, sino una consecuencia, que viene dispuesta como resultado de la autonomía patrimonial, que, en el caso particular de las sociedades anónimas, y las sociedades de responsabilidad limitada, por ejemplo, es perfecta, total o absoluta, como también se le llama—, por mandato de la ley. No ocurre lo mismo en otros tipos societarios donde los socios responden de manera subsidiaria, solidaria e ilimitada de las obligaciones sociales.

Si tuviéramos que hacer un breve resumen o listado sobre los efectos que produce el nacimiento de la sociedad personificada en el registro, es importante poner en evidencia lo siguiente:

1. Crea derechos *ex novo*, al conceder la personalidad jurídica como tal. En este caso, y contrario a la mayoría de registros, el de sociedades es constitutivo de derechos. Por tanto, constituye y declara la existencia de un nuevo sujeto de derechos, centro de imputación unitaria ideal de deberes y derechos (Fernández Sessarego, 1990b);²⁷ en este caso, una persona jurídica. Debe recordarse que la personificación no es consustancial a todos los sujetos de derecho distintos al

²⁵ Conviene revisar Espinoza (2014) y Fernández Sessarego (1990a).

²⁶ También, Javier de Belaúnde López de Romaña (2003).

²⁷ También, legislativamente amparado en: artículo 6 de la LGS; artículo 77 del CC, ya citados.

hombre individualmente considerado,²⁸ sean estos reconocidos por la normativa de manera particular o no.²⁹

2. Genera capacidad general al ente. En realidad, esta le es inherente, como ya hemos precisado (véase Espinoza, 2003; Páez, 1964).
3. La identificación anterior viene dispuesta por ley y se atribuyen al nuevo sujeto características materiales que lo individualizan del resto de entidades, tales como el abrir una partida registral única³⁰ y exclusiva, y establecer un nombre también único, denominación o razón social, que no puede coincidir con la de ninguna

28 «[...] En este sentido, un sujeto de derecho es una categoría jurídica *per se*, y si bien las personas jurídicas son sujetos de derecho, no son los únicos que existen (en todo caso, forman parte de una estandarización formal), pues para encontrarnos con este tipo de realidades, basta reconocer ciertos elementos unívocos que les son comunes. Los sujetos de derecho no siempre surgen, entonces, como consecuencia de un acto estatal y/o sistema que reconozca su calidad de tal; por lo que no son *numerus clausus*, como sí ocurre con las personas jurídicas. Existen pues sujetos de derecho personificados y sujetos de derecho no personificados» (Salazar Gallegos, 2004, pp. 60-61).

29 Sujetos de derecho apreciados normativamente son aquellos que dispone el CC en los artículos 124, 127, 130 y demás aplicables, cuando legitima a la asociación, fundación y comité no inscritos —lo que a nuestro parecer es un error en el *nomen iuris* y en la técnica legislativa, pues se es asociación, fundación o comité o no se es— y el artículo 423 de la Ley General de Sociedades, Ley 26887, al reconocer a las sociedades irregulares; no obstante los sujetos de derecho no personificados constituyen *numerus apertus*, por lo que el reconocimiento aludido por las normas citadas no cierra el universo de estudio. Vale aquí mencionar al maestro sanmarquino Carlos Fernández Sessarego, cuando señala: «Sujeto de derecho es el ente al cual el ordenamiento jurídico imputa deberes y derechos. En la experiencia jurídica —en la dimensión existencial— este ente o centro de referencia normativo no es otro que el ser humano, antes de nacer o después de haber producido este evento, ya sea que se le considere individualmente o como organización de personas. Es decir, el centro de referencia normativo tiene como su correlato a la vida humana, a los seres humanos en relación. El término «sujeto de derecho» resulta así genérico al designar cualquier modalidad que asuma la vida humana, en cuanto dimensión fundamental de lo jurídico. La expresión «persona» se reserva, en cambio y de acuerdo con la tradición jurídica, para mentar dos situaciones específicas dentro de las cuatro categorías de sujeto de derecho que reconoce el CC. Nos referimos con el término «persona» al hombre, una vez nacido, como individuo, o colectivamente organizado siempre que cumpla con la formalidad de su inscripción exigida por la norma. En el primer caso nos encontramos frente a la persona individual, a la que el Código menciona como «natural», y en el segundo ante la persona colectiva conocida como «persona jurídica» (1990a, p. 28). Debo hacer precisiones al último texto citado: (i) El CC no reconoce únicamente cuatro categorías de sujeto de derecho, sino varias: el concebido, la persona natural, la persona jurídica y las organizaciones de personas no inscritas son reconocidas por el articulado del CC como entes capaces, pero no expresamente como sujetos. En este sentido, se ha planteado que: «Con ello no se quiere decir que solo son sujetos de derecho los reconocidos como tales por el libro primero del CC peruano. En efecto, la sociedad conyugal, así como la unión de hecho, son otros centros de imputación de derechos y deberes» (Espinoza Espinoza, 2014); adicionalmente han existido y existen otros sujetos de derechos reconocidos por otras leyes, como sucede con el Código Procesal civil, el código tributario, etc.; y (ii) La noción de colectividad asimilada a la personalidad jurídica está superada por la ley y por ende el derecho, como se colige de la existencia legal de entes que carecen de dicha pluralidad de miembros, que ya hemos citado en este trabajo.

30 Resolución N° 200-2001-SUNARP/SN, Reglamento del Registro de Sociedades – (RRS), Título Preliminar, Artículo III. Principio de especialidad: «Por cada sociedad o sucursal se abrirá una partida registral en la que se extenderá su primera inscripción, que será la del pacto social o la decisión de establecer una sucursal, respectivamente, así como los actos inscribibles posteriores relativos a cada una. [...]».

otra realidad semejante.³¹ Este último efecto es conocido por la doctrina como «principio de unidad de la denominación» (Rojo, 2017, p. 187). Asimismo, es atendible el «principio de libre elección» (2017, p. 189)³² para escoger este, precepto que de acuerdo a ley y reglamentos registrales no es de carácter absoluto.

4. Identifica y delimita propiedad y derechos, así como garantías, mediante el reconocimiento de una esfera de autonomía patrimonial del ente creado —perfecta o imperfecta³³— distinta de acuerdo con el tipo de persona jurídica del que se trate; así, en algunos casos como consecuencia de esta última mención, se imputa responsabilidad limitada (Kraakman, y otros, 2004, pp. 7-8); de esta forma, los derechos cedidos a favor del nuevo ente (ahora propietario), bajo cualquiera de las formas típicas permitidas por la ley, se diferencian de los derechos que corresponden a sus *shareholders* (socios) y gestores, y no se confunden con los de estos últimos. La persona jurídica, ente individual, es titular de sus propios bienes y derechos, y es libre de usarlos, transferirlos y entregarlos como garantía a terceros (2004, p. 7); a esta función se la ha denominado el «principio o regla de garantía»; del mismo modo, esta atribución de propiedad establece una segunda regla o principio denominado «protección de liquidación», que asegura que los socios no puedan por iniciativa propia privar o retirar su porcentaje de participación respecto de la masa de activos que conforman el patrimonio de la persona jurídica, forzando la liquidación completa o parcial del ente.³⁴ La misma condición regiría respecto a los acreedores personales de esos titulares en relación con los activos de la persona jurídica (2004, pp. 7-8).

31 LGS, artículo 9. «La sociedad tiene una denominación o una razón social, según corresponda a su forma societaria. En el primer caso puede utilizar, además, un nombre abreviado.

No se puede adoptar una denominación completa o abreviada o una razón social igual o semejante a la de otra sociedad preexistente, salvo cuando se demuestre legitimidad para ello.

Esta prohibición no tiene en cuenta la forma social. [...]».

RRS, artículo 15. «No es inscribible la sociedad que adopte una denominación completa o abreviada o una razón social igual a la de otra preexistente en el índice. [...]».

32 Existen, entre otras, limitaciones al principio en función al contenido, estructura, y disponibilidad de la denominación o razón social.

33 Estaremos ante autonomía patrimonial perfecta en caso los miembros y administradores no respondan junto a la persona jurídica por las deudas que esta última contraiga; y nos encontraremos ante un caso de autonomía patrimonial imperfecta cuando los miembros respondan efectivamente con su patrimonio de manera solidaria e ilimitada junto a la persona jurídica por las obligaciones de esta última. Esta distinción viene referida por la regla de derecho que regula cada tipo en particular y se encuentra plasmada por lo tanto en nuestras leyes. Para una mejor comprensión del instituto me remito a Espinoza Espinoza (2004), quien ya ha tratado el tema. Las reglas de derecho sobre el particular se encuentran contenidas en el artículo 78 del CC: «La persona jurídica tiene existencia distinta de sus miembros y ninguno de estos ni todos ellos tienen derecho al patrimonio de ella ni están obligados a satisfacer sus deudas», y 31 de la LGS: «El patrimonio social responde por las obligaciones de la sociedad sin perjuicio de la responsabilidad personal de los socios en aquellas formas societarias que así lo contemplen».

34 Salvo por supuesto excepciones notables, como es la atención a un procedimiento de transformación del tipo regulado por ley, o de fusión e incluso en el caso de una escisión, donde se permite, bajo determinados supuestos, la separación del socio inconforme, identificando así un derecho de separación. Este derecho se encuentra regulado por la LGS en sus artículos 338, 356, y 385, respectivamente, para cada una de las modalidades de reorganización indicadas.

5. Identifica la organización y el régimen, por tanto, responsabilidad funcional de carácter administrativo, civil y penal, al interior de la persona jurídica y al exterior, ante los grupos de interés o *stakeholders* (proveedores, acreedores, usuarios, consumidores e intermediarios) (Hansmann & Kraakman, 2000, pp. 3-5). Esta característica también permite identificar el tipo corporativo. Cada tipo asociativo guarda su propia estructura funcional, de una parte obligatoria, en tanto la ley le impone una organización de carácter imperativo a efectos de establecer su reconocimiento, y de otra parte convencional, en tanto permite que la organización mínima exigida por ella pueda ser complementada por los particulares a comodidad, siempre y cuando no desnaturalicen el tipo³⁵ que lo hace identificable respecto del resto.
6. Provee a los seres humanos que persiguen un fin, a través de una determinada actividad, de una forma legal (vehículo corporativo) para llevarlo cabo, la misma que posee atributos característicos (Hansmann & Reinier, 2004, p. 2).
7. Integra al circuito (legal) de manera formal al sujeto (Dooley, 1995, pp. 24-25); así este primero se inserta al interior del mundo de las leyes de manera pacífica y regular, situándose dentro del espectro consagrado especialmente para ese efecto, y en segundo lugar se distancia de aquellas realidades que funcionan al margen del mismo.
8. Le atribuye un haz normativo específico y especial; de esta forma le son aplicables las reglas de derecho propias del instituto formado; es decir, aquellas que se han diseñado para identificar el tipo social.
9. Minimiza costos de transacción para la organización de la producción de servicios y bienes, lo mismo que para las operaciones comerciales o de fiducia con terceros (Posner, 1998, pp. 371-372);³⁶ esto mediante la creación de un mecanismo centralizado para la toma de decisiones —como es la organización de la persona jurídica (Hansmann & Reinier, 2004, pp. 11-12)— y su identificación en el espectro jurídico registral que reduce en consecuencia el costo del circuito negocial.
10. Permite la identificación de la titularidad de las externalidades o efectos difusión de manera más fácil, así como su internalización (Samuelson, 1999), como consecuencia de que cualquier tercero puede fácilmente acceder al registro de la persona jurídica societaria.
11. Como consecuencia de la creación y reconocimiento de la persona jurídica societaria legalmente posicionada en el espectro jurídico y la atribución de autonomía patrimonial a la misma —sea perfecta o imperfecta—, establece la preferencia con respecto a los activos que la conforman a favor de los acreedores de la misma. Los acreedores tienen en esos bienes una garantía y preeminencia para el cobro respecto de dichos activos —propiedad de la persona jurídica— en relación con

35 Por ejemplo, en el caso de una sociedad anónima, la LGS estipula que su estatuto puede contener, además de las disposiciones legales de carácter obligatorio, otros pactos lícitos que se estimen convenientes para la organización de la sociedad (artículo 55, numeral 11, literal 'A'); e igual ocurre en una asociación regulada por el CC, donde este último establece que en su estatuto la asociación debe expresar los demás pactos lícitos y condiciones que se establezcan (artículo 82, numeral 9).

36 En igual sentido, Ronald H. Coase (1937).

los acreedores personales de los socios de la persona jurídica (Hansmann, 1996). Así, los socios detentan y poseen un vínculo relacional de propiedad respecto de diversos títulos (acciones o participaciones) que se constituyen como nexo causal para la satisfacción de sus intereses, normalmente de índole lucrativa, y, como tal, les otorgan derechos de carácter económico, político y mixto.

12. Otorga publicidad jurídica a los diversos actos o derechos inscritos, lo que afecta a los terceros, aun cuando estos no hubieran tenido conocimiento de los mismos.³⁷ Por ende, permite oponer derechos de manera válida y segura, de tal modo que favorece el tráfico jurídico.
13. Garantiza que toda persona acceda al conocimiento efectivo del contenido de la inscripción.³⁸
14. Presume la exactitud y validez de la inscripción.³⁹
15. Otorga fe pública registral, por lo que la nulidad, anulación, resolución o rescisión del acto que origina la inscripción no perjudica el derecho anterior a estos hechos adquirido por tercero en virtud de lo inscrito en un tiempo y lugar determinados;⁴⁰ es decir, asegura el movimiento del tráfico de manera eficaz, dotando una vez más de seguridad a las transacciones.⁴¹

2.1.2.3. La sociedad no inscrita o irregular

A la par de la sociedad inscrita, y como ya hemos hecho referencia, se manifiesta y se comprende en la ley a la sociedad irregular.

Como hemos explicado *in extenso* en otro acápite, la sociedad irregular se encuentra tipificada en la LGS, artículo 423 (Salazar Gallegos, 2018).

La ley verifica dos tipos de sociedad irregular: a) la originaria y b) la sobrevinida o derivada.

- a) La sociedad irregular originaria o de origen, también denominada no inscrita: se manifiesta en dos subgrupos: (i) las sociedades instrumentalizadas y (ii) las no instrumentalizadas o también reconocidas como sociedades de hecho.

Estas sociedades no terminaron el procedimiento de constitución (*iter* constitutivo) conforme las formalidades de ley hasta su inscripción (artículo 5, LGS), y, por tanto, carecen de la concesión de la personalidad jurídica. La distinción entre ellas radica, como hemos señalado, en que las primeras (instrumentalizadas) se encuentran atestiguadas por documento inscrito, mientras que las segundas no.

37 Principio de Publicidad Material conforme al artículo I del Título Preliminar del Reglamento General de los Registros Públicos (RGRP) - Res. N° 195-2001-SUNARP/SN del 23 de Julio de 2001; y artículo 2012º CC: «Se presume, sin admitirse prueba en contrario, que toda persona tiene conocimiento del contenido de las inscripciones».

38 Principio de Publicidad Formal consagrado en el artículo II del Título Preliminar del RGRP.

39 Principio de Legitimación consagrado en el artículo VII del Título Preliminar del RGRP.

40 Principio de Fe Pública Registral consagrado en el artículo VIII del Título Preliminar del RGRP.

41 Esto ya lo habíamos puesto de manifiesto en Max Salazar Gallegos (2006).

Por esto mismo, en las primeras se identifica una irregularidad de forma, que resulta en una informalidad relativa, ya que existe pacto *societatis* instrumentalizado, pero no inscrito, y las segundas (*de facto*) resultan de una informalidad absoluta; de ahí que la problemática esencial de estas últimas sea su probanza.

Nos encontramos ante la distinción de la sociedad en sentido estricto (la personificada) y la sociedad en sentido amplio (no personificada), donde toda sociedad inscrita posee personificación, pero se admite la existencia de aquella sociedad que no ha alcanzado la misma, no por ello menos sociedad.

Las irregulares se constituyen y designan de esa manera en contraste con la figura de la sociedad regular, cual es la inscrita en el registro y por ende personificada. En el caso de las irregulares de origen, se reconoce como válido al *pactum societatis*, que da nacimiento al corporativo societario. Resulta claro y es aceptado que, para estos efectos, la forma no es constitutiva de derechos (Romero, 2012).

- b) La sociedad irregular sobrevenida o derivada: este fenómeno se manifiesta en aquellas sociedades que efectivamente sí completaron el procedimiento de constitución conforme las formalidades de ley, incluyendo su registro, pero que posteriormente incurrieron en una causal de disolución que no fue purgada y, por tanto, devinieron irregulares. Este tipo de sociedad irregular no presenta mayor problema en el análisis de la nulidad, ya que se encuentran comprendidas dentro de los preceptos del artículo 33 de la LGS.

Como es fácil observar, la LGS no se refiere a la nulidad de sociedades irregulares no inscritas o de origen, lo que plantea interrogantes que contestaremos más adelante.

2.1.3. Aportes valorizados diferenciados y sus repercusiones en las relaciones societarias internas y externas

Si bien no lo señala expresamente la norma, el aporte, que ha de tener contenido económico valorado, y de preferencia realizable, constituye una obligación del socio. Este le otorga la calidad de tal y determina su posición con respecto a los demás socios, y en consecuencia le genera derechos y deberes al interior y exterior de la sociedad al aportante.

Así el socio (unidad independiente) se integra como tal en la sociedad (también unidad independiente), merced a su inversión materializada en el aporte, que genera una relación jurídica entre ellos como sujetos de derecho diferenciados. Dicho estatus resulta a su vez independiente de otras posiciones internas como las de administrador (director y/o gerente), trabajador, prestador de servicios o apoderado, y las de *stakeholder* en general. Y en cada posición pueden generarse derechos y obligaciones distintos, ya sean estos de crédito u otros, que deban saldarse en caso del fenecimiento de relaciones jurídicas de manera concertada o por mandato de la ley.

Esto tiene especial incidencia en la nulidad de sociedades, ya que la institución predica a su vez que, de presentarse la misma, cuando las necesidades de la liquidación lo exijan (y es difícil pensar en situaciones ajenas a tales supuestos), «quedan sin efecto todos los plazos para los aportes y los socios estarán obligados a cumplirlos, de inmediato» (artículo 36 *in fine*).

Resulta importante notar que esta obligación no discrimina en el valor de dichos aportes ni en las condiciones bajo las cuales se hayan comprometido (entre ellas, las modalidades como el plazo), lo cual puede generar consecuencias y costos importantes para quien debe cumplir, como para quien ha de exigir, ya que estos pueden estar sujetos a las modalidades de condición y/o plazo, que se verían seriamente afectadas ante tales circunstancias. La norma no lo dice, pero una mejora hubiese sido referirse expresamente a los dividendos pasivos.

Asimismo, y en el entendido de que las normas de nulidad societaria, una vez declarada, gatillan la liquidación, esta supone a su vez la preferencia de los acreedores y, dependiendo de la causal y de la buena fe de aquellos relacionados, el no pago a los actores de mala fe, la obstrucción a la devolución del aporte, y el destino del patrimonio post liquidación (no necesariamente afectado a favor de los aportantes), respecto de lo cual la ley no hace ninguna discreción, siendo ello necesario.

2.1.4. Ejercicio común de actividades

Extrañamente, y a nuestro criterio de manera equivocada (lo mismo que el CC⁴²), la ley define a la sociedad como el ejercicio común de actividades de los socios. Esto es parcialmente solventado en el anteproyecto de Nueva Ley General de Sociedades peruana del 2018 (ALGS), pero aún con imperfecciones.⁴³

Y constituye una equivocación porque los socios *per se* no están obligados a ejercer ninguna actividad en, para o por el corporativo, más allá de la que corresponde a honrar su aporte, además de prestaciones accesorias libremente pactadas, y la que pueda derivarse de su estatus como tales.

Siendo ello así, y en el entendido de que la sociedad se constituye como un sujeto de derecho diferenciado, centro unitario ideal de deberes y derechos, titular de sus propias posiciones jurídicas, el ejercicio en mención se reduce al cumplimiento del objeto social y otras actividades relacionadas, que coadyuven a la realización de sus fines,⁴⁴ de acuerdo con el principio de determinación.⁴⁵ Esto tiene gran reper-

42 CC, «Artículo 80.- Definición. La asociación es una organización estable de personas naturales o jurídicas, o de ambas, que a través de una actividad común persigue un fin no lucrativo».

43 ALGS, 2018: «[...] 1.1. La sociedad es una persona jurídica constituida con el aporte de bienes o servicios para el ejercicio de actividades económicas. [...]». Nótese que, si bien se elimina la errónea referencia a la «actividad común», hoy dispuesta en el texto de la LGS vigente, se hace una alusión equivocada a la personalidad jurídica societaria, que es fruto de una concesión pública, y no de la convención privada.

44 LGS, «Artículo 11.- Objeto social. La sociedad circunscribe sus actividades a aquellos negocios u operaciones lícitos cuya descripción detallada constituye su objeto social. Se entienden incluidos en el objeto social los actos relacionados con el mismo que coadyuven a la realización de sus fines, aunque no estén expresamente indicados en el pacto social o en estatuto.

La sociedad no puede tener por objeto desarrollar actividades que la ley atribuye con carácter exclusivo a otras entidades o personas.

La sociedad podrá realizar los negocios, operaciones y actividades lícitas indicadas en su objeto social. Se entienden incluidos en el objeto social los actos relacionados con el mismo que coadyuven a la realización de sus fines, aunque no estén expresamente indicados en el pacto social o en el estatuto.»

45 En nuestro medio, recomiendo revisar para mayor amplitud Fernández Gates (2010); Elías Laroza (1998b); Hernández Gazzo (2007); Hundskopf Exebio (2004b); Montoya (2014) y Salazar Gallegos (2015b).

cusión sobre la nulidad, conforme lo expuesto en el numeral 2 del artículo 33 de la LGS, y que analizaremos más adelante.

Entendemos, asimismo, que ello no trafica en contra del reconocimiento doctrinario que se ha efectuado respecto de los deberes fiduciarios de los socios.⁴⁶

2.1.5. La naturaleza de las actividades dispuestas

Un extraño giro conceptual se verifica de la estipulación normativa del artículo 1 de la LGS cuando se refiere a la sociedad y al ejercicio de actividades económicas.

Conforme lo desarrollado líneas atrás, ya hemos determinado que la sociedad no es ni verifica un ejercicio común de actividades por parte de los socios, sino que estas son independientes del corporativo, y por la sociedad.

Es menester señalar que la doctrina y los más altos tribunales en el Perú concuerdan en que el derecho fundamental a constituir corporaciones y personas jurídicas de cualquier tipo es uno solo, y en nuestro caso se encuentra dispuesto en el numeral 13 del artículo 2 de la Constitución Política.⁴⁷ Este derecho es transversal a tales formas. Si el derecho a constituir una organización jurídica corporativa es único, han de haber otras distinciones que alejan la concepción de sociedad del resto de formas o tipos corporativos, por lo que la referencia efectuada a simples actividades económicas resulta insuficiente y ha tenido en la práctica consecuencias generales adversas, como a continuación verificaremos.

Esto es de particular interés en la institución de la sociedad nula, pues la LGS, como hemos señalado, no menciona en ninguno de sus artículos el lucro, la mercantilidad, la actividad comercial, ni la obtención de ganancias distribuibles como elementos característicos de las formas que regula, y tampoco supedita estas actividades a la forma societaria. Esto es importante, porque podría entenderse que relativiza la apreciación de la omisión de la forma obligatoria como causal de nulidad del pacto (numeral 4, artículo 33, LGS).

Del mismo modo, esto incide también en la nulidad dispuesta en el numeral 2 del artículo 33 de la LGS, en lo que a su objeto y actividades contrarias a la ley interesa como causales de nulidad (nótese, desde ya, la disyunción que hacemos al respecto).

2.1.5.1. La mercantilidad y las corporaciones

Así, la mercantilidad aparenta ser una característica que diferencia a las sociedades del resto de corporaciones. Sin embargo, la LGS no establece dicho criterio con claridad, el que no menciona ni logra establecer de manera palmaria (ya sea en su vertiente objetiva o subjetiva, que no se ha hecho evidenciar), y, por el contrario,

⁴⁶ Generalmente aceptado en el derecho continental, particularmente en España, conviene revisar Iraculis Arregui (2013), que cita las posiciones más relevantes.

⁴⁷ CPP, «Artículo 2. Toda persona tiene derecho: [...] 13. A asociarse y a constituir fundaciones y diversas formas de organización jurídica sin fines de lucro, sin autorización previa y con arreglo a ley. No pueden ser disueltas por resolución administrativa». En este sentido, el Tribunal Constitucional Peruano, STC, Exp. N° 4938-2006-PA/TC, 19/07/06, FJ. 10; STC, EXP. N° 08766-2006-PA/TC, 11/08/08, FJ. 9; [STC, EXP. N° 03071-2009-PA/TC, F.7, entre otras.

difícilmente aparenta hacer gravitar el objeto que podría ser considerado inherente de las mismas sobre la forma.

Esta última cuestión adopta gran relevancia a raíz de la resolución del Tribunal Registral (TR) que ha señalado que una asociación (constituida al amparo del CC, y cuya constitución se encuentra expresamente causalizada por ley a un fin no lucrativo, conforme al artículo 80 del CC) no solo podría realizar actividad mercantilista,⁴⁸ sino que puede integrarla como normativa interna y pública en sus estatutos; y esta cuestión hace evidente la absoluta disociación entre los criterios civiles y mercantiles de regulación de corporaciones (*i.e.*, los sistemas germánico y latino); entre otras razones que ya he esbozado antes (véase Menéndez & Rojo, 2017; Salazar Gallegos, 2017).

Este rasgo se encuentra también relacionado con la nulidad dispuesta por el numeral 2 del artículo 33 de la LGS, y hasta con el numeral 3.

2.1.5.2. Criterios causales y estructurales de corporaciones

Como ya hemos explicado, por una parte, las asociaciones, en paralelo a las sociedades, basan su organización en la causa fin que las justifica, en su caso una finalidad no lucrativa. Esta posición se repite en el comité y la fundación como tipos legales corporativos regulados en el CC de 1984. *Ergo*, podemos validar y concluir que el Código Civil peruano se sujeta al criterio o principio causalista de constitución de personas jurídicas, de origen latino.

De manera paralela, a su vez, la LGS de 1998 no causaliza a las sociedades que regula y, como hemos establecido, la palabra lucro no tiene mención alguna en todo el texto de la ley, como tampoco la actividad mercantil, ni la comercial; como no sujeta las relaciones de los socios a un derecho *ad nutum* a las ganancias,⁴⁹ en lo

48 Resolución N° 79-2016-TR-L.

49 Max Salazar Gallegos: Las fusiones, modificaciones estructurales o reorganización: funciones, razones que ameritan su regulación, leyes aplicables y sus efectos. Breve referencia a la sucesión universal corporativa. «El paralelo con las sociedades se verifica cuando la LGS, y parte de la doctrina, han descartado la concepción Principio del Fin Lucrativo de las corporaciones; ello, para trascender en sus diferencias estructurales y dinámicas en torno al tipo social, comprendiendo que resulta ineludible ignorar en todos los casos que prácticamente todas las instituciones que concurren e interactúan en cualquier segmento de las actividades de una comunidad, plaza o mercado (con fines lucrativos o no), busquen resultados positivos a su funcionamiento, que les permitan seguir realizando sus actividades y cumplir con su objeto social, los que no pueden ser otros más que utilidades. El destino de esas utilidades es lo que define finalmente la naturaleza de las instituciones, y no su obtención per se, que es finalmente, el objetivo o fin último que se persigue.

La distinción de corporaciones, con o sin fines de lucro —que hace distancia entre la base germánica y latina en materia de corporaciones—, es de carácter didáctico legal, y está basada en el factor resultante de la organización y reparto de beneficios internos entre los miembros que las conforman, lo que se hace únicamente entre ellos, siendo que en puridad, de acuerdo con su funcionamiento, aisladamente considerados los resultados de la empresa de sus miembros, siempre se buscará el fin de lucro como expresión de una gestión eficiente y resultado esperado para continuar en actividades. Se ha dicho al respecto que “[...] es de por sí evidente que ésta habrá de generar algún tipo de ingresos que le permita seguir realizando los actos encaminados a lograr su fin”.

De ahí que se haya hecho la distinción entre lucro objetivo y lucro subjetivo. El primero designa la posibilidad de obtener beneficios de la actividad de una corporación para la misma corporación,

que su antecesora sí tenía una posición definida.⁵⁰

La actual ley aparenta basar su concepción de sociedad en el objeto. Pero actividad económica desarrollan todas las corporaciones (con o sin fines de lucro), así como las personas naturales (con negocio o empresas unipersonales), y si se traslada ello mismo al ámbito contractual, incluso los niños realizan actividad económica.

Existen en ello posiciones doctrinarias expuestas, plasmadas en las leyes societarias de distintos territorios, donde los fundamentos para considerar un ente como sociedad —su naturaleza— son de diversa índole. En algunos casos es la actividad —el objeto— la que grafica la mercantilidad; en otros, la tipología —la forma—. Nuestra legislación no la ha definido de manera diáfana, pero parece inclinarse por la actividad (puramente económica), y no por la forma.⁵¹

Para evitar contradicciones entre el régimen especial de sociedades como entes corporativos y sus semejantes, debo concluir que el criterio usado en la LGS es el estructural, de origen germano (que tiene una aplicación neutra). Esto se refleja con mayor claridad cuando verificamos que es el objeto social en las sociedades el que determina su mercantilidad, y no su forma,⁵² que aparece como neutral. La sociedad ha de definirse en nuestra ley, reitero, por el ejercicio de actividades económicas.⁵³

cuestión indispensable para su subsistencia y desenvolvimiento. Estos no están sujetos a reparto entre los miembros del corporativo. La segunda expresión —lucro subjetivo— implica la posibilidad de que, una vez obtenidos los beneficios por parte de la corporación, el excedente de los mismos pueda ser repartido entre los miembros de la misma.

El Principio de Causalidad o Causal de corporaciones —que es transversal a todas las formas organizacionales no lucrativas—, y que se opone al Principio estructural de origen germánico —que importa y se refleja en la LGS, por ejemplo, conforme al artículo 1° de esta última—.

El primer principio hace depender la organización y el objeto de la misma del fin último —causal—, que ha sido, como su propio nombre lo indica, causalizado, en este caso, hacia la persecución de un fin no lucrativo. La corporación entonces está destinada a perseguir fines no lucrativos. La LGS por su parte, no sujeta los tipos sociales que regula al ánimo de lucro como elemento causal; de hecho, la palabra lucro no aparece en ninguna parte de esta última ley. Según esta, la corporación societaria se funda en un concepto amplio para el ejercicio en común de actividades económicas. La LGS no prevé expresamente tampoco, un derecho *ad nutum* al reparto de dividendos, si es que el lucro ha de visualizarse por esa senda.

50 D.S. 003-85-JUS (TUO de la LGS), antigua ley general de sociedades, «Artículo 1.- [...] Las utilidades netas, si las hubieren, se distribuyen entre todos los socios».

51 Conforme al artículo 1 de la LGS.

52 Léase a este efecto a Elías Laroza (1998b), quien señala: «La nueva LGS abandona la concepción según la cual la naturaleza de las sociedades civiles y mercantiles es considerada distinta. Las dos formas de sociedades civiles contempladas en la LGS son tratadas como una forma societaria más. A pesar de que se mantenga la nomenclatura tradicional, actualmente solo existe una distinción meramente formal entre las sociedades mercantiles y las civiles».

53 LGS, «Artículo 1.- La Sociedad. Quienes constituyen la Sociedad convienen en aportar bienes o servicios para el ejercicio en común de actividades económicas».

No así en otras circunscripciones, como España,⁵⁴ Italia,⁵⁵ Alemania⁵⁶ o Bélgica.⁵⁷

La omisión de la ley en definir esto ha dado como resultado no solo aquella doctrina registral ya anotada y a nuestro juicio equivocada, que asimila las actividades de entidades no lucrativas con actividades económicas propias de sociedades (que conlleva resultados poco oficiosos), sino a discusiones en sede judicial respecto al derecho al reparto de utilidades, la imposibilidad de imputar opresión societaria, entre otros.

Por ello, a la pregunta de si esto es importante para definir la regulación, debemos contestar que sí, ya que todos los conflictos internos y externos, de forma y fondo, entre *shareholders*, *stakeholders*, gestión y socios, socios entre sí, fidelidades, obligaciones, derechos, minoritarios *versus* mayoritarios, *deadlocks* o puntos muertos, distribución de dividendos y otros más, sus alcances y sus soluciones, implican determinar a qué tipo y contenido de relaciones jurídicas y derechos nos estamos refiriendo, y si cabe arbitrar sobre los mismos.

Esto, como es obvio, ha de hacer consonancia con las nulidades sobre el objeto social que regula la LGS.

2.1.5.3. Las formalidades y las sociedades

No es indiferente en absoluto que la LGS haga mención a la nulidad del pacto social y a su vez lo sujete a su inscripción en el registro. El título del artículo que da inicio a la regulación de la nulidad (artículo 33), sin embargo, puede generar confusión, ya que se refiere simplemente a la nulidad del pacto social.

La sociedad como tal es fruto y se crea con el pacto, a saber, el acuerdo de los socios fundadores que es exteriorizado (con especial atención a ello, pues la publicidad es el pivote sobre el cual se desarrolla). De ahí la distinción entre las formalidades *ad solemnitatem*, que distingue a las sociedades personificadas (artículo 6 de la LGS) de las sociedades *per se*, cuya realidad está sujeta *ad probationem* (artículos 5, 6, 7 y 423 de la LGS).

Siguiendo lo desarrollado, que a su vez se afinca en el texto legal, en materia de sociedades las formalidades son esencialmente *ab probationem*, y no *ab solem-*

54 En España, por ejemplo, el objeto es indiferente, y así lo afirma la ley: Ley de Sociedades de Capital. «Artículo 2. Carácter mercantil. Las sociedades de capital, cualquiera que sea su objeto, tendrán carácter mercantil».

55 CC Italiano: «Artículo 2247, Contratto di società».

Con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica *allo scopo di dividerne gli utili* (dividir las ganancias).

«Art. 2249, Tipi di società. Le società che hanno per oggetto l'esercizio di *un'attività commerciale* (2195) devono costituirsi secondo uno dei tipi regolati nei Capi III e seguenti di questo Titolo. (...)» (los tipos son comerciales).

56 Ley Alemana de Sociedades por acciones (Aktiengesellschaft).

57 Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Código de Empresas y Asociaciones).

[Will bring about dramatic changes, including (in due course) the abolition of some of the current corporate forms], «Artículo 1: 1. Una corporación se constituye por un acto jurídico entre una o más personas, llamadas socios, que realizan un aporte. Cuenta con un capital y está sujeta al ejercicio de una o más actividades bien definidas. Uno de sus objetivos es pagar o entregar a sus socios una ganancia de capital de manera directa o indirecta».

nitatem. Esto tiene especial importancia en las causales de nulidad expresamente atribuidas por ley, y en la solución de las nulidades de aquellas irregulares, y las de hecho, que la ley no menciona.

Así, las formalidades en la generalidad de corporaciones no tienen carácter constitutivo de derechos, sino declarativo. Ello funciona de esa manera, comprendiendo que la validez del pacto social no se sujeta a su instrumentalización, ni se castiga su ausencia con nulidad.⁵⁸ En consecuencia, podemos referirnos a la sociedad no personificada, como es el caso de la sociedad irregular de origen; y también y en clara opción, a las sociedades *de facto*, que constituyen prueba plena de aquello (artículo 423 de la LGS). Lo mismo, en el régimen general de actos jurídicos se distinguen las formalidades del acto jurídico (artículo 144 del CC).⁵⁹

Las sociedades requieren del cumplimiento de requisitos formales y sustanciales para su existencia regular (nos referimos estrictamente a las inscritas). Los requisitos formales están relacionados con las solemnidades que han de observarse, y los sustanciales lo harán en correspondencia al contenido normativo que debe respetar el negocio societario, la estructura fundamental que lo reconoce como tal, que es distinta a la forma en que dicho contenido se exterioriza (Cabanellas de las Cuevas, 1997).

En el caso de las sociedades, la forma prescrita por la ley no es sancionada con nulidad (no confundir con lo estipulado en el numeral 4 del artículo 33 de la LGS, que se refiere, como más adelante explicamos, a la tipicidad). Conuerdo entonces en que la inobservancia de los requisitos formales, en materia societaria, equivale a la irregularidad de origen; y la falta de requisitos sustanciales, a la nulidad (que ha de ser declarada) (1997).

Distinto es el caso de la personalidad jurídica, que la LGS hace depender exclusivamente de la inscripción.

Luego, al ser *ab probationem*, la regulación más apropiada ha de ser la de nulidad de inscripción registral, porque las situaciones previas son dejadas de lado sin justificación alguna, como si se tratara de otro tipo de ente, cuando son lo mismo, sujetos corporativos, en este caso «sociedades», que gozan de la misma naturaleza.

2.1.5.4. La concesión de la personalidad jurídica a la sociedad

En este punto de reflexión, ya se puede vislumbrar de manera más clara la concepción de la personalidad jurídica para las sociedades. Esta, verificamos, no se aparta de los preceptos que antes o después se han dispuesto para los distintos tipos corporativos en el Perú.

Conforme al artículo 6 de la LGS: «La sociedad adquiere personalidad jurídica desde su inscripción en el Registro y la mantiene hasta que se inscribe su extinción».

58 Para una mejor ilustración sugiero ver Cabanellas de las Cuevas (1994) y Morillo Montilla (2012).

59 CC, «Artículo 144.- Forma *ad probationem* y *ad solemnitatem*.

Cuando la ley impone una forma y no sanciona con nulidad su inobservancia, constituye sólo un medio de prueba de la existencia del acto».

De ahí la distinción entre el sujeto personificado y el no personificado. La personalidad jurídica deviene de una concesión pública (de la personalidad) como elemento validante (y efectos registrales vinculantes) y al mismo tiempo contradictorio con el régimen de nulidades (que implica inscripción válida, es decir, conforme a control de legalidad pública, pero, paradójicamente, sujeta a revisión judicial).

Ello responde, como hemos acotado antes, al denominado *sistema de las determinaciones normativas*, que atribuye personalidad y por ende capacidad jurídica a un ente cuando se cumplen determinados requisitos legales, cumplimiento que es atestiguado por un acto administrativo de autoridad (la calificación registral, es decir, ejerciendo el control de legalidad, tributario del principio homónimo), que comprueba si las condiciones exigidas por la ley (en este caso, la LGS) se han cumplido, por medio de la inscripción en un registro de carácter público. Es con esta última atestiguación que se produce el nacimiento de la persona jurídica societaria. Esto es una concesión pública fruto de un acto administrativo, o lo que también en doctrina denominados el elemento formal, más allá de los elementos materiales que también inciden en la conformación del corporativo.

Esto se repite en el articulado del Código Civil⁶⁰ y el que corresponde a las leyes de la EIRL⁶¹ y de cooperativas.⁶² En todos los casos, es el Estado el que concede la personalidad jurídica. De ahí que la personalidad jurídica nazca con la inscripción en el registro público, que es efectuada por funcionario público, el registrador, y es a través de ese acto administrativo por el que se conceda la personalidad jurídica, creándose derechos *ex novo*. Para el caso del nacimiento de la personificación societaria, el registro cumple una función constitutiva de derechos, y no declarativa, como ocurre casi en la generalidad de los otros registros públicos (de bienes muebles e inmuebles), que obviamente, por su propia naturaleza, son distintos.

Entonces se deduce perfectamente que los privados no pueden crear personas jurídicas societarias ni de cualquier otra clase por voluntad propia o individual, pues la autonomía de las mismas carece de la potestad necesaria para ello, aptitud que se reserva la ley. Del mismo modo, y en consecuencia, los privados tampoco pueden extinguir una persona jurídica por voluntad propia, sin control de legalidad previo, como protección a los intereses de terceros. Sin embargo, lo que los particulares sí pueden crear es una sociedad *per se*, sin perjuicio de que aun en este último caso, es la misma ley la que reconoce el alcance de estos actos y sujetos consecuentes.

60 Código Civil, «Artículo 76.- Régimen legal de las personas jurídicas.

[...] La persona jurídica de derecho público interno se rige por la ley de su creación».

«Artículo 77.- Principio de la persona jurídica.

La existencia de la persona jurídica de derecho privado comienza el día de su inscripción en el registro respectivo, salvo disposición distinta de la ley».

61 D.L. 21621 (1976), Ley de la Empresa Individual de Responsabilidad Limitada – EIRL.

«Artículo 13.- La Empresa se constituirá por escritura pública otorgada en forma personal por quien la constituye y deberá ser inscrita en el Registro Mercantil.

La inscripción es la formalidad que otorga personalidad jurídica a la Empresa, considerándose el momento de la inscripción como el de inicio de las operaciones».

62 D. Leg. 85 (1981), Ley General de Cooperativas.

«Artículo 4.- Toda organización cooperativa adquirirá la calidad de persona jurídica, desde su inscripción en los registros públicos [...]».

3. La nulidad diseñada por la LGS y las causales típicas

Reseñadas ya las particularidades de la sociedad como categoría jurídica, con y sin personalidad (jurídica), podemos analizar mejor la nulidad societaria.

Así, la LGS regula la nulidad del pacto social y sus alcances en los artículos 33 al 37, respecto de los cuales haremos algunos comentarios a continuación, insistimos, conscientes del espacio limitado.

Artículo 33.- Nulidad del pacto social

Una vez inscrita la escritura pública de constitución, la nulidad del pacto social sólo puede ser declarada:

1. Por incapacidad o por ausencia de consentimiento válido de un número de socios fundadores que determine que la sociedad no cuente con la pluralidad de socios requerida por la ley;
2. Por constituir su objeto alguna actividad contraria a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres; sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 410;
3. Por contener estipulaciones contrarias a normas legales imperativas u omitir consignar aquellas que la ley exige; y,
4. Por omisión de la forma obligatoria prescrita.

3.1. Generalidades de la nulidad societaria

El régimen de nulidad societaria consagrado en la Ley General de Sociedades peruana, entonces, determina que, ante uno o más vicios estructurales o de fondo en el negocio jurídico corporativo⁶³ (artículo 33); luego del cumplimiento de las estipulaciones normativas constitutivas de carácter procedimental administrativo (artículos 2, 3, 4, 5 y otros de la LGS) que es calificado y atestiguado por funcionario público, y que culminan con la inscripción registral que concede la personalidad jurídica (artículo 6, LGS) en plazo prescrito (artículo 16, LGS), y siempre que tal no se haya subsanado (artículo 34, LGS), es posible que quien goce de legítimo interés, presente demanda de nulidad del pacto social contra la propia sociedad, antes de transcurrido el plazo de caducidad (artículo 35 de la LGS), la misma que, de resultar favorable a la pretensión y cuando quede firme: (i) ordena su inscripción en el registro, (ii) disuelve de pleno derecho la sociedad y (iii) da inicio a la liquidación de la misma; sin que surta efectos frente a terceros de buena fe (artículo 37).

Tal como se puede apreciar, y en estricta observancia a la regulación contenida en la LGS, se presentan varias interrogantes al respecto que tienen que ver con las instituciones allí consagradas y sus consecuencias, además de aquellas que omite y conviene revisar (*v.g.*, la nulidad en las sociedades irregulares, otros casos de nulidad, el perfeccionamiento de los supuestos ya regulados, entre otros).

⁶³ Que dice de lo que serían presupuestos (numeral 1 del artículo 33) y contenidos (numerales 2 al 4 del artículo 33) de un acto jurídico al amparo del CC.

3.2. La nulidad civil

En primera instancia, de acuerdo con el CC, los actos nulos (afectados de nulidad absoluta⁶⁴) no producen efectos jurídicos, porque, al nacer inertes, no se integran al circuito legal. Esta concepción no se perjudica ante la situación en que las partes decidan o cumplan las obligaciones referidas o ejecuten determinados actos relacionados con los mismos, o a su vez sean terceros los que se vean expuestos a determinados funcionamientos prácticos de aquellos.⁶⁵

64 CC, «Artículo 220.- Nulidad absoluta.

La nulidad a que se refiere el artículo 219 puede ser alegada por quienes tengan interés o por el Ministerio Público.

Puede ser declarada de oficio por el juez cuando resulte manifiesta.

No puede subsanarse por la confirmación».

65 IX Pleno Casatorio Civil, F. IV, 6.1. «24. Finalmente, en el tercer nivel se practica el juicio de eficacia, en donde se verificará si el negocio jurídico produce efectos jurídicos o no; en este nivel se debe considerar que un negocio válido, en principio, es idóneo para desencadenar sus efectos, pero no necesariamente será así, pues el negocio podría estar sujeto a un plazo o condición suspensiva, o dejar de producir sus efectos a consecuencia de eventos sobrevenidos (v.gr.: resolución del contrato), o dejar de producir algún efecto específico a consecuencia de no haberlo ejercitado oportunamente (v.gr.: prescripción extintiva). Asimismo, se debe considerar que un negocio inválido, en principio, no desencadenará sus efectos, pero no siempre será así, como sucede, por ejemplo, con el negocio anulable el cual produce efectos precarios que podrían tornarse en definitivos por convalidación o por prescripción extintiva de la acción de anulación (Bigliuzzi, Breccia, Busnelli & Natoli, p. 994) [...] 27. Si lo que se busca es determinar si dentro de un proceso de otorgamiento de escritura pública, el Juez puede o no realizar un control de validez del negocio jurídico que se pretende formalizar, se debe tener en cuenta lo establecido en el artículo 220 del Código Civil, según el cual: “La nulidad [...] puede ser declarada de oficio por el juez cuando resulte manifiesta”. 28. Lo primero que se advierte es que la norma hace referencia solo a una de las dos clases de invalidez: la nulidad, mas no a la anulabilidad. La nulidad es la forma más grave de invalidez que, de acuerdo con el artículo 219 del Código Civil, puede ser demandada cuando el negocio jurídico presenta las siguientes patologías: a) falta de manifestación de voluntad; b) incapacidad absoluta de la parte que lo celebró; c) objeto física o jurídicamente imposible o indeterminable; d) fin ilícito; e) simulación absoluta; f) ausencia de la forma solemne; g) declaración expresa de nulidad; e) contravención al orden público o a las buenas costumbres. La nulidad es un remedio que busca tutelar intereses generales, a diferencia de la anulabilidad que más bien busca tutelar intereses particulares⁷⁵, de ahí que, por ejemplo, la nulidad no es susceptible de confirmación, mientras que la anulabilidad sí lo es. Pero estos no son los únicos rasgos que diferencian a ambas categorías, podemos mencionar, además, que: (i) el negocio nulo no produce efectos, mientras que el negocio anulable genera efectos precarios; (ii) el negocio nulo no precisa de una sentencia para no producir efectos (sentencia meramente declarativa), a diferencia de lo que sucede con el negocio anulable que dejará de producir sus efectos (precarios), en forma retroactiva hasta su celebración, una vez que quede firme la sentencia que declare la anulación (sentencia constitutiva) (artículo 222 del Código Civil); (iii) la nulidad puede ser peticionada por las partes que celebraron el negocio, por quien tenga algún interés o por el Ministerio Público (artículo 220 del Código Civil), en tanto que la anulabilidad solo puede ser peticionada por la parte que se considere afectada; (iv) la acción de nulidad prescribe a los 10 años (artículo 2001.1 del Código Civil) y la acción de anulabilidad prescribe a los 2 años (artículo 2001.4 del Código Civil); (v) el negocio nulo —ya está dicho— no puede ser convalidado, mientras que el negocio anulable sí puede serlo por medio de la confirmación (artículo 230 Código Civil); y, (vi) la nulidad puede ser apreciada de oficio por el juez (artículo 220 del Código Civil) mientras que la anulabilidad no».

Podemos o no estar de acuerdo con estos asertos, pero lo que no podemos negar es que constituyen el estado de cosas ante las cortes peruanas hoy.

El desarrollo de estos actos a nivel de la experiencia fáctica, en modo alguno subsana sus vicios, atacados que fueran los mismos por la nulidad absoluta a que la ley los confina,⁶⁶ y esto opera aun cuando aceptáramos la tesis de que, nulos que fueran, producen ciertos efectos, ya sean puramente fenomenológicos y/o jurídicos. Y es importante apuntar que el transcurso del tiempo tampoco los convalida.

Al cumplimiento voluntario de aquellos en la práctica no se les otorga un efecto jurídico. Así, la nulidad se produce de pleno derecho, por lo que no está sujeta a confirmación alguna (es un acto nulo, atacado por vicio insubsanable, por ello nulo absoluto, como se expresa en el CC), y poco menos a convalidación.

Lo nulo no produce efectos jurídicos⁶⁷. La sentencia de la demanda de nulidad que se produzca (en caso de interponerse demanda en juicio) no hará sino pronunciarse por la declaración de la misma (no constituye la nulidad), y constatada que fuera la causal, que, si bien es importante como elemento material formal de atestiguación por parte de autoridad pública, no suma ni resta al valor del negocio como tal.⁶⁸

No obstante lo acotado, que corresponde a la opinión mayoritaria, yo particularmente comparto la tesis de quienes afirman que los actos jurídicos tienen relevancia jurídica⁶⁹.

Sin embargo, las disquisiciones anteriores, si bien precisas, como es notorio, fluyen de la concesión regulatoria civil de la nulidad, entendida para actos jurídicos y contratos. Pero la circunstancia de la sociedad es muy distinta.

66 CC, «Artículo 219.- Causales de nulidad absoluta.

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».

67 «Si bien existen algunas diferencias entre las opiniones transcritas, lo cierto es que tales diferencias no pueden ser catalogadas como esenciales. Por el contrario, no resulta dificultoso notar que dichas opiniones tienen una coincidencia fundamental: el negocio nulo no produce, desde su celebración, los efectos que como negocio debería producir. Si hay una discrepancia entre las partes al respecto, será necesaria la intervención del juez o árbitro, quien deberá verificar la presencia de la causal de nulidad. Si declara la nulidad, ello significará que el negocio nunca produjo los efectos que le corresponderían justamente por la presencia de la causal. Si el juez o árbitro no declara la nulidad, pues debe considerarse que el negocio siempre produjo tales efectos, toda vez que la causal nunca estuvo presente. Todo ello sin perjuicio de que el negocio nulo puede producir los llamados efectos no negociales, que son establecidos directa y únicamente por la ley, no dependiendo en absoluto de la voluntad de las partes plasmada en el negocio, tal como en su momento lo advirtió León Barandiarán, y lo resaltan los profesores Torres y Escobar» (Ninamancco Córdova, 2012). También revisar, sobre estos aspectos, Escobar Rozas (2010) y Taboada (1998), entre otros.

68 CC, «Artículo 220.- Nulidad absoluta.

La nulidad a que se refiere el artículo 219 puede ser alegada por quienes tengan interés o por el Ministerio Público.

Puede ser declarada de oficio por el juez cuando resulte manifiesta.

No puede subsanarse por la confirmación».

69 Para mejores y mayores disquisiciones teóricas, me remito a Walter Vásquez, Rómulo Morales Y Freddy Escobar.

3.2.1. La nulidad y el pacto per se o el alcance de la institución jurídica societaria

Y es que, como ya hemos mencionado, la regulación societaria peruana aparenta partir de una concepción contractual de la sociedad (puesta en tela de juicio por importante doctrina nacional⁷⁰ desde hace mucho tiempo, ya aún más la extranjera, como veremos en adelante) cuando regula la «nulidad del pacto social», es decir, del acuerdo de constitución del corporativo. Sobre esto mismo, ya hemos recalado, manifestándonos en contra (*et supra* 2.1.2.1 y seguido).

Esta posición no solo se ve confirmada por la doctrina más atendible, sino por el propio texto legal, que, como veremos, no estima tal concepto (contractual), que es más bien cercano a lo que un economista esgrimiría en torno a estos fenómenos. No es ajeno a ello considerar la teoría del nexo contractual, por ejemplo, que explica las relaciones generadas por aquellos entes corporativos por sus efectos prácticos, mas no jurídicos. Idealizar un corporativo como un nexo de contratos resulta ilustrativo para entender en parte el concepto de sociedad, pero es insuficiente para abarcarlo; así como no puedo reducir la explicación de un contrato a una mera relación libre de intercambio en el mercado, que es lo que un economista también haría, con el respeto que me merece esa rama del saber.

Aquel pacto (societario), fruto de un negocio jurídico de carácter plurilateral y de prestaciones autónomas, no es un contrato, sino un negocio jurídico de organización (lo que, nótese, admite incluir a las sociedades unipersonales, que no son contractuales), que se manifiesta como tal ante la comunidad, y que requiere jurídica y económicamente de dicha exteriorización, porque está destinado a configurar, y de hecho produce como efecto inmediato, un sujeto de derechos típico, proclive a relacionarse con terceros (las corporaciones constituyen vehículos jurídicos para realizar antes y en principio transacciones a través de los mismos, no en los mismos, para generar a su vez efectos obligacionales sobre ellas, entendidas como entes independientes y de responsabilidad autónoma⁷¹). Si fuese un vehículo de mera organización interna, claramente se entendería y configuraría necesariamente como un contrato en el sentido del artículo 1351 del CC,⁷² y sus efectos se reducirían a las partes únicamente.⁷³

En ese sentido, nuestras ideas al respecto permanecen cercanas a la tesis de Hauriou, y concordamos con la noción misma de la institución, la que sugerimos más bien, comprende en este caso una categoría jurídica concreta ya señalada y reconocida por el ordenamiento y la doctrina más especializada: un sujeto diferenciado que

70 «Si bien el texto corresponde a una concepción contractual de la sociedad, actualmente en retroceso en la doctrina societaria, es gráfico al establecer los problemas prácticos que encontraría la aplicación plena de las disposiciones sobre nulidad del acto jurídico [...]» (Elías Laroza, 1998a).

71 Las distinciones de responsabilidad corporativa perfecta o imperfecta en nada trafican en contra de esta conclusión.

72 CC, «Artículo 1351.- Definición. El contrato es el acuerdo de dos o más partes para crear, regular, modificar o extinguir una relación jurídica patrimonial».

73 CC, «Artículo 1363.- Relatividad del contrato. Los contratos sólo producen efectos entre las partes que los otorgan y sus herederos, salvo en cuanto a éstos si se trata de derechos y obligaciones no transmisibles».

se constituye como un centro unitario de deberes y derechos, de capacidad muy amplia, conductor de intereses a su vez amplios, y a los que se atribuyen derechos fundamentales.

De otro modo, resulta también evidente, desde un punto de vista objetivo, que la LGS no califica jurídicamente como contrato a la sociedad y, por el contrario, acertadamente esta eliminó tal determinación que estaba comprendida en el texto de su antecesora.⁷⁴ Del mismo modo y en paralelo, el texto del actual del CC de 1984 no define a los tipos de personas jurídicas que regula, ni a la institución misma (de persona jurídica) como contrato, lo que sí podíamos observar en su antecesor.⁷⁵ Hay pues concordancia lógica en la legislación peruana de entes corporativos,⁷⁶ que ha relegado conscientemente el concepto e idea de sociedad-contrato de los textos legales.

Más aún: hoy la teoría contractual societaria resulta fuertemente distanciada del pensamiento doctrinario más conspicuo, y de la legislación societaria, cuando esta última ampara a la sociedad unipersonal, donde la concepción de pacto desaparece.

En suma, la institución jurídica societaria implica la composición de una persona de organización típica, vehículo jurídico a través del cual los seres humanos satisfacemos múltiples intereses para cumplir nuestros fines. Este ente escapa y está destinado primordial y sustancialmente a relacionarse con terceros ajenos a los propios socios del mismo, es decir, que sin importar a la vez su particular estructura o calidad (psicobiológica o jurídica), son entes separados, que constituyen unidades de referencia jurídica independientes.

Entendido que fuera esto, y conforme a las razones expuestas a lo largo de este trabajo, es comprensible verificar que las normas civiles de nulidad de actos jurídicos resultan de muy difícil (sea dicho imposible) aplicación al pacto social, a la organización societaria como entidad jurídica, y a la inscripción en el registro público (a cargo de la administración pública) como productora de situaciones y efectos jurídicos *erga omnes* (generados por un acto administrativo público: la inscripción registral), en este caso, de la concesión (pública) de la personalidad jurídica, y, por ende, de derechos *ex novo*, que, huelga mencionar, no son fruto de la voluntad privada.

Se verifican en la composición de la sociedad, entonces, efectos jurídicos internos y externos propios de la concesión de la personalidad (en redundancia llamada jurídica) que quiebran de manera conceptual, legal y jurídica el principio de relatividad contractual, por ejemplo.

De esta constatación palmaria se hace imposible hacer coincidir y a la vez hacer referencia a escenarios civiles de anomalías relacionadas con supuestos de ineficacia

74 L. 16123, D. Leg. 311 y TUO aprobado por DS 003-85-JUS. Título Preliminar. «Artículo 1.- Por el contrato de sociedad, quienes la constituyen convienen en aportar bienes o servicios para el ejercicio en común de una actividad económica, en cualquiera de las formas reguladas por la presente ley. [...]».

75 CC 1936, L. 8305. «Artículo 1686.- Por la sociedad dos o más personas convienen en poner en común algún bien o industria, con el fin de dividirse entre sí las utilidades.

Cada uno de éstos contribuirá con su industria o con otros bienes». Nótese que no solo califica erróneamente como contrato a la sociedad, sino que determina el derecho a la utilidad o dividendo según se haya aprobado su reparto.

76 Tampoco la Ley de Cooperativas, D. Leg. 85, lo hace; menos aún la Ley de EIRL, DL 21621. Es decir, no es un dato legislativo la doctrina del contrato de organización que genere una persona jurídica.

inicial o estructural, que suponen los actos nulos, su invalidez, o actos inexistentes (categoría que, además de no encontrarse plasmada legislativamente en el CC, muchos desconocen⁷⁷), sea cual fuera la posición que se adopte. Por el contrario, estas figuras podrían ser de aplicación más cercana a las sociedades irregulares, aunque ya veremos más adelante que no es esa la solución más eficiente que ha de darse a tales fenómenos.

Y es que, en sociedades inscritas o también denominadas regulares, a pesar de los vicios a los que se refiere el artículo 33 de la LGS, al encontrarse inscritas en el registro público, se constituyen como personas jurídicas para todo efecto legal y económico (ver *et supra* 2.1.2.2.), lo que supone su validez y eficacia como acto, premunidas a su vez por presunciones legales *iure et de iure*, oponibles *erga omnes* (y de ahí la gravitación de los principios de publicidad, buena fe y legitimación registral⁷⁸), sin dejar de mencionar la intangibilidad de los asientos registrales (que ha de abarcar el título archivado), también avalada por ley.⁷⁹

Entonces: (i) contra un acto administrativo registral (que implica el ejercicio de control de legalidad, por tanto, validez⁸⁰), (ii) que supone la concesión pública de personalidad, y (iii) las garantías legales que el Estado otorga a dicha inscripción, difícilmente podemos oponer la nulidad civil, diseñada para actos jurídicos, no administrativos.

77 V Pleno Casatorio Civil, «F. 4.5. 160. De esta manera, el supuesto de la inexistencia, el cual implica la reacción del ordenamiento ante un supuesto de vicios sumamente grave, y que, conforme lo hemos precisado precedentemente, fue originalmente ideada respecto de supuestos normativos en donde no se establecía la nulidad del negocio, no es de aplicación entre nosotros, primero porque no se encuentra regulada en la normativa civil, y en segundo término porque en nuestro caso particular no existe ninguna laguna normativa; toda vez que es de aplicación, ante los supuestos que no señalan taxativamente la nulidad, la aplicación de la nulidad tácita o virtual».

78 CC, «Artículo 2012.- Principio de publicidad.

Se presume, sin admitirse prueba en contrario, que toda persona tiene conocimiento del contenido de las inscripciones».

«Artículo 2013.- Principio de legitimación.

El contenido de la inscripción se presume cierto y produce todos sus efectos, mientras no se rectifique o se declare judicialmente su invalidez».

«Artículo 2014.- Principio de buena fe registral.

El tercero que de buena fe adquiere a título oneroso algún derecho de persona que en el registro aparece con facultades para otorgarlo, mantiene su adquisición una vez inscrito su derecho, aunque después se anule, rescinda o resuelva el del otorgante por virtud de causas que no consten en los registros públicos».

79 L. 26366.- Crean el Sistema Nacional y la Superintendencia de los Registros Públicos.

«Artículo 3.- Son garantías del Sistema Nacional de los Registros Públicos:

- a) La autonomía de sus funcionarios en el ejercicio de sus funciones registrales;
- b) La intangibilidad del contenido de los asientos registrales, salvo título modificatorio posterior o sentencia judicial firme;
- c) La seguridad jurídica de los derechos de quienes se amparan en la fe del Registro; y,
- d) La indemnización por los errores registrales, sin perjuicio de las demás responsabilidades que correspondan conforme a ley».

80 CC, «Artículo 2011.- Principio de rogación y legalidad.

Los registradores califican la legalidad de los documentos en cuya virtud se solicita la inscripción, la capacidad de los otorgantes y la validez del acto, por lo que resulta de ellos, de sus antecedentes y de los asientos de los registros públicos». En este sentido, los títulos registrales sujetos a calificación han de cumplir, primero, con lo establecido en el artículo 2011 del CC para su acceso al registro, y se verifican

De hecho, respecto a cancelación de asientos registrales, y nulidad de inscripción, esta solo se produce y corresponde exclusivamente por mandato de órgano jurisdiccional, que debe declarar la invalidez de los asientos registrales.

Conforme lo acotado, la teórica nulidad del acto no es privada, sino pública. En consecuencia, y por los mandatos legales ya citados, ninguno de los vicios acusados en el artículo 33 de la LGS afecta la existencia del corporativo, que se supone válido y de estructura perfecta ante la comunidad. De ahí, resulta imposible que se produzca, aun con sentencia judicial firme y favorable a la admisión de tales supuestos, la retroactividad que se pudiera o debiera alcanzar respecto a otro tipo de actos civiles, pues la producción de efectos legales no proviene de la voluntad privada, sino del registro, y no es interna, sino que se produce *erga omnes*.

No hay tampoco resolución inmediata porque, como no puede ser de otro modo, lo que se ha de ordenar en sede judicial es el inicio de procedimiento de la liquidación (un corporativo no desaparece ni se borra de la existencia por mandato judicial, ya que ha nacido merced a otro acto administrativo especialísimo, rodeado de presunciones inatacables) para que, a su conclusión ordenada (o en quiebra), se inscriba la extinción (esta sí, la desaparición del corporativo), que se constituye a su vez como otro acto administrativo atestiguado por funcionario público.

Tampoco hay rescisión, ya que la existencia del ente resulta innegable, así como su eficacia, y las causales de nulidad son única y exclusivamente las previstas por la LGS, que, como norma especial, regula y se impone sobre la materia.

Contrario también al sistema civil, la nulidad del pacto social es subsanable, pues si bien existe interés personal, también lo hay público y este se decanta en el principio de conservación de la empresa, que es transversal a las formas corporativas; y por supuesto, no es imputable de oficio (lo que sí ocurre en el régimen general).⁸¹

Importantísimo mencionar que la nulidad no puede viciar a su vez los negocios celebrados de buena fe con terceros basados en la validez de la persona jurídica societaria. Esto en sociedades, ha de tenerse en cuenta, no solo se extiende a los actos que se produzcan posteriores a la inscripción, una vez desplegada la personalidad jurídica, sino incluso a los previos, y aquí no nos referimos únicamente a los denominados actos necesarios,⁸² sino a los actos de preinscripción no necesarios,

entonces (i) la legalidad de los documentos presentados y que constituyen el título con sus formalidades; (ii) la capacidad de los otorgantes; y (ii) La validez del acto. En el mismo sentido, el artículo V del TP del Reglamento General de los Registros Públicos, y el artículo 32 del mismo cuerpo legal.

81 CC, «Artículo 220.- Nulidad absoluta.

La nulidad a que se refiere el artículo 219 puede ser alegada por quienes tengan interés o por el Ministerio Público.

Puede ser declarada de oficio por el juez cuando resulte manifiesta.

No puede subsanarse por la confirmación».

82 Ley N° 19.550, Argentina, «Artículo 183. Los directores solo tienen facultades para obligar a la sociedad respecto de los actos necesarios para su constitución y los relativos al objeto social cuya ejecución durante el período fundacional haya sido expresamente autorizada en el acto constitutivo. Los directores, los fundadores y la sociedad en formación son solidaria e ilimitadamente responsables por estos actos mientras la sociedad no esté inscrita.

Por los demás actos cumplidos antes de la inscripción serán responsables ilimitada y solidariamente las

avalados por el CC y la LGS,⁸³ y comunes en la legislación societaria comparada.⁸⁴ De ahí que estas circunstancias constituyan una de las razones para iniciar un procedimiento ordenado de liquidación de relaciones jurídicas en sede societaria, ya que la actividad relacional del corporativo con terceros no se limita a su nacimiento como persona, sino que se extiende incluso válidamente al tiempo de su formación.

3.3. De quién hemos de declarar la nulidad

Tal como se encuentra dispuesto en el primer párrafo del artículo bajo comentario (artículo 33), al referirse y regular la nulidad del pacto social, no se hace referencia a todas las sociedades existentes, habilitadas para el tráfico y reconocidas por ley, sino solo a las sociedades inscritas, es decir, que hayan alcanzado la categoría de personas jurídicas merced al registro.

Esto deja de lado una serie de fenómenos de carácter societario que analizaremos líneas adelante, pero sobre las que vale la pena mencionar al respecto, con base en lo que ya hemos revisado hasta aquí, y que en la idea de nulidad societaria (del pacto) no hay juicio de invalidez (en todo caso relativa) sobre la sociedad misma,

personas que los hubieran realizado y los directores y fundadores que los hubieren consentido». Del mismo modo, en trabajo de nuestra autoría (Salazar Gallegos, marzo de 2018, pp. 297-314).

83 LGS, «Artículo 7 «Actos anteriores a la inscripción.

La validez de los actos celebrados en nombre de la sociedad antes de su inscripción en el Registro está condicionada a la inscripción y a que sean ratificados por la sociedad dentro de los tres meses siguientes. Si se omite o retarda el cumplimiento de estos requisitos, quienes hayan celebrado actos en nombre de la sociedad responden personal, ilimitada y solidariamente frente a aquéllos con quienes hayan contratado y frente a terceros».

84 Véase, al respecto, la Ley General de Sociedades Mercantiles de México.

«Artículo 7. [...] Las personas que celebren operaciones a nombre de la sociedad, antes del registro de la escritura constitutiva, contraerán frente a terceros responsabilidad ilimitada y solidaria por dichas operaciones».

Ley N° 16060, Uruguay, «Artículo 21. (Responsabilidad de los socios, los administradores y los representantes). Los socios, los administradores y los representantes serán solidariamente responsables por los actos y contratos celebrados a nombre de la sociedad en formación, sin poder invocar el beneficio de excusión del artículo 76 ni las limitaciones que se funden en el contrato social. Dicha responsabilidad cesará en cuanto a los actos indispensables para la constitución de la sociedad cuando ésta se haya regularizado y respecto de los demás, una vez ratificados por la sociedad.

Tratándose de sociedades anónimas, esta responsabilidad recaerá sólo sobre los fundadores y promotores en su caso».

Real Decreto Legislativo N° 1/2010, España, «Artículo 36.- Responsabilidad de quienes hubiesen actuado. Por los actos y contratos celebrados en nombre de la sociedad antes de su inscripción en el Registro Mercantil, responderán solidariamente quienes los hubiesen celebrado, a no ser que su eficacia hubiese quedado condicionada a la inscripción y, en su caso, posterior asunción de los mismos por parte de la sociedad».

Ley N° 19.550, Argentina, «Artículo 183. Los directores solo tienen facultades para obligar a la sociedad respecto de los actos necesarios para su constitución y los relativos al objeto social cuya ejecución durante el período fundacional haya sido expresamente autorizada en el acto constitutivo. Los directores, los fundadores y la sociedad en formación son solidaria e ilimitadamente responsables por estos actos mientras la sociedad no esté inscrita.

Por los demás actos cumplidos antes de la inscripción serán responsables ilimitada y solidariamente las personas que los hubieran realizado y los directores y fundadores que los hubieren consentido».

ya que la ley reconoce (i) la institución de la irregularidad de origen (instrumental) y (ii) la de la sociedad *de facto* (no instrumental). Tampoco hay juicio de invalidez sobre (iii) la sociedad inscrita con vicios, o (iv) la sociedad inscrita sobrevenida en irregular, ya que en estas dos últimas surte pleno efecto la inscripción y se rigen por las garantías que de ellas devienen. Aún más la invalidez resulta relativizada incluso en la llamada sociedad en formación.

En los cuatro casos expuestos, a todas estas formas se les reconocen efectos vinculantes interna y externamente, con plena capacidad, desde su constitución.

Esto tiene su base en distintas consideraciones:

- a. Al reconocerse *per se* a la sociedad, se da cuenta de su nacimiento como sujeto; por tanto, se considera oponible. Recuérdesse que las formas en el derecho societario peruano son *ab probationem*, no *ab solemnitate*, ya que la ley reconoce a la sociedad de hecho (estemos o no de acuerdo con ello), y no castiga con desaparición o la falta de efectos jurídicos a la irregularidad de origen. La irregularidad recibe en principio la sanción dispuesta por la falta de privilegios de orden patrimonial —léase, responsabilidad limitada—, pero no su desconocimiento como tal ni su falta de capacidad para producir y generar efectos (léase contratos y relaciones jurídicas en general), ya que, incluso estando atacada por la causal de disolución y posterior irregularidad, puede seguir funcionando, manteniendo sus relaciones jurídicas y generando nuevas de manera indefinida.
- b. La sociedad persona jurídica genera efectos *erga omnes*. Y es que aquí nos referimos a una inscripción registral.

Nuevamente, en todos los casos la ley concede la categoría jurídica, llanamente de sujeto, o de persona. Por ende, nos referimos a un centro de imputación diferenciado.

Luego, lo que la idea de la nulidad societaria predica, una vez sancionada por un juez (única autoridad que puede hacerlo), es la resolución ordenada de las relaciones jurídicas previamente establecidas, de las internas y externas, es decir, un procedimiento de liquidación. No se desconocen los actos previos. De hecho, para liquidar se permite, como no puede ser de otro modo, generar nuevos actos.

Y en esto también hay aquello que se ha dicho respecto de que la subjetividad societaria es siempre plena, y debe serlo.⁸⁵ No es menos sociedad la no inscrita que la inscrita (o registrada), si bien las prerrogativas de ley son distintas en por lo menos dos puntos basales: 1) no gozan de responsabilidad limitada (y sobre esto también hemos de discutir en función de los distintos tipos o formas; la limitación consensual de la responsabilidad por cláusulas penales; la renuncia a derechos; y otros); y 2) penden sobre estas la espada de Damocles que implica la solicitud de disolución (artículo 426 de la LGS).

Tal como señala el primer párrafo del artículo 33 de la LGS y es pacífico en la doctrina, y también en la legislación comparada, las causales de nulidad se constituyen como un *numerus clausus*.

85 Cfr. Resolución 704 -2009-SUNARP-TR-L.

3.4. La nulidad por incapacidad o ausencia de consentimiento válido

Cuando el numeral 1 del artículo 33 de la LGS se refiere al número de socios fundadores y pluralidad, su conservación parece concordante con las reglas establecidas en los artículos 223⁸⁶ y 1434 del CC para la nulidad y resolución de actos y contratos plurilaterales (el principio de conservación de actos jurídicos se encuentra presente allí, pero cabe destacar que en materia de sociedades se constata el de conservación de empresa o de la actividad empresarial, que es aún más riguroso) donde las prestaciones de cada uno de ellos van dirigidas a la consecución de un fin común. En esto hay sistemática, pero es claro que el artículo 1434 solo nos sirve como ejemplo paralelo, ya que no se trata de una norma que pueda ser aplicada y sea consustancial a sociedades, por las razones ya expuestas líneas atrás, absolutamente contrarias a la pretendida «contractualización» del derecho societario, concepción ajena al sistema peruano de personas jurídicas, donde ni siquiera las decisiones adoptadas por sus órganos se constituyen como tales (los acuerdos societarios no son contratos), lo que analizaremos en un próximo trabajo.

En este sentido, es importante señalar que el artículo 223 del CC, si bien cercano, parece generar conflicto con el numeral 1 del artículo 33 de la LGS, toda vez que este último vincula la capacidad y ausencia de consentimiento solamente a la pluralidad de miembros (exigencia de nuestra LGS, salvo para el caso del Estado como único socio), mientras que el primero dispone una variante vinculada a la participación esencial de un agente *que intervenga en el acto plurilateral*.

La omisión (que no es otra cosa) de la LGS es importante, y merece recalcar sobre la misma, pues la regla del artículo 223, del año 1984, es anterior a la del 33, del año 1997, lo que hace más grave el entuerto. Es conocido que esto tendría especial gravedad y concordancia con la estipulación basada en el aporte en usufructo u otro título que fuese el objeto que se hubiese propuesto explotar⁸⁷ la sociedad; o en la calidad gravitante de un miembro y/o gestor, por ejemplo, cuestiones reconocidas no solo por la práctica mercantil, la normativa interna y la legislación extranjera, sino, y en consecuencia, por la doctrina más atingente (Nissen, 2015). No solo ello, sino que es atendible, ya que constituye un supuesto de anotación general en los actos plurilaterales.

Asimismo, y como no puede ser de otro modo, dicha regla es de aplicación en la legislación comparada, como es el caso de la Ley General de Sociedades argentina – LGSA⁸⁸ (antes ley de Sociedades Comerciales; aunque vale mencionar que

86 CC, «Artículo 223.- Nulidad en el acto plurilateral.

En los casos en que intervengan varios agentes y en los que las prestaciones de cada uno de ellos vayan dirigidas a la consecución de un fin común, la nulidad que afecte al vínculo de una sola de las partes no importará la nulidad del acto, salvo que la participación de ella deba considerarse como esencial, de acuerdo con las circunstancias».

87 LGS, artículo 30.

88 LGSA, «Principio general.

Artículo 16.- La nulidad o anulación que afecte el vínculo de alguno de los socios no producirá la nulidad, anulación o resolución del contrato, salvo que la participación o la prestación de ese socio deba considerarse esencial, habida cuenta de las circunstancias.

desde el año 2014 su normativa ampara la sociedad unipersonal, si bien solo la de por acciones, lo mismo que ocurre en Chile⁸⁹), y la Ley de Sociedades Comerciales Uruguaya,⁹⁰ no así en la ley española, por ejemplo.

Caso interesante de mencionar es el de la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana (LGSM), donde rige el principio de conservación de empresa a ultranza, y no pueden declararse nulas las sociedades inscritas en el registro público de comercio, salvo que tengan un objeto ilícito o ejecuten habitualmente actos ilícitos.⁹¹

Otro aspecto importante por señalar es que la ausencia de consentimiento válido referida por el numeral 1 del artículo bajo comentario es vinculante con los vicios de la voluntad, esta vez manifiestos en los artículos 201 al 218 del CC, esto es, el error, dolo, intimidación y violencia.

Por supuesto, el régimen de incapacidad aludido será el prescrito en el Libro I del CC, sobre derechos de las personas.

No es menor anotar que otras legislaciones asumen otros supuestos adicionales de nulidad relacionados con la incapacidad o ausencia de consentimiento y, en general, el vínculo que en teoría debería unir a los socios, y que en consecuencia el vicio quiebre la relación.⁹²

Este último podría ser el caso de la participación indispensable de alguno de los socios, ya sea por su aptitud intrínseca (*key man*) o su aporte esencial por su naturaleza o mayoritario al capital. Esto está relacionado también con las nociones de revisión del valor de los aportes.

3.5. La nulidad por objeto ilícito

Cuando en el numeral 2 del artículo 33 de la LGS se refiere al objeto, ello debe entenderse como el objeto social, que se distingue de las actividades que pueden ser más amplias y no expresas, conforme al artículo 11 de la misma norma.

Como señalamos antes (*et supra* 2.1.4.), el artículo citado y ya fraseado (cita 44), que reiteramos aquí, expresa el principio de determinación del objeto social, concepción que ha de ser complementada con el artículo 26 del Reglamento de Registro de Sociedades (RRS).⁹³

Cuando se trate de una sociedad de dos socios, el vicio de la voluntad hará anulable el contrato. Si tuviese más de dos socios, será anulable cuando los vicios afecten la voluntad de los socios a los que pertenezcan la mayoría del capital».

89 Código de Comercio, artículo 424.

90 Ley, 16060. «Artículo 24. (Nulidad o anulación del vínculo de un socio). La nulidad o anulación que afecte el vínculo de alguno de los socios no producirá la nulidad del contrato, salvo que la participación de ese socio deba considerarse indispensable, habida cuenta de las circunstancias.

La sociedad será anulable cuando la nulidad afecte el vínculo de socios a los que pertenezca la mayoría del capital o aquella quede reducida a un solo integrante o quede desvirtuado el tipo social adoptado».

91 LGSM, «Artículo 2.- Las sociedades mercantiles inscritas en el Registro Público de Comercio, tienen personalidad jurídica distinta de la de los socios.

Salvo el caso previsto en el artículo siguiente, no podrán ser declaradas nulas las sociedades inscritas en el Registro Público de Comercio. [...]».

92 La legislación argentina y la uruguaya, por ejemplo.

93 Resolución N° 200-2001-SUNARP-SN, 2001.

Artículo 11.- Objeto social La sociedad circunscribe sus actividades a aquellos negocios u operaciones lícitos cuya descripción detallada constituye su objeto social. Se entienden incluidos en el objeto social los actos relacionados con el mismo que coadyuven a la realización de sus fines, aunque no estén expresamente indicados en el pacto social o en el estatuto. La sociedad no puede tener por objeto desarrollar actividades que la ley atribuye con carácter exclusivo a otras entidades o personas. La sociedad podrá realizar los negocios, operaciones y actividades lícitas indicadas en su objeto social. Se entienden incluidos en el objeto social los actos relacionados con el mismo que coadyuven a la realización de sus fines, aunque no estén expresamente indicados en el pacto social o en el estatuto.

El objeto social se entiende entonces como las actividades lícitas constituidas por negocios y operaciones que la persona jurídica societaria ha expuesto públicamente que realizará para alcanzar sus fines, y admite los actos relacionados con el mismo. Consta inscrito en el registro, de tal manera que se constituye aparentemente como válido, lícito y determinado.⁹⁴

Entonces, este objeto ha sido a su vez estudiado por varios operadores jurídicos de manera previa, por lo menos un notario público, y además el registrador, quien efectúa el control de legalidad.

Cuando la nulidad se refiere al objeto como actividad, lo que debemos entender es que incluye perfectamente lo establecido por el artículo 11. Pero allí mismo surge un problema, cual es la interpretación relativa a su alcance, o a la omisión de referencia normativa más amplia.

Como hemos observado a lo largo de este trabajo, la sociedad es un sujeto pleno, capaz y, por lo tanto, si bien ha de circunscribir sus actividades al objeto determinado e inscrito (artículo 11 de la LGS), no resulta extraño que no solo ejecute aquellos y además «actos relacionados», sino que puede hacerlo ampliamente y con excepción a los mismos (recuérdense la validez de los actos *ultra vires*, conforme al artículo 12 de la LGS).

Esta es una de las circunstancias fácticas de difícil enjuiciamiento y de entrampamiento respecto a sus alcances. Y es que, además de que las sociedades pueden

94 Como he anotado en otro trabajo previo: «Tal precisión, su exteriorización y accesibilidad a través del registro, es requerida, se argumenta, principalmente porque se contrapone a fórmulas genéricas y ambiguas, de tal manera que al determinarse: (i) sirve para informar a las personas que desean participar y/o participan en la sociedad respecto del riesgo asumido, sean socios de cualquier clase, lo mismo a los socios minoritarios; (ii) delimita la actuación y responsabilidad de los gestores y/o administradores; e (iii) impone transparencia a la gestión, lo que coadyuva a la supervisión y regulación de los actos de la sociedad, y por ende al control del ente regulador/fiscalizador en su caso; más allá de otras razones legales atendibles. En resumen, este escenario, de inscripción y observancia del Principio, su exteriorización y accesibilidad, permite que todos los *stakeholders*, esto es, interesados afectados o que puedan afectar a la ppjj por las relaciones que mantienen con ella (según lo propuso R. E. Freeman), incluidos sus administradores y socios (si cabe la precisión, según Keay, Andrew, «Tackling the issue of the corporate objective: an analysis of the United Kingdom's "Enlightened Shareholder Value Approach"» [2007] SydLawRw 23; (2007) 29(4) Sydney Law Review 577), puedan acceder a dicha información, y por tal, conocer dicho objeto social, lo que facilitará adoptar una decisión supuestamente racional (J. E. Stiglitz) y eficiente respecto de dichas mismas relaciones que los afectan o puedan hacerlo» (Salazar Gallegos, 2015b).

optar por una multiplicidad de actividades que comprendan su objeto (absolutamente lícito), no hay determinación absoluta sobre aquellas actividades relacionadas, y su concepción exacta conllevaría costos transaccionales altísimos. De hecho, las diferentes actividades y tamaños de empresa conducen a su vez a distintos actos relacionados, y se discutiría además su validez, y su naturaleza de relacionados y/o complementarios, que no son lo mismo ni producen los mismos efectos.

La excepción también incluye a las actividades que, sin ser parte de su objeto explícito (determinado) y no estar relacionadas al mismo, cabe la posibilidad de que ejecute la sociedad. Entonces, para comprenderlas en la institución de la nulidad, tendríamos que ampliar la concepción de la figura al objeto manifiesto, u objeto *de facto*.⁹⁵ Esto a su vez genera el problema de probar la habitualidad, pues no es que se trate de una actividad aislada y no recurrente, sino de aquella que se produce de manera ordinaria y regular.

Por estas razones, dada su complejidad y su difícil y costosa constatación, por ejemplo, es que otorgamos validez a los actos *ultra vires*.⁹⁶

Lo que sí podemos verificar claramente es que el artículo pudo perfeccionarse, incluyendo los casos de objeto no declarado,⁹⁷ o no determinado, y el *de facto*, aun cuando en el caso de la determinación aquella pueda inferirse de las exigencias del artículo.

Creemos que lo mismo sucede en los casos de su ilicitud (objeto claramente ilícito y por tanto contrario al precepto normativo del artículo 11), de actividades ilícitas (por la misma razón acotada para la ilicitud genérica), de objeto puramente prohibido (la realización de actos que se encuentran establecidos expresamente como prohibitivos), y de objeto prohibido en razón del tipo (referidos a actividades que se encuentran limitadas a algún tipo de sociedad, como es el caso de las sociedades anónimas y la Ley de Mercado de Valores o la Ley General de Banca, Seguros y AFP).⁹⁸

Observamos, sin embargo, que la expresa referencia normativa, a la vez de otorgarle mayor institucionalidad, le generaría precisión, mayor claridad y un largo ahorro de costos a los privados y al aparato estatal, en particular a las cortes judiciales, arbitrales y al registro público.

La misma ley argentina ampara expresamente en su régimen de nulidad las cuestiones de objeto ilícito, el objeto lícito con actividad ilícita, y el objeto prohibido.⁹⁹ Por su

95 Revisar a estos efectos la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 27 de julio de 2015. Si bien jurisprudencia extranjera, ayuda a vislumbrar los alcances y desarrollo que ha tenido ya en la doctrina esta figura, y su uso práctico.

96 LGS, artículo 12.

97 Fórmula que asume, por ejemplo, el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital española, cuando señala la nulidad por no expresarse en los estatutos el objeto social o ser éste ilícito o contrario al orden público.

98 La expresión citada en el segundo párrafo del artículo 11 de la LGS me parece poco feliz en este aspecto, por lo que puede y debe ser más precisa.

99 Ley de Sociedades Comerciales. Ley Nº 19.550:

«Objeto ilícito.

Artículo 18.- Las sociedades que tengan objeto ilícito son nulas de nulidad absoluta. Los terceros de buena fe pueden alegar contra los socios la existencia de la sociedad, sin que éstos puedan oponer la nulidad. Los socios no pueden alegar la existencia de la sociedad, ni aún para demandar a terceros o para reclamar la restitución de los aportes, la división de ganancias o la contribución a las pérdidas. [...]

parte, la ley uruguaya de sociedades comerciales ampara la nulidad de la actividad ilícita y prohibida.¹⁰⁰ Asimismo, la Ley General de Sociedades Mercantiles mexicana, asimismo, incluso incluye un supuesto de nulidad que puede devenir sobrevenido (por contradictorio que resulte ello), salvo que se interprete en razón de sus inicios, cuando prescribe la sanción dirigida a las sociedades que ejecuten habitualmente actos ilícitos.¹⁰¹

En el caso del objeto lícito con actividad ilícita, esta última, obviamente, ha de probarse como tal, sin perjuicio de que forme un porcentaje más o menos importante del total de actos producidos. Es decir, puede ser que toda la actividad sea ilícita, o solo una parte de ella.

Del mismo modo, esas ilicitudes pueden devenir habituales o no. Cada caso ha de analizarse para ello en concreto.

Finalmente, y sobre esto mismo (actividades llevadas a cabo por la sociedad) pero no menos importante, la doctrina repara en las sociedades de objeto imposible (véase Cabanellas de las Cuevas, 1997; Verón, 2010).

De igual importancia en relación con el objeto y sus limitaciones por el orden público, debemos indicar que este «es un conjunto de principios de diversa naturaleza que constituyen el pilar fundamental de la estructura y funcionamiento de la sociedad» (Espinoza Espinoza, 2011).¹⁰²

Esta limitación constituye una prohibición de carácter general en relación con el objeto, pues el concepto aludido debe verificarse según las circunstancias de la sociedad.

En lo que concierne a las buenas costumbres, se ha dicho que estas «constituyen la adecuación de la conducta humana a las reglas de la moral dentro de un contexto social determinado. [...] Y como las costumbres cambian de una época a otra y de un lugar a otro, puede ser inmoral, hoy en día, lo que no se consideraba inmoral

Sociedad de objeto lícito, con actividad ilícita.

Artículo 19.- Cuando la sociedad de objeto lícito realizare actividades ilícitas, se procederá a su disolución y liquidación a pedido de parte o de oficio, aplicándose las normas dispuestas en el artículo 18. Los socios que acrediten su buena fe quedarán excluidos de lo dispuesto en los párrafos 3ro. y 4to. del artículo anterior.

Objeto prohibido. Liquidación.

Artículo 20.- Las sociedades que tengan un objeto prohibido en razón del tipo, son nulas de nulidad absoluta. [...]».

100 Ley de Sociedades Comerciales. L. 16060. «Artículo 23. (Objeto ilícito. Objeto prohibido). Serán nulas las sociedades cuyo contrato prevea la realización de una actividad ilícita o prohibida, sea con carácter general o en razón de su tipo».

101 México, Ley General de Sociedades Mercantiles, «Artículo 3.- Las sociedades que tengan un objeto ilícito o ejecuten habitualmente actos ilícitos, serán nulas y se procederá a su inmediata liquidación, a petición que en todo tiempo podrá hacer cualquiera persona, incluso el Ministerio Público, sin perjuicio de la responsabilidad penal a que hubiere lugar».

102 Asimismo, el Tribunal Constitucional, Exp. N° 3283-2003-AA/TC ¶. 28. El orden público es el conjunto de valores, principios y pautas de comportamiento político, económico y cultural en sentido lato, cuyo propósito es la conservación y adecuado desenvolvimiento de la vida coexistencial. En tal sentido, consolida la pluralidad de creencias, intereses y prácticas comunitarias orientadas hacia un mismo fin: la realización social de los miembros de un Estado. El orden público alude a lo básico y fundamental para la vida en comunidad, razón por la cual se constituye en el basamento para la organización y estructuración de la sociedad».

ayer, y viceversa; o bien, una cosa es considerada inmoral en un país y no en otro» (Espinoza Espinoza, 2011).¹⁰³

Resulta evidente la relatividad del concepto, y que un objeto sea contrario al orden público sería de más fácil examen, que el objeto contrario a las buenas costumbres. Es menester relacionar este precepto a lo señalado en el título preliminar del CC.¹⁰⁴

Finalmente, y aun cuando el numeral 2 del artículo 33 no lo señale de manera expresa, debemos entender que allí se incluye la causa ilícita, entendida como la finalidad o función económico-social que ha de cumplir el negocio societario.

3.5.1. Responsabilidad personal, reparto de cuota de liquidación y culpabilidad del gestor y del socio

Una cuestión de especial relevancia que no ha sido establecida en la ley es la responsabilidad de los gestores y de los socios por la nulidad declarada. No solo ello, sino que tampoco se ha determinado qué sucede con la cuota de liquidación y los daños causados a propios y extraños.

Si bien la sociedad ha de ingresar a un procedimiento liquidatorio ordenado, este supone en principio la resolución de las relaciones jurídicas existentes, el cumplimiento de las obligaciones pendientes, y la satisfacción de los créditos concedidos, e incluso la posibilidad de realización de nuevos actos jurídicos, para, luego, de existir un haber neto post liquidación, distribuirlo entre los socios según su cuota porcentual.

Entonces, entre estas operaciones cabe el pago de obligaciones de distinta índole contraídas con los gestores y/o socios (sueldos, beneficios, deudas comunes, préstamos, distribución de dividendos, beneficios de fundadores, etcétera), y, como hemos apuntado, repartir la cuota de liquidación —si la hubiere— entre estos últimos.

Para el caso, por ejemplo, de una sociedad cuya nulidad se funda en el objeto y/o actividad ilícita, no resulta equitativo que los socios puedan acceder a tales satisfacciones, dado el origen ilegal del patrimonio.

Entonces, es menester establecer un régimen especial y expreso en la LGS que señale las responsabilidades correspondientes para aquellos que resulten culpables, imponiendo la responsabilidad subsidiaria, solidaria e ilimitada por las obligaciones sociales, los daños y perjuicios causados, negando la cuota de liquidación, además de la disposición a las arcas estatales o de la beneficencia pública de todos los demás beneficios, en lo que exceda el sufragio de las obligaciones determinadas con terceros.¹⁰⁵

103 Del mismo modo y sobre la costumbre como fuente de derecho en el Perú, conviene revisar Rubio Correa (2006).

104 CC, «Artículo V. - Orden público, buenas costumbres y nulidad del acto jurídico.

Es nulo el acto jurídico contrario a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres».

105 Uruguay. Artículo 28 de la Ley 16.060.

3.6. La nulidad por estipulaciones contrarias a normas legales imperativas u omisión de las exigidas

El numeral 3 del artículo 33 de la LGS consagra la nulidad por «contener estipulaciones contrarias a normas legales imperativas u omitir consignar aquellas que la ley exige».

Este numeral refiere tanto al pacto como al estatuto social, dado que, si bien el uno contiene al otro, es posible plasmar en ambos directrices reglamentarias para la sociedad y los socios. Estas se podrían constituir como tales de manera evidente, o ha de necesitarse mayor o menor esfuerzo para dilucidar su invalidez.

Nótese que, distante de las causales de los numerales 1 y 2, esta solo podría ser aplicable a una sociedad instrumentalizada, ya que se requeriría validar de manera objetiva y material tales contravenciones.

El precepto obviamente también constituye una limitación a la autonomía privada,¹⁰⁶ de tal forma que esta encuentra un coto en los dos principios enunciados, que tienen que ver con la contravención a las normas imperativas y la omisión de las obligatorias.

106 Sobre este concepto, el TC lo ha relacionado de manera limitada en varias sentencias, con el valor de los contratos. TC, Exp. N° 03682-2012-PA/TC. «F.4. Como este Tribunal ya ha establecido, la autonomía de la voluntad es la base para el ejercicio del derecho fundamental a la libre contratación (Cfr. STC N° 02175-2009-PA/TC) y se refiere a la capacidad residual que permite a las personas regular sus intereses y relaciones coexistentes *de conformidad con su propia voluntad. Es la expresión de la volición, tendiente a la creación de una norma jurídica con interés particular* (Cfr. STC N° 00047-2004-PI/TC) [...] F.7. En ese sentido, los acuerdos contractuales, incluso los suscritos en ejercicio de la autonomía privada y la libertad contractual de los individuos, no pueden contravenir otros derechos fundamentales, puesto que, por un lado, el ejercicio de la libertad contractual no puede considerarse como un derecho absoluto y, por otro, todos los derechos fundamentales, en su conjunto, constituyen el orden material de valores en los cuales se sustenta todo el ordenamiento jurídico peruano (Cfr. STC N° 00858-2003-AA/TC)». Igualmente, TC - EXP. N° 02175-2011-PA/TC, «F.7 Este Tribunal ya ha tenido oportunidad de destacar que el derecho a la libre contratación, reconocido en los artículos 2°, inciso 14), y 62° de la Constitución, se fundamenta en el principio de autonomía de la voluntad, el que, a su vez, tiene un doble contenido: “a. Libertad de contratar, también llamada libertad de conclusión, que es la facultad de decidir cómo, cuándo y con quién se contrata; y b. Libertad contractual —que forma parte de las denominadas libertades económicas que integran el régimen económico de la constitución (cfr. STC 01405-2010-PA/TC, fundamento 12)—, también conocida como libertad de configuración interna, que es la facultad para decidir, de común acuerdo, el contenido del contrato” [SSTC 00026-2008-PI/TC y 00028-2008-PI/TC (acumulados), fundamento 52; STC 2185-2002-AA/TC, fundamento 2]. Desde esta perspectiva, según este Tribunal, “el derecho a la libre contratación se concibe como el acuerdo o convención de voluntades entre dos o más personas naturales y/o jurídicas para crear, regular, modificar o extinguir una relación jurídica de carácter patrimonial. Dicho vínculo —fruto de la concertación de voluntades— debe versar sobre bienes o intereses que posean apreciación económica, tengan fines lícitos y no contravengan las leyes de orden público» (STC 7339-2006-PA/TC, fundamento 47). F. 8. El contenido mínimo o esencial del derecho a la libre contratación, según ha señalado este Tribunal [SSTC N.º 0004-2004-AI/TC, N.º 0011-2004-AI/TC, N.º 0012-2004-AI/TC, N.º 0013-2004-AI/TC, N.º 0014-2004-AI/TC, N.º 0015-2004-AI/TC, N.º 0016-2004-AI/TC y N.º 0027-2004-AI/TC (acumulados), fundamento 8], está constituido por las siguientes garantías:

Autodeterminación para decidir la celebración de un contrato, así como la potestad de elegir al cocelebrante. Autodeterminación para decidir, de común acuerdo [entiéndase: por común consentimiento], la materia objeto de regulación contractual [...]».

Finalmente, el numeral 3 del artículo 33, al señalar como causal de nulidad la omisión de la consignación de normas que la ley exige, deja un espacio importante para coincidir con el numeral 4, que regula la tipicidad societaria, pues podría ser la falta de tales disposiciones (esenciales) la que permita la identificación del tipo.

3.7. La nulidad por omisión de la forma y justificación de la tipología societaria en *numerus clausus*

Cuando en el numeral 4 del artículo 33 de la LOGS refiere la expresión «Por omisión de la forma obligatoria prescrita», obviamente se refiere al tipo legal corporativo y no a las formalidades del acto constitutivo, lo que separa los artículos 2¹⁰⁷ y 5¹⁰⁸ de la LGS, donde este último distingue «formalidad» de «forma».

Como ya hemos comentado antes, es siempre y únicamente el Estado quien concede la personalidad jurídica mediante determinados sistemas, y este, en ejercicio de sus potestades, ha establecido un limitado número de formas que los particulares pueden adoptar para alcanzar la personalidad y a la vez viabilizar actividades a través de una persona jurídica; luego, estas constituyen *numerus clausus*.

Mantener este universo limitado y cerrado de entes corporativos es eficiente y necesario, a efectos de favorecer el tráfico jurídico y limitar los costos de transacción; es decir, dinamizar la contratación. Así, internamente los socios y gestores conocen las reglas internas y públicas aplicables al corporativo, y externamente sucede lo mismo con una serie de *stakeholders*.

Entonces, la tipicidad funciona para la seguridad jurídica, la transparencia de la organización, la posición válida de derechos, la seguridad del tráfico y el dinamismo comercial.¹⁰⁹

Del mismo modo, tal estandarización permite calificar de manera bastante uniforme los títulos de inscripción de sociedades, a su ingreso en el registro.

A cada tipo le viene impuesta una estructura y régimen funcional individual, de una parte obligatoria, en tanto la ley impone a cada forma una organización parti-

107 LGS, «Artículo 2.- Ámbito de aplicación de la Ley.

Toda sociedad debe adoptar alguna de las formas previstas en esta ley. Las sociedades sujetas a un régimen legal especial son reguladas supletoriamente por las disposiciones de la presente ley.

La comunidad de bienes, en cualquiera de sus formas, se regula por las disposiciones pertinentes del Código Civil». Recordemos que la LGS regula 5 formas de sociedades típicas. Si a regímenes legales especiales debemos referirnos, las sociedades creadas por ley, y las reconocidas por la ley general de minería son dos claros ejemplos.

108 LGS, «Artículo 5.- Contenido y formalidades del acto constitutivo.

La sociedad se constituye por Escritura Pública, en la que está contenido el pacto social, que incluye el estatuto. Para cualquier modificación de éstos se requiere la misma formalidad. En la escritura pública de constitución se nombra a los primeros administradores, de acuerdo con las características de cada forma societaria.

Los actos referidos en el párrafo anterior se inscriben obligatoriamente en el Registro del domicilio de la sociedad.

Cuando el pacto social no se hubiese elevado a escritura pública, cualquier socio puede demandar su otorgamiento por el proceso sumarísimo».

109 Conviene revisar Masferrer (2007), y Efraín Hugo Richard y Orlando Manuel Muiño (2007).

cular de carácter imperativo, a efectos de establecer su composición estructural y su reconocimiento (típico), y de otra parte convencional, en tanto la ley permite que la organización mínima exigida por ella pueda ser complementada por los particulares a comodidad, siempre y cuando no desnaturalicen el tipo¹¹⁰ que lo hace identificable respecto del resto. Es a través del funcionamiento de esta estructura orgánica que se despliegan las relaciones del ente y, por ende, se atribuyen las posiciones y responsabilidades jurídicas consecuentes.

En nuestro país la sociedad anónima, la sociedad comercial de responsabilidad limitada, la sociedad en comandita simple, la sociedad colectiva, la sociedad civil, entre otras, constituyen tipos sociales aceptados; esto es, expresa y taxativamente regulados y tipificados por ley. Por regla general, entonces, los particulares no pueden organizar un tipo desconocido. Aunque existe una excepción a la regla general, y es que, si bien los particulares deben admitir solo los tipos reconocidos, el Estado puede, de manera subsecuente, mediante una ley, crear un nuevo tipo social, producto de su *ius imperium*.

Como también habíamos señalado de manera previa (*et supra* 2.1.2.2), la tipicidad implica la atribución de un conjunto normativo específico al corporativo, las que identifican el tipo social. Estas reglas son a la vez supletorias a la voluntad de las partes.

Por ende, la tipicidad proviene de la voluntad del legislador. La estructura impuesta permite diferenciar una sociedad de otra.

De ahí se deduce claramente que los particulares no cuentan con el poder ni con la capacidad de organizar entes atípicos, y que la autonomía privada se encuentra por tanto limitada en estos aspectos.

De estos comentarios también se deduce que la norma pudo referirse asimismo a la nulidad por atipicidad. Esta última cuestión, por demás, se encuentra mejor tratada en el RRS y el CC, cuando se identifica a las sociedades extranjeras, cuyos tipos, obviamente, no han de coincidir con los nacionales, y lo que se hace es simplemente reconocer su existencia, siguiendo la teoría de la incorporación o del lugar de constitución (sede) conforme al derecho internacional privado (artículo 2073 del CC) (véase Vives Chillida, 1998).

Además, ha de entenderse que la forma es una distinguida por la ley, de manera integral; entonces, la estructura corporativa ha de aparecer completa, no en apariencia, ni parcial, por lo que resulta esencial que se presenten todos los elementos tipificantes (elementos diferenciadores del tipo), y, por tanto, que se pueda apreciar que los fundadores han adoptado una forma típica reconocida.¹¹¹ Esto se ha de distanciar de los elementos no tipificantes de una sociedad; es decir, los generales y transversales

110 Por ejemplo, en el caso de una sociedad anónima, la LGS estipula que el estatuto de la misma puede contener, además de las disposiciones legales de carácter obligatorio, otros pactos lícitos que se estimen convenientes para la organización de la sociedad (artículo 55, numeral 11, literal 'A'); e igual ocurre en una asociación regulada por el CC, donde este último establece que en su estatuto la asociación debe expresar los demás pactos lícitos y condiciones que se establezcan (artículo 82, numeral 9).

111 Tal como lo han hecho notar Furiasse y Luján (2015). En el mismo sentido, Cabanellas de las Cuevas (1997).

a todas las sociedades. De ahí también la cuestión de reconocer requisitos esenciales tipificantes, como a su vez lo hace el artículo 17 de la ley argentina, por ejemplo.

En este mismo sentido, resulta interesante lo planteado a su vez por la legislación uruguaya, que sanciona con nulidad aquellas estipulaciones contenidas en el pacto o el estatuto que tengan por objeto desvirtuar el tipo adoptado.¹¹²

Las últimas menciones sobre atipicidad y falta de estipulaciones exigidas por ley son de especial relevancia, pues dejan muy claro cómo es que el régimen de sociedades puede verse afectado gravemente por la apariencia y seguridad que a su vez le imprime el registro. Nótese que esto es de casi imposible apreciación en el régimen de las sociedades de hecho o *de facto*, que imponen costos elevadísimos a la administración pública para su reconocimiento, por lo que no parece adecuado mantener su vigencia.

3.8. Aspectos registrales de la nulidad del pacto y el asiento de inscripción

Nada señala el artículo 33 de la LGS respecto a la distinción entre nulidad de asiento registral y nulidad del pacto social, que son esencialmente distintas. En general, un asiento puede anularse, mientras que el acto sobre el que se generó puede pervivir, por ejemplo, ya que la nulidad de la inscripción no genera de por sí la nulidad de un título.¹¹³ Sin embargo, esta situación, que en derechos reales puede ser virtualmente válida, en sociedades sería inconsistente, ya que la materia en discusión es la nulidad del pacto, por lo cual no ha de sobrevivir dentro o fuera del registro. Esto es concordante con lo indicado en el Reglamento General de los Registros Públicos,¹¹⁴ y es que el juez, al fallar por la nulidad del pacto, estaría, en términos registrales, promoviendo la nulidad del título, que conlleva en consecuencia la cancelación de la inscripción, sin perjuicio de que, en este caso especialísimo, ha de observarse previamente el procedimiento de liquidación, como ya lo hemos señalado.

Ello es consecuente con el enfoque que le otorga la LGS a la nulidad, esto es, nulidad del pacto, y no del asiento (tampoco de la inscripción o del título); y ello porque, además de lo acotado, la nulidad del pacto conlleva la desaparición de la personalidad y la sociedad como categorías jurídicas. Lo mismo la cancelación de asiento por invalidez, que debe considerarse subsumida en la nulidad del pacto, que, en todo caso, se rige por la misma regla judicial.¹¹⁵

112 Numeral 1 del artículo 25 de la Ley 16.060.

113 Res. 493-2009-SUNARP-TR-L.

114 Reglamento General de los Registros Públicos (RGRP), «Artículo 99.- Cancelación por nulidad del título

La nulidad del título supone la nulidad de la inscripción o anotación preventiva extendidas en su mérito, siendo la resolución judicial que declare dicha nulidad, título suficiente para la cancelación del asiento respectivo».

115 RGRP, «Artículo 107.- Cancelación por declaración judicial de invalidez

Quien tenga legítimo interés y cuyo derecho haya sido lesionado por una inscripción nula o anulable, podrá solicitar judicialmente la declaración de invalidez de dicha inscripción y, en su caso, pedir la cancelación del asiento en mérito a la resolución judicial que declare la invalidez.

La declaración de invalidez de las inscripciones sólo puede ser ordenada por el órgano jurisdiccional. Cancelación por declaración judicial de invalidez».

Obviamente, se puede solicitar de manera anticipada la anotación de la demanda de nulidad en la partida registral de la sociedad. Las anotaciones de demandas se constituyen en asientos provisionales y transitorios cuya finalidad es reservar prioridad y advertir al público la existencia de una eventual causa, en este caso, de la cancelación de la inscripción, por la nulidad del pacto y, en consecuencia, de la sociedad misma. En su caso, la sentencia firme se retrotraerá a la fecha de la anotación.¹¹⁶

Es importante señalar que, en el caso de sociedades, la demanda de nulidad caduca (artículo 35), por ende, también la de cancelación del asiento, cuestión muy distinta al caso del registro de propiedad donde no prescribe.¹¹⁷

Es evidente que la superación de la causal (artículo 34) afecta la inscripción registral, y los derechos de propios (socio y gestores) y extraños (terceros vinculados bajo cualquier tipo de acto), ya sea porque tales emanan del mismo registro o de las declaraciones dispuestas expresa o tácitamente en tales actos, lo que a su vez incide en la responsabilidad.

3.9. El Código Civil y la nulidad del pacto social y de la personalidad jurídica

El CC, en clara omisión, no se preocupa en absoluto del problema de la nulidad de las corporaciones que regula, sean estas personificadas o no. El articulado no hace tampoco remisión obligada alguna a reglas del libro de acto jurídico o al de contratos.

No es menor recordar lo que hemos mencionado líneas antes, y es que esta norma no le atribuye a la persona jurídica ni a los entes que regula la característica o naturaleza de contrato, lo que sí hacía su antecesora, eliminando tal referencia el legislador.

No obstante lo expuesto, de la lectura y revisión de los postulados del artículo 33 de la LGS se observa que los mismos no generan conflicto con la regulación propia de la asociación, ni con el comité, por ejemplo.

Entendemos que, al no haber legislación especial, hemos de aplicar el régimen societario, imperfecto, de nulidad del pacto social, a los tipos regulados en el CC con las distancias propias de las reglas contenidas en esta última norma y las características de dichas formas corporativas, con el fin de no generar contradicción entre un régimen y el otro.

3.10. Sociedades creadas por ley y la nulidad

Conforme ya se ha determinado, el Estado puede crear sociedades mediante la promulgación de una ley *ad hoc*,¹¹⁸ y someterlas a las disposiciones de la LGS, en lo que le fuere aplicable.

En el mismo sentido, Res. 349-2014-SUNARP-TR-L, donde se indicó que la declaración de invalidez de los asientos registrales y, por tanto, su cancelación, compete exclusivamente al Poder Judicial, para ello debe presentarse la resolución judicial que así lo disponga.

116 Resolución N° 547-2011-SUNARP-TR-A.

117 Casación N° 2398-2015-Cajamarca.

118 XIII Pleno Registral, Res. N° 516-2005-SUNARP-TR-L.

Estas sociedades pueden inscribirse en el registro de personas jurídicas creadas por ley. Sin embargo, estas sociedades no se crean por escritura pública, y no obtienen su personalidad con base en el registro, sino por mandato expreso de su ley de creación. La inscripción registral las premune de una doble publicidad, es decir, aunada a la que supone su promulgación (publicidad legal propiamente dicha) en primera instancia, se suma la publicidad registral, donde la oponibilidad surge con la primera.

Como es evidente, la nulidad societaria, tal como se encuentra dispuesta en el artículo 33 de la LGS, no sería oponible en este caso, ya que no existe pacto alguno al cual referirse, como tampoco escritura.

Las sociedades creadas por ley pueden seguir dos derroteros: (i) se rigen por lo dispuesto en su ley de creación para una o más de sus vicisitudes; o (ii) se rigen por el régimen general, lo que tendría que haber sido dispuesto por la ley de creación.

No resulta obligatorio, aunque sí aconsejable, que se inscriban en el registro.

Resulta lógico arribar a esa conclusión toda vez que las sociedades creadas por ley (artículos 76 y 77 del CC) son tributarias de un sistema distinto de creación de personas jurídicas, apartándose del sistema normativo (reglamentarista), para seguir el sistema concesional directo o puro de constitución en un solo acto.

3.11. Sociedades creadas al amparo de la Ley General de Minería

Conforme al texto de la Ley General de Minería (LGM) y su reglamento, se pueden constituir sociedades legales. Entre ellas, las sociedades mineras contractuales se inscribirán obligatoriamente en el Registro Público de Minería (artículo 184 de la LGM), y la sociedad minera de responsabilidad limitada será constituida de oficio por el jefe del Registro Público de Minería por razones de superposición y titularidad del petitorio, y será inscrita en dicho Registro por el mérito de copia certificada de la resolución que la declare constituida (artículo 187 de la LGM).

Es obvio que, tratándose de un puro acto administrativo, concesional, de imposición, forzosa, o lo que también se ha dado en llamar asociación compulsiva, no habrá pacto ni escritura pública que nos sirva de referencia para deducir nulidad alguna, sino que habrá que seguir lo dispuesto por la Ley del Procedimiento Administrativo General.

La nulidad como se encuentra plasmada en la LGS no es aplicable a las sociedades mineras creadas por el solo acto administrativo, pero debería ser asequible para aquellas que son producto de un acuerdo entre partes.

3.12. Sociedades irregulares de origen instrumentalizadas y la nulidad

Las reglas de nulidad del LGS son de aplicación para las sociedades escrituradas e inscritas. ¿Qué sucede entonces con las sociedades irregulares de origen instrumentalizadas, es decir, aquellas que, ya sea en minuta o en escritura pública, no alcanzan la inscripción registral o, dicho de otro modo, no finalizan las formalidades a las que se refiere el artículo 5 de la LGS, es decir, el *iter* constitutivo?

Una primera aproximación a este problema nos podría llevar a afirmar que regiría para estas la normativa general, esto es, el CC, en lo que corresponde a nulidad de acto jurídico y/o contratos. Pero, como hemos determinado, una sociedad irregular no es un contrato, es un ente, un sujeto de derechos; *ergo*, una corporación con plena capacidad (no limitada como en otros casos). En consecuencia, la LGS incurriría en grave omisión.

Del mismo modo y abonando en este sentido, si aplicáramos la normativa general de nulidad de actos o contratos, regresaríamos sobre la discusión y efectos de la nulidad civil diferenciada de la nulidad societaria, la imposibilidad de la retroactividad, de la resolución inmediata, la falta de subsanación, la no imputabilidad de oficio, entre otros, que a su vez generarían un doble régimen de nulidad de sociedades que serían contradictorios entre sí, lo que no es lógico ni eficiente.

Recuérdese que, en ambos casos — (i) sociedad inscrita y (ii) sociedad no inscrita—, la LGS reconoce la validez, vigencia y oponibilidad del sujeto societario *per se* como construcción jurídica frente a terceros, y su plena capacidad, que incluye su vocación relacional. La diferencia gravita en la inscripción, que otorga la categoría de persona jurídica. Pero ambos, reiteramos, sujetos de derechos, y ambas sociedades predispuestas a las formas permitidas y regladas en la LGS. Sobre esto también se ha discutido, y sobre cómo la técnica de personificación se enfrenta a la de sujeto no personificado como categorías jurídicas (Monoreo Pérez & Molina Navarrete, 2006).

Por tanto, y en aras de la concordancia, lógica y sistematización, convenimos en que a la irregular no le son aplicables las reglas generales de nulidad contenidas en el CC, sino que hay un solo régimen de origen y sustancia societaria al respecto.

Así, esto se entiende porque hay una solución que se verifica en el propio texto de la LGS, y es que la irregular se encuentra afectada en primera instancia por la inobservancia de las formalidades de constitución, y, por tanto, se sitúa sujeta a la solución especial y acordada para tales casos, que es la regularización o, en su defecto, la liquidación, siendo que esta última conllevaría al mismo destino que la declaración judicial de nulidad. La regularización sobrelleva los efectos de la purga de los vicios que puedan encontrarse en el corporativo, y solo de subsistir estos de manera posterior a ella se acometerían las reglas de la nulidad. Del mismo modo, si se decidiera por la liquidación, ya no tendría aparentemente sentido pronunciarse respecto a la nulidad, habida cuenta de que el corporativo estaría condenado a desaparecer resolviendo las relaciones jurídicas de las que forme parte.

No obstante, queda y subsiste la omisión ya anotada respecto a la culpa y responsabilidad por los vicios de nulidad que hagan relación con actos contrarios a la ley, que requerirían de particular atención.

De este modo, la irregular por escritura pública con vicios, se regiría por la ley de la irregularidad (artículo 423 de la LGS). Y tales vicios (de nulidad) no se consideran más graves que la irregularidad misma. De hecho, como hemos verificado, la solución legal es la regularización, que debería purgar en principio todos los vicios, o la disolución, que llevaría al mismo destino que la declaración judicial de nulidad (artículo 426 de la LGS).

Si se regulariza la sociedad, ello supone su inscripción en el registro público, y se purgarían los vicios, pero si aun así mantiene o genera nuevo vicio de nulidad, entonces recién se aplicarían las normas de nulidad del pacto.

En uso de la regla de liquidación o regularización (426), esta última (regularización) salvaría el vicio o lo haría visible para luego imputar nulidad, si es que aún no ha caducado el plazo para demandar. Las reglas de nulidad ordinaria (CC) no serían viables, ya que se trata de un sujeto de derechos, y las consecuencias generarían resultados no armónicos con el régimen general de nulidad societaria.

Así, la irregularidad se configura como una patología transversal societaria en la que se subsume la nulidad, por lo cual han de aplicarse primero las reglas de regularización o liquidación para después, y solo en el caso de la regularización conforme, aplicar las reglas especiales de la nulidad.

3.13. Sociedades irregulares de origen no instrumentalizadas

Líneas atrás hemos hecho mención también al caso de las sociedades *de facto*. Estas se encuentran reguladas y consentidas de manera asistemática en el artículo 423 de la LGS, y se constituyen como aquella fenomenología societaria donde no hay formalidad alguna reconocida para su existencia más allá del pacto social por convención oral, es decir, no instrumentalizado, y cuya principal complejidad, en relación con la nulidad, radica en su probanza. Sin embargo, hay sociedad, conforme la ley lo prevé.

Ahora bien, un pacto oral aislado no significa nada si no viene acompañado de un despliegue de actos consecuentes y atingentes que permitan determinar y atribuir con marcada certeza la existencia de la sociedad, es decir, la alteridad. Por ello, la ley exige que se verifiquen «dos o más personas que actúan de manera manifiesta en sociedad».

En tal caso, constituye una obviedad señalar que resulta casi imposible aplicar el régimen de nulidad establecido en la LGS a este grupo, pues la sola existencia como sociedad de la *de facto* resulta en un expediente complejo e incierto que habrá de dilucidar un juez. Es decir, el juez ha de pronunciarse por el reconocimiento mismo de la existencia de esta entidad, para luego abocarse a las causas específicas señaladas por la ley. Por ello, la normativa especial no ampara la nulidad de estos entes.

La falta de instrumento en las sociedades *de facto* impediría la determinación de los supuestos contenidos en el artículo 33 de la LGS, salvo la falta de voluntad, pero ello no la haría oponible ante terceros; por tanto, la solución para las mismas sería el camino de la regularización, es decir, el artículo 426 de la LGS. Si luego de la regularización el vicio subsiste, lo que resulta difícil dado que se tramitaría con control de legalidad en sede registral, se demandaría la nulidad.

No cabe ya referirse a la caducidad del vicio de origen de la *de facto* en este supuesto, ya que el plazo para la misma se computaría desde la inscripción.

No podemos dejar de señalar nuevamente la inutilidad de la figura de la *de facto*, ya que favorece: (i) la informalidad, (ii) la falta de diligencia, (iii) la falta de seguridad jurídica y del tráfico; e (iv) incrementa absurdamente los costos de transacción.

Su reconocimiento parece basado únicamente para defensa de la regla de copropiedad, pues la regla de la responsabilidad (limitada) no existe en estas.

3.14. Nulidad de sociedades que no han exteriorizado actuación

Conforme lo expuesto de manera precedente, respecto de sociedades que no han exteriorizado actuación alguna, caben los casos de (i) las inscritas, cuya regulación no hace distinción sobre este aspecto, sino sobre el vicio nulificante propiamente; y (ii) las no inscritas, que, como hemos explicado, se sujetan a la regla de regularización.

4. La improcedencia de la nulidad

De acuerdo con el artículo 34 de la LGS, sin perjuicio a lo señalado por el artículo 33:

[...] la nulidad del pacto social no puede ser declarada:

1. Cuando la causa de ella ha sido eliminada por efecto de una modificación del pacto social o del estatuto realizada con las formalidades exigidas por la ley, o,
2. Cuando las estipulaciones omitidas pueden ser suplidas por normas legales vigentes y aquéllas no han sido condición esencial para la celebración del pacto social o del estatuto, de modo que éstos pueden subsistir sin ellas.

El artículo hace alusión a dos escenarios que han de tenerse en cuenta para la conservación del ente: (i) la posibilidad de la purga de la causal de la que se trate, que deberá efectuarse mediante la modificación estatutaria o del pacto correspondiente, lo que formalmente implica el otorgamiento de la escritura pública respectiva, y su inscripción en el registro; y, (ii) el reconocimiento de que el acto puede preservarse también siempre que se verifiquen omisiones que puedan suplirse por la regla de derecho público, o que no se trate de condiciones esenciales, es decir, que no sean tipificantes, ni que dejen acéfalo el régimen de la sociedad.

Evidentemente, esto tendrá que ser evaluado en su oportunidad por el juez competente, ya que dicho examen corresponde efectivamente a la autoridad.

Sin embargo, el artículo no señala si esto es posible antes de la demanda, o si podría ocurrir durante el proceso, y en este último caso, hasta qué etapa se podría producir, ya que ello en teoría podría subsanarse hasta antes de la sentencia (¿y qué ocurriría en vía de apelación?). Un proceso largo generaría costos prohibitivos que harían insubsistente *de facto* la sociedad.

Del mismo modo, es importante señalar que cuando en el numeral 1 se hace referencia a las formalidades, debió implicar con claridad directamente a la inscripción registral, obviamente.

Cuestión no menor que ha de destacarse resulta del hecho de que la regla omite inexplicablemente pronunciarse respecto al cambio en la responsabilidad de los socios y gestores (por determinación del tipo o ausencia del mismo, por ejemplo),

y si esto afecta o no la relación de estos frente a terceros (Estado, acreedores, contrapartes, consumidores y, en general, *stakeholders*) una vez superada la causal de nulidad, si así fuera.

5. Caducidad de la pretensión de nulidad del pacto social

Conforme al artículo 35 de la LGS, la demanda de nulidad del pacto social se tramita por el proceso abreviado, se dirige contra la sociedad y solo puede ser iniciada por personas con legítimo interés. La acción de nulidad caduca a los dos años de inscrita la escritura pública de constitución en el Registro.

Sobre ello, parece una solución eficiente tramitar la demanda de nulidad del pacto por el proceso abreviado, siendo este el más breve de los procesos, y con las formas más sencillas. Sin embargo, como ya hemos puesto de manifiesto, este tendría que ser muy corto para reducir los efectos negativos del cuestionamiento a la validez del pacto, sino, en el peor escenario, hacerlo prohibitivo, ya que la paralización de una sociedad es muchísimas veces lo mismo que la quiebra.

Cuando la normativa regula que la demanda se dirige en contra de la sociedad, la ley reconoce y verifica la existencia como sujeto y la capacidad consustancial de la misma, así como su validez para actuar y ser parte del proceso, sin perjuicio del vicio que en sede de nulidad la aqueja. En ello denota una vez más de manera nítida su distinción con el régimen civil.

Cuestión que llama la atención es aquel aspecto que señala que la demanda solo puede ser incoada por personas con legítimo interés, habiéndose obviado que ello se haga de oficio y/o por el Ministerio Público, como sí se hace en el artículo 220 del CC; y en esto último no es que deba existir identidad con el régimen de nulidades del acto jurídico, sino que en este caso sí ha de manifestarse o ha de hacerlo el interés de la comunidad en general y, por ende, el régimen legal interesado y dirigido a expulsar, hacer de manifiesto o sanear aquello que no goza de regularidad en el sentido estricto de la expresión. En cualquier caso, si se hace un paralelo con el régimen civil, no se trataría de un supuesto de nulidad absoluta, sino de una relativa (artículo 222 CC).

No resulta poco relevante tampoco señalar, sobre este mismo aspecto, que la legislación regional sí aprecia la iniciativa e interés del Estado en la nulidad, abriendo la posibilidad de que sea este a través de sus instituciones el que haga suya la demanda respectiva.

Una respuesta para no haberse regulado ello así, desde la perspectiva nacional, podría transitar por inmunizar a la sociedad de una intervención pública que pueda resultar invasiva o inútil, además de no otorgar segundas oportunidades, dado que es ella misma (la autoridad pública) la que da lugar al nacimiento de la inscripción viciada; pero ello relegaría el mérito de su actuación a una apreciación absolutamente negativa y poco certera.

La caducidad se ha dispuesto de manera expresa a los dos años de la inscripción en el registro (artículo 35 LGS), lo que teóricamente elimina cualquier incertidumbre sobre la validez de la sociedad pero, al mismo tiempo, introduce al tráfico una

anomalía que normaliza en un plazo muy corto. Dependiendo del vicio, esta sería más o menos importante.

6. De los efectos de la sentencia de nulidad

De acuerdo con el artículo 36 de la LGS:

La sentencia firme que declara la nulidad del pacto social ordena su inscripción en el Registro y disuelve de pleno derecho la sociedad. La junta general, dentro de los diez días siguientes de la inscripción de la sentencia, designa al liquidador o a los liquidadores. Si omite hacerlo, lo hace el juez en ejecución de sentencia, y a solicitud de cualquier interesado. La sociedad mantiene su personalidad jurídica solo para los fines de la liquidación.

Cuando las necesidades de la liquidación de la sociedad declarada nula así lo exijan, quedan sin efecto todos los plazos para los aportes y los socios estarán obligados a cumplirlos, de inmediato.

Resulta evidente que la sentencia de nulidad, para poder acceder al registro, ha de quedar firme para ello, ya sea porque no sea materia de impugnación o porque, siéndolo (en los plazos y formalidades procesales requeridas), se trate de instancia final.

Dice la ley que la inscripción de la sentencia en el registro disuelve la sociedad de pleno derecho, lo que no constituye un aserto preciso, como explicaremos en adelante.

La inscripción de la sentencia en el registro es obligatoria, y lo es evidentemente en la partida de la sociedad.

Luego, esto, conforme lo citado, debe producir un efecto curioso: «disuelve de pleno derecho la sociedad». La anotada es una fórmula ya hace mucho tiempo criticada desde esta misma tribuna, como también por la doctrina comparada, y que poco eco ha tenido en la legislación internacional, habida cuenta de su inutilidad.

La disolución de pleno derecho ha sido comprendida de tres maneras distintas: (i) como una causal de disolución que no requiere de expresión adicional o mancomunada por parte de la sociedad para conducirse como tal, es decir, sin necesidad de una declaración previa o de un acto (jurídico o procesal) o hecho adicional, sino que opera *per se* (artículo 407), tal como lo ha ratificado el Tribunal Registral Peruano y, (por todas) la Dirección General de los Registros y del Notariado (DGRN) española en su oportunidad;¹¹⁹ (ii) como la resolución de la relación jurídica interna societaria o *pactum societatis* y *afectio societatis* concomitante; y, (iii) como la imposibilidad de seguir operando como ente societario.

Es importante anotar, una vez más, que la idea de la disolución de pleno derecho de la sociedad no transita por el camino de la consecuente desaparición inmediata de la corporación, ni de la inexistencia de la misma, como tampoco del desconocimiento ni inmediata resolución de las relaciones jurídicas (contractuales, laborales,

119 DGRN del 28 de mayo de 2018.

de responsabilidad civil, administrativas, de consumo, penales y otras) con terceros, sino por el camino, más largo y burocrático, de la liquidación y posterior extinción (sujeta a inscripción) de la misma.

Reconocida doctrina comparada se ha pronunciado señalando que los efectos de una disolución *ipso jure* no pueden ser trasladados al campo societario (Richard, 1999).

La sentencia de nulidad entonces debería declarar la disolución como tal, entendida como causal eficiente de la liquidación y, por ende, el inicio de esta última, la liquidación, como procedimiento, designando directamente a aquel o aquellos quienes se han de abocar a este último trámite (como lo establece la solución argentina, por ejemplo, en el artículo 18 de la Ley General de Sociedades de ese país).

La sentencia no puede declarar la extinción de la sociedad porque esta nació con un acto distinto, también de orden público, cual es la inscripción, como hemos analizado líneas atrás.

La regla establece que es la junta general, dentro de los 10 días siguientes de la inscripción de la sentencia, la que designa al liquidador o a los liquidadores. Si omite hacerlo, lo hace el juez en ejecución de sentencia, y a solicitud de cualquier interesado. Esta es una norma perfectible, ya que puede ser más eficiente apartando la decisión de la junta y sometiéndola al mismo juez que declara la nulidad, lo que evitaría dilaciones y demás costos innecesarios.

Del mismo modo, la norma establece que la sociedad mantiene su personalidad jurídica solo para los fines de la liquidación. Aquí vale retrotraer lo que ya hemos apuntado antes, y es que la personalidad de la sociedad es consustancial a su inscripción, basada en el sistema normativo, y se mantiene mientras no se inscriba la extinción de la misma en el registro. Pero la regla de derecho impone un régimen limitante, y es que dicha personalidad se mantiene solo para cumplir con la liquidación, es decir, resolver las relaciones jurídicas externas e internas del corporativo, a efectos de dejar allanado el camino para la extinción.

Esto a su vez quiere decir que la sociedad no puede purgar ya la nulidad, luego de la sentencia.

7. La nulidad declarada y los terceros de buena fe

Conforme al artículo 37 de la LGS, «la sentencia firme que declara la nulidad del pacto social o del estatuto no surte efectos frente a los terceros de buena fe».

Debemos recordar al respecto que entre pacto social y estatuto hay una relación de contenido eficiente, como se indica en el artículo 5 de la LGS cuando señala que la sociedad se constituye por escritura pública, en la que está contenido el pacto social, que incluye el estatuto. Esto también se puede verificar con meridana claridad en el artículo 54 de la misma norma y en otros.¹²⁰

120LGS, «Artículo 54.- Contenido del pacto social
El pacto social contiene obligatoriamente:

Esta situación, cabe señalar, se encuentra relativizada en el caso de sociedades *de facto*, pues en estas últimas se reconoce el pacto, pero se desconoce el estatuto.

Sin perjuicio de ello, la pretensión, de acuerdo con el artículo 35, es de nulidad de pacto social, que obviamente ha de contener el estatuto. Entonces, cabe confusión en la expresión utilizada por el legislador cuando señala «la nulidad del pacto social o de estatuto», desde la perspectiva que la nulidad invocada es del pacto, es decir, del acuerdo que ha de dar nacimiento al corporativo. El pacto incluye al estatuto; entonces, la declaración de nulidad del primero no solo contiene la del segundo, sino que lo arrastra indefectiblemente, y no puede ser de otro modo en una relación de causa-efecto.

Como ya hemos puesto de manifiesto, la sentencia que declara la nulidad no hace desaparecer la sociedad, ni manifiesta su inexistencia, ni resuelve *ipso facto* las relaciones jurídicas y/o actos jurídicos que unen a la sociedad con terceros, interna ni externamente.

Del mismo modo, y resulta obvio, que los contratantes de buena fe, conforme al registro, y las seguridades y presunciones que lo rodean, contrataron bien, conforme debe hacerse coincidir con el artículo 2013 y 2014 del CC.

En tanto lo que se abre es el procedimiento de liquidación, este implica, por lo menos en teoría, la satisfacción de las obligaciones con terceros. Lógicamente, esto se sujeta a las patologías propias empresariales como son la insolvencia y la quiebra.

En este sentido, la fórmula utilizada es poco ajustada a derecho, pues la sentencia firme alcanza a toda la comunidad en general.

8. Conclusiones

La nulidad se constituye como la del acuerdo que da nacimiento a un ente corporativo societario inscrito en el registro mercantil. Esto es, la constitución de un sujeto de derecho societario que ocupa y genera efectos públicos y privados.

La dificultad radica en la distinción entre los vicios de forma y los de fondo al momento de la constitución de una sociedad personificada.

La regulación societaria ha reservado sus pronunciamientos al respecto únicamente hacia las sociedades que alcanzan el registro y, por tanto, generan la personalidad (jurídica), donde la inscripción concede, constituye y genera derechos *ex novo*.

1. Los datos de identificación de los fundadores. Si es persona natural, su nombre, domicilio, estado civil y el nombre del cónyuge en caso de ser casado; si es persona jurídica, su denominación o razón social, el lugar de su constitución, su domicilio, el nombre de quien la representa y el comprobante que acredita la representación;

2. La manifestación expresa de la voluntad de los accionistas de constituir una sociedad anónima;

3. El monto del capital y las acciones en que se divide;

4. La forma como se paga el capital suscrito y el aporte de cada accionista en dinero o en otros bienes o derechos, con el informe de valorización correspondiente en estos casos;

5. El nombramiento y los datos de identificación de los primeros administradores; y,

6. El estatuto que regirá el funcionamiento de la sociedad».

La ley no regula aquellas otras sociedades que no concluyen el *iter* constitutivo con la inscripción registral y, por ende, carecen de personalidad, es decir, sociedades irregulares e internas.

La nulidad se ha de verificar cuando el pacto social contenga uno o más de los siguientes vicios, considerados *numerus clausus*, o nulidades tasadas: (i) incapacidad del gestante, o ausencia de su consentimiento, (ii) objeto ilícito, (iii) estipulaciones ilegales u omisión de las obligatorias; y/o (iv) omisión de tipicidad.

La nulidad está sujeta a declaración judicial civil en proceso abreviado, y el demandante será todo aquel que tenga legítimo interés, y la demandada será la propia sociedad, antes del plazo de caducidad acotado por ley, y siempre que antes de ello la causa no haya sido eliminada formalmente, o cuando la omisión pueda ser suplida por norma vigente y no haya sido condición esencial para la celebración del pacto.

Las características esenciales de la definición de sociedad en al LGS son: a) pluralidad de socios; b) convención inicial de un corporativo; c) aportes valorizados diferenciados, y sus repercusiones en las relaciones internas y externas, y sus plazos; d) ejercicio común de actividades; y, e) la naturaleza de las actividades dispuestas. Estas notas guardan íntima y estrecha relación con las causales de nulidad regidas por el artículo 33 de la LGS.

La pluralidad de socios no constituye *per se* una condición *sine qua non* de permanencia de la sociedad, cuestión que tiene gran incidencia en la figura de la nulidad, y lo mismo con la discusión de la unipersonalidad. Si esta última rigiera, cabría relativizar tal causal. La LGS dispone casos en los que puede admitirse la creación de un ente societario que carezca de pluralidad, así como otros en los que, luego de constituida, se pierda esa pluralidad sin que ello afecte su existencia inmediata.

La falta de pluralidad de socios y el funcionamiento de sociedades bajo tal régimen han empujado a una parte de la doctrina nacional para que abogue por la institucionalidad de la sociedad unipersonal, lo que tendría efecto inmediato en la regulación de la nulidad societaria.

La personalidad jurídica como acto administrativo concesional público no depende de la pluralidad de socios en esencia (aspecto estrictamente formal), y se puede hacer referencia a la asociatividad personal basada justamente en la organización corporativa.

Los derechos fundamentales de asociación, empresa y contratos, como fundamento de las organizaciones, merecen revisión. Creemos que el derecho de asociación es suficiente para explicar ello.

Si la pluralidad ya no constituye un elemento material o parte del mismo para el nacimiento de un ente corporativo, la discusión sobre la nulidad por falta de pluralidad devendría irrelevante u ociosa, y por demás costosa.

Los sistemas pilares fundamentales del derecho civil patrimonial, es decir, la propiedad, los contratos y la responsabilidad civil, resultan por sí mismos, y en conjunto, insuficientes para explicar el funcionamiento y existencia de las corporaciones.

La noción de sociedad contrato es rebatida por la sociedad sujeto (no necesariamente persona).

Si bien algunos contratos típicos generan sujetos de derecho limitados, como lo son para la administración tributaria, por ejemplo, los fondos de inversión de oferta privada, los fondos mutuos de inversión en valores, los patrimonios fideicometidos de sociedades tituladoras y los contratos de colaboración empresarial que conllevan contabilidad independiente (entre ellos los *joint ventures*, la asociación en participación y los consorcios), todos estos tienen capacidad limitada; no los hay de los que generan sujetos de capacidad amplia, como lo son las sociedades.

Las nociones de corte contractualista se quiebran ante la existencia de un sujeto diferenciado, distinto a los socios que «pactan». Ese pacto tiene un único propósito, y genera de manera inmediata un sujeto de derechos, lo que distancia una idea contractual destinada a generar una relación de cambio, *versus* la idea de organización funcional. La sociedad no es cualquier sujeto, sino que es un ente con capacidad general, que obra en diversos campos, tal como así le ha sido reconocido. En el caso de su registro la personalidad se hace evidente, y las consecuencias jurídicas de la misma.

En el entendido de que las normas de nulidad societaria, una vez declarada, gatillan la liquidación, esta supone a su vez la preferencia de los acreedores y, dependiendo de la causal y de la buena fe de aquellos relacionados, el no pago a los actores de mala fe, la obstrucción a la devolución del aporte, y el destino del patrimonio post liquidación (no necesariamente afectado a favor de los aportantes), respecto de lo cual la ley no hace ninguna discreción, siendo ello necesario.

Un extraño giro conceptual se verifica de la estipulación normativa del artículo 1 de la LGS cuando se refiere a la sociedad y al ejercicio de actividades económicas.

Esto es de particular interés en la institución de la sociedad nula, pues la LGS, como hemos señalado, no menciona en ninguno de sus artículos el lucro, la mercantilidad, la actividad comercial, ni la obtención de ganancias distribuibles como elementos característicos de las formas que regula, y tampoco supedita estas actividades a la forma societaria. Esto es importante porque podría entenderse que relativiza la apreciación de la omisión de la forma obligatoria como causal de nulidad del pacto (numeral 4, artículo 33 de la LGS).

Del mismo modo, esto incide también en la nulidad dispuesta en el numeral 2 del artículo 33 de la LGS, en lo que a su objeto y actividades contrarias a la ley interesa como causales de nulidad.

La actual ley aparenta basar su concepción de sociedad en el objeto.

Para evitar contradicciones entre el régimen especial de sociedades como entes corporativos y sus semejantes (v.g. los contenidos en el CC), debo concluir que el criterio usado en la LGS es el estructural, de origen germano (que tiene una aplicación neutra). La omisión de la ley en definir esto ha dado como resultado no solo aquella doctrina registral ya anotada y a nuestro juicio equivocada, que asimila las actividades de entidades no lucrativas con actividades económicas propias de sociedades (que conlleva resultados poco oficiosos), sino a discusiones en sede judicial respecto al derecho al reparto de utilidades, la imposibilidad de imputar opresión societaria, entre otros. Esto, es obvio, ha de hacer consonancia con las nulidades sobre el objeto social que regula la LGS.

La sociedad como tal es fruto y se crea con el pacto, a saber, el acuerdo de los socios fundadores que es exteriorizado. De ahí la distinción entre las formalidades *ad solemnitatem*, que distingue a las sociedades personificadas (artículo 6 de la LGS) de las sociedades *per se*, cuya realidad está sujeta *ad probationem* (artículos 5, 6, 7 y 423 de la LGS).

En materia de sociedades las formalidades son esencialmente *ab probationem*, y no *ab solemnitatem*. Esto tiene especial importancia en las causales de nulidad expresamente atribuidas por ley, y en la solución de las nulidades de aquellas irregulares, y las de hecho, que la ley no menciona.

Así, las formalidades en la generalidad de corporaciones no tienen carácter constitutivo de derechos, sino declarativo. Ello funciona de esa manera, comprendiendo que la validez del pacto social no se sujeta a su instrumentalización, ni se castiga su ausencia con nulidad.

En el caso de las sociedades, la forma prescrita por la ley no es sancionada con nulidad (no confundir con lo estipulado en el numeral 4 del artículo 33 de la LGS, que se refiere a la tipicidad). La inobservancia de los requisitos formales, en materia societaria, equivale a la irregularidad de origen; y la falta de requisitos sustanciales, a la nulidad (que ha de ser declarada).

Al ser *ab probationem*, la regulación más apropiada ha de ser la de nulidad de inscripción registral.

Se deduce perfectamente que los privados no pueden crear personas jurídicas societarias ni de cualquier otra clase por voluntad propia o individual, pues la autonomía de las mismas carece de la potestad necesaria para ello, aptitud que se reserva la ley. Del mismo modo, los privados tampoco pueden extinguir una persona jurídica por voluntad propia, sin control de legalidad previo, ello, como protección a los intereses de terceros.

Aquel pacto (societario), fruto de un negocio jurídico de carácter plurilateral y de prestaciones autónomas, no es un contrato, sino un negocio jurídico de organización (lo que admite incluir a las sociedades unipersonales, que no son contractuales), que se manifiesta como tal ante la comunidad, y que requiere jurídica y económicamente de dicha exteriorización, porque está destinado a configurar, y de hecho produce como efecto inmediato, un sujeto de derechos típico, proclive a relacionarse con terceros. Si fuese un vehículo de mera organización interna, claramente se entendería y configuraría necesariamente como un contrato en el sentido del artículo 1351 del CC, y sus efectos se reducirían a las partes únicamente.

Es evidente, desde un punto de vista objetivo, que la LGS no califica jurídicamente como contrato a la sociedad, y, por el contrario, acertadamente esta eliminó tal determinación que estaba comprendida en el texto de su antecesora. Del mismo modo, y en paralelo, el texto del actual CC de 1984 no define los tipos de personas jurídicas que regula, ni la institución misma (de persona jurídica) como contrato, lo que sí podíamos observar en su antecesor. Hay concordancia lógica en la legislación peruana de entes corporativos, que ha relegado conscientemente el concepto e idea de sociedad-contrato de los textos legales.

Entendido esto, es comprensible verificar que las normas civiles de nulidad de actos jurídicos resultan de muy difícil (sea dicho imposible) aplicación al pacto

social, a la organización societaria como entidad jurídica, y a la inscripción en el registro público (a cargo de la administración pública) como productora de situaciones y efectos jurídicos *erga omnes* (generados por un acto administrativo público: la inscripción registral), en este caso, de la concesión (pública) de la personalidad jurídica y, por ende, de derechos *ex novo*, que no son fruto de la voluntad privada.

Tal constatación hace imposible hacer coincidir y a la vez hacer referencia a escenarios civiles de anomalías relacionadas con supuestos de ineficacia inicial o estructural, que suponen los actos nulos, su invalidez o actos inexistentes (categoría que, además de no encontrarse plasmada legislativamente en el CC, muchos desconocen).

Las sociedades inscritas, a pesar de los vicios a los que se refiere el artículo 33 de la LGS, al encontrarse inscritas en el registro público, se constituyen como personas jurídicas para todo efecto legal y económico, lo que supone su validez y eficacia como acto, premunidas a su vez por presunciones legales *iure et de iure*, oponibles *erga omnes*, sin dejar de mencionar la intangibilidad de los asientos registrales.

Entonces, (i) contra un acto administrativo registral (que implica el ejercicio de control de legalidad, y por tanto, validez), (ii) que supone la concesión pública de personalidad, y (iii) las garantías legales que el Estado otorga a dicha inscripción, difícilmente podemos oponer la nulidad civil, diseñada para actos jurídicos, no administrativos.

Respecto a cancelación de asientos registrales, y nulidad de inscripción, esta solo se produce y corresponde exclusivamente por mandato de órgano jurisdiccional, que debe declarar la invalidez de los asientos registrales.

La teórica nulidad del acto no es privada, sino pública. En consecuencia, ninguno de los vicios acusados en el artículo 33 de la LGS afecta la existencia del corporativo, que se supone válido y de estructura perfecta ante la comunidad. De ahí resulta imposible que se produzca, aun con sentencia judicial firme y favorable a la admisión de tales supuestos, la retroactividad que se pudiera o debiera alcanzar respecto a otro tipo de actos civiles (de nulidad), pues la producción de efectos legales no proviene de la voluntad privada, sino del registro, y no es interna, sino que se produce *erga omnes*.

No hay tampoco resolución inmediata porque, como no puede ser de otro modo, lo que se ha de ordenar en sede judicial es el inicio de procedimiento de la liquidación (un corporativo no desaparece ni se borra de la existencia por mandato judicial, ya que ha nacido merced a otro acto administrativo especialísimo, rodeado de presunciones inatacables) para que, a su conclusión ordenada (o en quiebra), se inscriba la extinción (esta sí, la desaparición del corporativo), que se constituye a su vez como otro acto administrativo atestiguado por funcionario público.

Tampoco hay rescisión, ya que la existencia del ente resulta innegable, así como su eficacia, y las causales de nulidad son única y exclusivamente las previstas por la LGS, que, como norma especial, regula y se impone sobre la materia.

Contrario al sistema civil, la nulidad del pacto social es subsanable, pues si bien existe interés personal, también lo hay público y este se decanta en el principio de conservación de la empresa, que es transversal a las formas corporativas; y, por supuesto, no es imputable de oficio (lo que sí ocurre en el régimen civil general).

La nulidad no puede viciar a su vez los negocios celebrados de buena fe con terceros basados en la validez de la persona jurídica societaria. Esto, en sociedades, no solo se extiende a los actos que se produzcan posteriores a la inscripción, una vez desplegada la personalidad jurídica, sino incluso a los previos, y aquí no nos referimos únicamente a los denominados actos necesarios, sino a los actos preinscripción no necesarios. De ahí que estas circunstancias constituyan una de las razones para iniciar un procedimiento ordenado de liquidación de relaciones jurídicas en sede societaria, ya que la actividad relacional del corporativo con terceros no se limita a su nacimiento como persona, sino que se extiende incluso válidamente al tiempo de su formación.

Al referirse y regular la nulidad del pacto social, no se hace referencia a todas las sociedades existentes, habilitadas para el tráfico y reconocidas por ley, sino solo a las sociedades inscritas, es decir, que hayan alcanzado la categoría de personas jurídicas merced al registro.

En la idea de nulidad societaria (del pacto) no hay juicio de invalidez (en todo caso relativa) sobre la sociedad misma, ya que la ley reconoce (i) la institución de la irregularidad de origen (instrumental) y (ii) la de la sociedad *de facto* (no instrumental). Tampoco hay juicio de invalidez sobre (iii) la sociedad inscrita con vicios, o (iv) la sociedad inscrita sobrevenida en irregular, ya que en estas dos últimas surte pleno efecto la inscripción y se rigen por las garantías que de ellas devienen. Aún más, la invalidez resulta relativizada incluso en la llamada sociedad en formación. En los cuatro casos expuestos, a todas estas formas se les reconocen efectos vinculantes interna y externamente, con plena capacidad, desde su constitución.

Lo que la idea de la nulidad societaria predica, una vez sancionada por un juez (única autoridad que puede hacerlo), es la resolución ordenada de las relaciones jurídicas previamente establecidas, de las internas y externas, es decir, un procedimiento de liquidación. No se desconocen los actos previos.

Tal como lo señala el primer párrafo del artículo 33 de la LGS, las causales de nulidad se constituyen como un *numerus clausus*.

Cuando el numeral 1 del artículo 33 de la LGS se refiere al número de socios fundadores y pluralidad, su conservación parece concordante con las reglas establecidas en los artículos 223 y 1434 del CC para la nulidad y resolución de actos y contratos plurilaterales (el principio de conservación de actos jurídicos se encuentra presente allí, pero cabe destacar que en materia de sociedades se constata el de conservación de empresa o de la actividad empresarial, que es aún más riguroso) donde las prestaciones de cada uno de ellos van dirigidas a la consecución de un fin común. En esto hay sistemática, pero es claro que el artículo 1434 solo nos sirve como ejemplo paralelo, ya que no se trata de una norma que pueda ser aplicada y sea consustancial a sociedades, por las razones ya expuestas líneas atrás, absolutamente contrarias a la pretendida «contractualización» del derecho societario, concepción ajena al sistema peruano de personas jurídicas, donde ni siquiera las decisiones adoptadas por sus órganos se constituyen como tales (los acuerdos societarios no son contratos), lo que analizaremos en un próximo trabajo.

Es importante señalar que el artículo 223 del CC parece generar conflicto con el numeral 1 del artículo 33 de la LGS, toda vez que este último vincula la capacidad

y ausencia de consentimiento solamente a la pluralidad de miembros (exigencia de nuestra LGS, salvo para el caso del Estado como único socio), mientras que el primero dispone una variante vinculada a la participación esencial de un agente *que intervenga en el acto plurilateral*.

Otras legislaciones asumen otros supuestos adicionales de nulidad relacionados con la incapacidad o ausencia de consentimiento y, en general, el vínculo que en teoría debería unir a los socios, y que en consecuencia el vicio quiebre la relación. Este último podría ser el caso de la participación indispensable de alguno de los socios, ya sea por su aptitud intrínseca (*key man*), o su aporte esencial por su naturaleza o mayoritario al capital.

Cuando en el numeral 2 del artículo 33 de la LGS se refiere al objeto, ello debe entenderse con el objeto social, que se distingue de las actividades que pueden ser más amplias y no expresas. Cuando la nulidad se refiere al objeto como actividad, lo que debemos entender es que incluye perfectamente lo establecido por el artículo 11. Pero allí mismo surge un problema, cual es la interpretación relativa a su alcance, o a la omisión de referencia normativa más amplia. La sociedad es un sujeto pleno, capaz, y, por lo tanto, si bien ha de circunscribir sus actividades al objeto determinado e inscrito, no resulta extraño que no solo ejecute aquellos y además «actos relacionados», sino que puede hacerlo ampliamente y con excepción a los mismos —actos *ultra vires*, por ejemplo—. El artículo 33 pudo perfeccionarse, incluyendo los casos de objeto no declarado, o no determinado, y el *de facto*, aun cuando en el caso de la determinación aquella pueda inferirse de las exigencias del artículo.

Lo mismo sucede en los casos de su ilicitud (objeto claramente ilícito y por tanto contrario al precepto normativo del artículo 11), de actividades ilícitas (por la misma razón acotada para la ilicitud genérica), de objeto puramente prohibido (la realización de actos que se encuentran establecidos expresamente como prohibitivos), y de objeto prohibido en razón del tipo, referidos a actividades que se encuentran limitadas a algún tipo de sociedad.

En el caso del objeto lícito con actividad ilícita, esta última ha de probarse como tal, sin perjuicio de que forme un porcentaje más o menos importante del total de actos producidos. Es decir, puede ser que toda la actividad sea ilícita, o solo un aparte de ella.

Del mismo modo, esas ilicitudes pueden devenir habituales o no. Cada caso ha de analizarse para ello en concreto. Finalmente, y sobre esto mismo, pero no menos importante, la doctrina repara en las sociedades de objeto imposible.

Resulta evidente que un objeto contrario al orden público sería de más fácil examen que el objeto contrario a las buenas costumbres. Es menester relacionar este precepto con lo señalado en el título preliminar del CC.

Aun cuando el numeral 2 del artículo 33 no lo señale de manera expresa, debemos comprender que allí se incluye la causa ilícita, entendida como la finalidad o función económico-social que ha de cumplir el negocio societario.

Cuestión de especial relevancia no establecida en la ley es la responsabilidad de los gestores y de los socios por la nulidad declarada. Tampoco se ha determinado qué sucede con la cuota de liquidación y los daños causados a propios y extraños.

Es menester establecer un régimen especial y expreso en la LGS que señale las responsabilidades correspondientes para aquellos que resulten culpables.

El numeral 3 del artículo 33 de la LGS consagra la nulidad por «contener estipulaciones contrarias a normas legales imperativas u omitir consignar aquellas que la ley exige».

Este numeral refiere tanto al pacto como al estatuto social, dado que, si bien el uno contiene al otro, es posible plasmar en ambos directrices reglamentarias para la sociedad y los socios. Estas se podrían constituir como tales de manera evidente, o ha de necesitarse mayor o menor esfuerzo para dilucidar su invalidez.

Nótese que, distante a las causales de los numerales 1 y 2, esta solo podría ser aplicable a una sociedad instrumentalizada, ya que se requeriría validar de manera objetiva y material tales contravenciones. El precepto también constituye una limitación a la autonomía privada.

El numeral 3 del artículo 33, al señalar como causal de nulidad la omisión de la consignación de normas que la ley exige, deja un espacio importante para coincidir con el numeral 4, que regula la tipicidad societaria, pues podría ser la falta de tales disposiciones (esenciales) la que permitan la identificación del tipo.

Cuando en el numeral 4 del artículo 33 de la LGS refiere «Por omisión de la forma obligatoria prescrita», se refiere al tipo legal corporativo y no a las formalidades del acto constitutivo. En ello, la tipicidad funciona para la seguridad jurídica, la transparencia de la organización, la posición válida de derechos, la seguridad del tráfico y el dinamismo comercial. Del mismo modo, su estandarización permite calificar de manera uniforme los títulos de inscripción de sociedades, a su ingreso en el registro. De estos comentarios también se deduce que la norma pudo referirse asimismo a la nulidad por atipicidad.

Además, ha de entenderse que la forma es una distinguida por la ley, de manera integral, y la estructura corporativa ha de aparecer completa, no en apariencia, ni parcial, por lo que resulta esencial que se presenten todos los elementos tipificantes (elementos diferenciadores del tipo), y, por tanto, que se pueda apreciar que los fundadores han adoptado una forma típica reconocida.

En este sentido, resulta interesante lo planteado a su vez por la legislación uruguaya, que sanciona con nulidad aquellas estipulaciones contenidas en el pacto o el estatuto que tengan por objeto desvirtuar el tipo adoptado.

Las últimas menciones sobre atipicidad y falta de estipulaciones exigidas por ley dejan muy claro cómo es que el régimen de sociedades puede verse afectado gravemente por la apariencia y seguridad que a su vez le imprime el registro.

El CC, en clara omisión, no se preocupa en absoluto del problema de la nulidad de las corporaciones que regula, personificadas o no. El articulado no hace tampoco remisión obligada alguna a reglas del libro de acto jurídico o al de contratos. Del mismo modo, esta norma no le atribuye a la persona jurídica ni a los entes que regulan la característica o naturaleza de contrato, lo que sí hacía su antecesora, eliminando tal referencia el legislador.

Entendemos que, al no haber legislación especial, hemos de aplicar el régimen societario, imperfecto, de nulidad del pacto social, a los tipos regulados en el CC con las distancias propias de las reglas contenidas en esta última norma y las carac-

terísticas de dichas formas corporativas, con el fin de no generar contradicción entre un régimen y el otro.

El Estado puede crear sociedades mediante la promulgación de una ley *ad hoc*, y someterlas a las disposiciones de la LGS, en lo que le fuere aplicable. Estas sociedades pueden inscribirse en el registro de personas jurídicas creadas por ley. Sin embargo, no se crean por escritura pública, y no obtienen su personalidad a partir del registro, sino por mandato expreso de su ley de creación. Como es evidente, la nulidad societaria, tal como se encuentra dispuesta en el artículo 33 de la LGS, no sería oponible en este caso, ya que no existe pacto alguno al cual referirse, como tampoco escritura.

Las sociedades creadas por ley pueden seguir dos derroteros: (i) se rigen por lo dispuesto en su ley de creación para una o más de sus vicisitudes; o (ii) se rigen por el régimen general, lo que tendría que haber sido dispuesto por la ley de creación.

La nulidad, como se encuentra plasmada en la LGS, no es aplicable a las sociedades mineras creadas por el solo acto administrativo, pero debería ser asequible para aquellas que son producto de un acuerdo entre partes.

Una sociedad irregular no es un contrato: es un sujeto de derechos, *ergo*, una corporación con plena capacidad (no limitada como en otros casos). En consecuencia, la LGS incurriría en grave omisión. Del mismo modo, y abonando en este sentido, si aplicáramos la normativa general de nulidad de actos o contratos, regresaríamos sobre la discusión y efectos de la nulidad civil diferenciada de la nulidad societaria, la imposibilidad de la retroactividad, de la resolución inmediata, la falta de subsanación, la no imputabilidad de oficio, entre otros, que a su vez generarían un doble régimen de nulidad de sociedades que serían contradictorios entre sí, lo que no es lógico ni eficiente. Por tanto, y en aras de la concordancia, lógica y sistematización, a la irregular no le son aplicables las reglas generales de nulidad contenidas en el CC, sino que hay un solo régimen de origen y sustancia societaria al respecto.

Así, esto se entiende porque hay una solución que se verifica en el propio texto de la LGS, y es que la irregular se encuentra afectada en primera instancia por la inobservancia de las formalidades de constitución y, por tanto, está sujeta a la solución especial y acordada para tales casos, que es la regularización o, en su defecto, la liquidación, siendo que esta última conduciría al mismo destino que la declaración judicial de nulidad. Si se regulariza la sociedad, ello supone su inscripción en el registro público, y se purgarían los vicios; pero si, aun así, mantiene o genera nuevo vicio de nulidad, entonces recién se aplicarían las normas de nulidad del pacto.

En el caso de las sociedades irregulares de origen no instrumentalizadas, constituye una obviedad señalar que resulta casi imposible aplicarles el régimen de nulidad establecido en la LGS, pues la sola existencia como sociedad de la *de facto* resulta en un expediente complejo e incierto que habrá de dilucidar un juez. La falta de instrumento en las sociedades *de facto* impediría la determinación de los supuestos contenidos en el artículo 33 de la LGS, salvo la falta de voluntad. La solución para las mismas sería el camino de la regularización, es decir, el artículo 426 de la LGS. Si luego de la regularización el vicio subsiste, se demandaría la nulidad.

Respecto de sociedades que no han exteriorizado actuación alguna, caben los casos de (i) las inscritas, cuya regulación no hace distinción sobre este aspecto, sino

sobre el vicio nulificante propiamente; y, (ii) las no inscritas, que, como hemos explicado, se sujetan a la regla de regularización.

Sobre la improcedencia de la nulidad, el artículo hace alusión a dos escenarios que han de tenerse en cuenta para la conservación del ente: (i) la posibilidad de la purga de la causal de la que se trate, y (ii) el reconocimiento de que el acto puede preservarse también siempre que se verifiquen omisiones que puedan suplirse por la regla de derecho público, o que no se trate de condiciones esenciales, es decir, que no sean tipificantes, ni que dejen acéfalo el régimen de la sociedad. Evidentemente, esto tendrá que ser evaluado en su oportunidad por el juez competente, ya que dicho examen corresponde efectivamente a la autoridad. Sin embargo, el artículo no señala si esto es posible antes de la demanda, o si podría ocurrir durante el proceso, y, en este último caso, hasta qué etapa se podría producir, ya que esto en teoría podría subsanarse hasta antes de la sentencia. Del mismo modo, cuando la norma hace referencia a las formalidades, debió implicar con claridad directamente, como resulta obvio, la inscripción registral.

Cuestión que ha destacarse resulta del hecho de que la regla omite inexplicablemente pronunciarse respecto al cambio en la responsabilidad de los socios y gestores (por determinación del tipo o ausencia del mismo, por ejemplo), y si esto afecta o no la relación de estos frente a terceros una vez superada la causal de nulidad, si así fuera.

Conforme al artículo 35 de la LGS, la demanda de nulidad del pacto social se tramita por el proceso abreviado, se dirige contra la sociedad y solo puede ser iniciada por personas con legítimo interés. La acción de nulidad caduca a los dos años de inscrita la escritura pública de constitución en el Registro. Parece una solución eficiente tramitar la demanda de nulidad del pacto por el proceso abreviado, siendo este el más breve de los procesos, y con las formas más sencillas. Sin embargo, este tendría que ser muy corto para reducir los efectos negativos del cuestionamiento a la validez del pacto, sino en el peor escenario, hacerlo prohibitivo, ya que la paralización de una sociedad es muchísimas veces lo mismo que la quiebra. Cuando la normativa regula que la demanda se dirige en contra de la sociedad, la ley reconoce y verifica la existencia como sujeto y la capacidad consustancial de la misma, así como su validez para actuar y ser parte del proceso, sin perjuicio del vicio que en sede de nulidad la aqueja. En ello denota una vez más de manera nítida su distinción con el régimen civil. Cuestión que llama la atención es aquel aspecto que señala que la demanda solo puede ser incoada por personas con legítimo interés, habiéndose obviado que ello se haga de oficio y/o por el Ministerio Público.

La sentencia de nulidad, para poder acceder al registro, ha de quedar firme para ello, ya sea porque no sea materia de impugnación o porque, siéndolo (en los plazos y formalidades procesales requeridas), se trate de instancia final.

Dice la ley que la inscripción de la sentencia en el registro disuelve la sociedad de pleno derecho, lo que no es preciso. La inscripción de la sentencia en el registro es obligatoria, y lo es evidentemente en la partida de la sociedad. La anotada es una fórmula ya hace mucho tiempo criticada. La sentencia de nulidad debería declarar la disolución como tal, entendida como causal eficiente de la liquidación y, por ende, el inicio de esta última, la liquidación, como procedimiento, designando directamen-

te a aquel o aquellos quienes se han de abocar a este último trámite. La sentencia no puede declarar la extinción de la sociedad, porque esta nació con un acto distinto, de orden público, cual es la inscripción.

La regla establece que es la junta general, dentro de los 10 días siguientes de la inscripción de la sentencia, la que designa al liquidador o a los liquidadores. Si omite hacerlo, lo hace el juez en ejecución de sentencia, y a solicitud de cualquier interesado. Esta es una norma perfectible, ya que puede ser más eficiente apartando la decisión de la junta y sometiéndola al mismo juez que declara la nulidad, lo que evitaría dilaciones y demás costos innecesarios. Del mismo modo, la norma establece que la sociedad mantiene su personalidad jurídica solo para los fines de la liquidación. Esto impone un régimen limitante, personalidad solo para cumplir con la liquidación, es decir, resolver las relaciones jurídicas externas e internas del corporativo, a efectos de dejar allanado el camino para la extinción. La sociedad no puede purgar la nulidad luego de la sentencia.

La sentencia firme que declara la nulidad del pacto social o del estatuto no surte efectos frente a los terceros de buena fe. En ello cabe confusión desde la perspectiva de que la nulidad invocada es del pacto, es decir, del acuerdo que ha de dar nacimiento al corporativo. El pacto incluye al estatuto; entonces, la declaración de nulidad del primero no solo contiene la del segundo, sino que lo arrastra indefectiblemente, y no puede ser de otro modo en una relación causa-efecto. La sentencia que declara la nulidad no hace desaparecer la sociedad, ni declara su inexistencia, ni resuelve *ipso facto* las relaciones jurídicas y/o actos jurídicos que unen a la sociedad con terceros. Los contratantes de buena fe, de acuerdo con el registro, y las seguridades y presunciones que lo rodean, contrataron bien, conforme debe hacerse coincidir con los artículos 2013 y 2014 del CC. En tanto lo que se abre es el procedimiento de liquidación, este implica la satisfacción de las obligaciones con terceros. Lógicamente, esto se sujeta a las patologías propias empresariales como son la insolvencia y la quiebra.

En resumen:

- a) La sociedad inscrita se rige por la nulidad de pacto (vicios claramente ubicables) en sede judicial, conforme la regla del artículo 33 de la LGS.
- b) La sociedad inscrita devenida irregular se rige por (i) la nulidad de pacto o (ii) la liquidación. Se liquida o regulariza por regla del artículo 426, y en la regularización se puede purgar el vicio. Si el vicio subsiste y no ha caducado, cabe demanda de nulidad según artículo el 33 de la LGS.
- c) La sociedad de hecho no contiene instrumento, lo que impide su determinación; salvo falta de voluntad, no se aplicarían las reglas de nulidad, sino su regularización; si el vicio subsiste y no ha caducado, se demandaría la nulidad según el artículo 33 de la LGS. Las reglas de nulidad ordinaria (CC) no serían viables, ya que es un sujeto de derechos, y las consecuencias generarían resultados no armónicos con el régimen general de nulidad.
- d) La sociedad irregular de origen no está sujeta a la nulidad, sino que rige regla de liquidación o regularización, y esta última (regularización) salvaría el vicio o lo

haría visible para luego imputar nulidad. Las reglas de nulidad ordinaria (CC) no serían viables, ya que es un sujeto de derechos y las consecuencias generarían resultados no armónicos con el régimen general de nulidad.

- e) La sociedad irregular de origen instrumentalizada en la que media delito (fe pública o suplantación de identidad) no se sujeta a las reglas de nulidad, y no constituye un acto jurídico societario válido (contrario a todos los demás supuestos), y exige declaración judicial en sede penal. Aquí no cabe aplicar el artículo 33 de la LGS. Es una omisión de la LGS.

Bibliografía

- Beaumont Callirgos, R. (2007). *Comentarios a la Ley General de Sociedades*. Lima: Gaceta Jurídica Editores.
- Bonilla Sanabria, F. A. (2008). Unipersonalidad societaria: a propósito de un debate actual en el derecho colombiano. *Mercatoria*, 7(1).
- Breccia, U., Bigliuzzi Geri, L., Busnelli, F., & Natoli, U. (1992). *Derecho civil*. Tomo I (Vol. I). F. Hinestrosa, traducción. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Cabanellas de las Cuevas, G. (1994). *Derecho societario*. Tomo 2. Buenos Aires: Editorial Heliasta.
- Cabanellas de las Cuevas, G. (1997). *Derecho societario*. Tomo 6. Buenos Aires: Editorial Heliasta.
- Chillida, J. V. (1998). *El Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI)*. Madrid: CIADI.
- Coase, R. H. (1937). *The nature of the firm*. *Economica* (new series), Vol. 4, Issue 16, p. 386-405. London.
- De Belaúnde López de Romaña, J. (2003). *Código Civil Comentado*. Tomo I. Lima: Gaceta Jurídica Editores.
- De Castro y Bravo, F. (1981). *La persona jurídica*. Madrid: Civitas.
- Dooley, M. (1995). *Fundamentals of corporation law*. New York: The Foundation Press Inc.
- Elías Laroza, E. (1998a). *Ley General de Sociedades comentada*. Lima: Normas Legales.
- Elías Laroza, E. (1998b). El objeto social, los alcances de la representación y los actos «Ultra Vires» en la Nueva Ley de Sociedades. *Revista Derecho y Sociedad*, 13, 7-12.
- Elías Laroza, E. (2015). *Derecho societario peruano*. Volumen II. Lima: Gaceta Jurídica Editores.
- Enneccerus-Kipp-Wolff. (1974). *Tratado de derecho civil. Parte general I*. Primer Tomo. Barcelona: Bosch.
- Escobar Rozas, F. (2010). Causales de nulidad absoluta. Artículo 219. En *Código Civil comentado*. Tomo I. Lima: Gaceta Jurídica Editores.
- Espinoza Espinoza, J. (2001). *Derecho de las personas*. Tercera edición. Lima: Editorial Huallaga.
- Espinoza Espinoza, J. (2011). *Los principios contenidos en el título preliminar del Código Civil peruano de 1984*. Lima: Grijley.
- Espinoza Espinoza, J. (2014). *Derecho de las personas. Personas jurídicas y organizaciones de personas no inscritas*. Séptima edición. Lima: Instituto Pacífico.

Fernández Gates, C. (2010). Revisión de los requisitos de constitución y procedimiento de inicio de actividades de sociedades en el Perú: sugerencias con miras a una posible mejora en su tramitación y una mayor simpleza en su regulación. *Revista Advocatus*, 23, 173-188.

Fernández Sessarego, C. (1990a). *Derecho de las personas. Exposición de motivos y comentarios al Libro Primero del Código Civil Peruano*. Cuarta edición. Lima: Cultural Cuzco.

Fernández Sessarego, C. (1990b). *Nuevas tendencias en el derecho de las personas*. Lima: Universidad de Lima Publicaciones.

Ferrara, F. (1929). *Teoría de las personas jurídicas* (pp. 746-754). Madrid: Editorial Reus.

Ferrero Diez Canseco, A. (1998). Las formas especiales de Sociedad Anónima en la nueva Ley General de Sociedades. *Revista Themis, segunda época*, 37, 17-33.

Furiasse, R., & Luján, M. D. (2015). La omisión de requisitos esenciales no tipificantes en la nueva regulación. Omisión por falta de adecuación. Propuestas. *Revista Estudios de Derecho Empresario*, vol. 11.

Galgano, F. (2004). Le categorie generali. Le persone. La proprietà. En *Diritto civile e commerciale*. Cuarta edición. Padova: CEDAM.

Halperin, I. (2000). *Curso de derecho comercial*. Cuarta edición, vol. I. Buenos Aires: Depalma.

Hansmann, H. (1996). *The ownership of enterprise*. Londres: The Belknap Press of Harvard University Press.

Hansmann, H., & Kraakman, R. (2000). *The essential role of organizational law*. Working Paper.

Hansmann, H., & Reinier, K. (2004). What is corporate law? En R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig ... E. Rock, *The anatomy of corporate law*. Oxford: Oxford University Press.

Hernández Gazzo, J. L. (2007). La actividad empresarial de las sociedades anónimas y el alcance de la representación societaria: cuestionamiento a la determinación del objeto social. *Ius et Veritas*, 35, 228-240.

Hundskopf Exebio, O. (2004a). La exclusión de accionistas por falta de pago de aportes. *Diálogo con la Jurisprudencia*, 70.

Hundskopf Exebio, O. (2004b). Precisiones sobre el objeto social, los actos ultra vires y la afectación del interés social de las sociedades anónimas. En O. Hundskopf Exebio, *Derecho comercial. Temas societarios*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad de Lima.

Iraculis Aregui, N. (2013). *Conflictos de interés del socio*. Madrid: Marcial Pons.

Jequier Lehuedé, E. (2011). Unipersonalidad y sociedad con un solo socio: alcances de su reconocimiento en la estructura dogmática del derecho chileno. *Ius et Praxis*, 17(2).

Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K. Kanda, H., Pargendler, M., Ringe, W., & Rock, E. (2004). *The anatomy of corporate law*. Oxford: Oxford University Press.

López del Rey, F. (2008). Algunas reflexiones sobre el régimen jurídico de la sociedad unipersonal. *Anales de Derecho*, volumen 26.

Lyon Puelma, A. (2006). *Personas jurídicas*. Cuarta edición. Santiago: Ediciones Universidad Católica de Chile.

Masferrer, L. G. (2007). El rasgo personalista o capitalista de las sociedades comerciales no pertenece al tipo. Un avance en la delimitación de conceptos: tipicidad societaria y relación asociativa en sociedades comerciales. En *X Congreso Argentino de Derecho Societario: VI Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa* (pp. 185-193). Córdoba.

Mazeaud, H. L., & Mazeaud, J. (1959). Los sujetos de derechos. Las personas. En *Lecciones de derecho civil. Parte primera*. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa América.

Menéndez, A., & Rojo, Á. (2017). *Lecciones de derecho mercantil*. Decimoquinta edición, volumen I. Navarra: Civitas.

Monoreo Pérez, J. L., & Molina Navarrete, C. (2006). Estudio preliminar. En F. Ferrara, *Teoría de las personas jurídicas*. Granada: Editorial Comares.

Montoya Alberti, H. (2003). Causales de disolución y la liquidación societaria en la Ley General de Sociedades. En *Tratado de derecho mercantil* (pp. 1273-1298). Lima: Gaceta Jurídica Editores.

Montoya Stahl, A. (2010). «Uno es compañía...»: la conveniencia de regular la sociedad unipersonal en el Perú. *Ius et Veritas*, 40.

Montoya, A. (25 de agosto de 2014). *En contra de la determinación obligatoria del objeto social*. Recuperado de IUS 360: <https://ius360.com/privado/corporativo/en-contra-de-la-determinacion-obligatoria-del-objeto-social/>

Morillo Montilla, N. (2012). Responsabilidad de las sociedades irregulares frente a terceros contratantes. *Comercium (Revista Venezolana de Postgrado de Derecho Mercantil)*, 2.

Ninamancco Córdova, F. (2012). El problema de los efectos del negocio jurídico nulo: actualidad del pensamiento de José León Barandiarán. *Revista del Foro – Revista del Ilustre Colegio de Abogados de Lima*. Lima: CAL.

Nissen, R. A. (2015). *Curso de derecho societario*. Tercera edición. Buenos Aires: J. L. Depalma, Ed.

Páez L., J. (1964). *Tratado teórico-práctico de las asociaciones*. Tercera edición. Buenos Aires: EDIAR.

Posner, R. (1998). *El análisis económico del derecho*. México: Fondo de Cultura Económica.

Richard, E. H. (1999). En torno a la «nulidad absoluta» de sociedad y el sistema jurídico de las relaciones de organización. *Revista Cuadernos de Derecho*, 14, 95-111.

Richard, E. H., & Muiño, O. M. (2007). *Derecho societario*. Buenos Aires: Editorial Astrea.

Robilliard D'onofrio, P. (2011). La E.I.R.L. y su fallida misión de hacer frente a las sociedades de favor. *Ius et Veritas*, 42.

- Rojo, Á. (2017). Las sociedades mercantiles. En A. Menéndez & Á. Rojo, *Lecciones de derecho mercantil*. Navarra: Civitas.
- Romero, J. I. (2012). *Sociedades irregulares y de hecho*. Segunda edición. Buenos Aires: Abeledo Perrot.
- Rubio Correa, M. (2006). *El sistema jurídico. Introducción al derecho*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial.
- Salas Murillo, S. (1998). Los elementos configuradores del concepto de asociación en el derecho español. Zaragoza: Universidad de Zaragoza, Facultad de Derecho.
- Salazar Gallegos, M. (2004). ¿Unificación, transformación, fusión o creación de personas jurídicas? *Actualidad Jurídica*, tomo 123, 60-61.
- Salazar Gallegos, M. (marzo de 2006). Los sistemas de constitución de las personas jurídicas de derecho privado. La existencia, el registro y sus repercusiones en el tráfico jurídico. *Actualidad Jurídica*, 49-55.
- Salazar Gallegos, M. (2007). Libertad de asociación. El tipo legal (corporativo), la titularidad de los miembros de una persona jurídica (lucrativa o no) y los mecanismos de acceso y salida de los que la componen en relación de la denominada *affectio societatis*. *JUS Doctrina & Práctica*, 481-496.
- Salazar Gallegos, M. (junio de 2015a). Derecho de asociación, libertades, limitaciones e intervención estatal. *Gaceta Constitucional*, tomo 90.
- Salazar Gallegos, M. (junio de 2015b). El objeto social y los fines en las sociedades y asociaciones: su relación con la separación de los socios. *Actualidad Civil*, 12, 102-113.
- Salazar Gallegos, M. (marzo de 2016). Los conceptos de disolución y liquidación en sociedades y organizaciones no lucrativas. *Gaceta Civil y Procesal Civil*, tomo 33, 155-167.
- Salazar Gallegos, M. (febrero de 2017). Fusiones y adquisiciones atípicas de sociedades y organizaciones no lucrativas. *Actualidad Civil*, 3(32), 333-391.
- Salazar Gallegos, M. (abril de 2018). Anomalías societarias: la sociedad irregular. *Actualidad Civil*, 46, 247-274.
- Samuelson, P. (1999). *Economía*. Madrid: McGraw-Hill, Inc.
- Spota, A. (1968). El sujeto de derecho. En *Tratado de derecho civil. Parte general*. Tomo I, volumen 3, 219-230. Buenos Aires: Ediciones Depalma.
- Taboada, L. (1998). Causales de nulidad del acto jurídico. *Themis*, 11.
- Verón, A. V. (2010). *Ley de Sociedades comerciales comentada*. Buenos Aires: La Ley.

La nulidad en la Ley General de Sociedades: una mirada integradora a la luz del Código Civil

Marliana Armengol, Jose Delmar*

La Ley General de Sociedades¹ (LGS) regula la figura de la nulidad de manera inconsistente a lo largo de su texto,² asignándole, además, consecuencias jurídicas diferentes a las que el Código Civil³ le atribuye. Algunos ejemplos de lo anterior son los siguientes: (i) conforme a los artículos 33 y 34 de la LGS, el pacto social nulo de una sociedad inscrita es subsanable; (ii) los acuerdos societarios adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas en la LGS son nulos según el artículo 38, pero subsanables en mérito al artículo 34;⁴ (iii) el artículo 139 otorga el derecho a plantear una acción de impugnación contra los acuerdos de la junta de accionistas por varios supuestos a los que en mérito al artículo 38 (que regula los acuerdos en general) se les aplica una sanción de nulidad (siendo que los plazos, procedimientos y sujetos legitimados de ambas acciones son también diferentes);⁵ etcétera.

Estos problemas no son menores, y el hecho que los autores locales hayan permanecido en silencio o planteado soluciones incompletas resulta preocupante.⁶ Si bien existen ciertos trabajos que dan cuenta de esta problemática (véase Abramovich, 2003; Amaya, 2018; Cieza, 2012; Hundskopf, 1995; Navarrete, 2008; Vega, 2003;

* Agradecemos a nuestros amigos David Cueva, Walter Vásquez y Fausto Viale por haber tenido la generosidad de leer el texto inicial y enriquecerlo con valiosos comentarios, ideas y sugerencias.

1 Ley 26887, vigente desde el 1 de enero de 1998.

2 Otros autores, como Cieza, también advirtieron el problema, sosteniendo que «en el formante jurisprudencial [sic] peruano existe también una superposición de conceptos cuando se habla de las causas para invocar la nulidad o la impugnación de determinado acuerdo en materia societaria, lo cual genera incertidumbre jurídica y se constituye en un obstáculo para el tráfico comercial. Se requiere de una sistematización de estos artículos [artículos 38, 139 y 150 de la LGS] que regule y distinga adecuadamente la nulidad e impugnación de acuerdos tanto en materia societaria como en el campo civil» (Cieza, 2011).

3 Decreto Legislativo 295, vigente desde el 14 de noviembre de 1984.

4 Como comentamos en nuestra nota 14 *infra*, la remisión realizada por el artículo 38 puede y ha generado lugar a discusión.

5 Los únicos supuestos diferentes son los siguientes: el artículo 38 prevé como otros supuestos de nulidad aquellos acuerdos societarios adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas y los que sean contrarios a las buenas costumbres. Por su parte, el artículo 139 añade como supuesto de acuerdos impugnables aquellos que incurran en causal de anulabilidad prevista en la ley o en el Código Civil (ver sección 1.2.2., *infra*).

6 La actual LGS fue aprobada hace más de 21 años con ciertas deficiencias, como lo hemos anotado, y no se ha reflexionado lo suficiente sobre el particular ni existen propuestas claras que planteen cómo superar esta situación.

Torres, 2003), no encontramos una propuesta que procure una lectura integradora a la luz de los diferentes cuerpos normativos y que sobre dicha base plantee una solución simple y coherente.

Toda vez que a la fecha de redacción de este artículo se viene elaborando un Anteproyecto de reforma a la LGS,⁷ consideramos importante y oportuno intentar esa lectura integradora y plantear una propuesta que pueda enriquecer el debate académico y, al final del día, promover soluciones que tengan en mente la coherencia requerida por nuestro sistema jurídico para un funcionamiento lógico y previsible.

Con el fin de no perder al lector en exposiciones extensas sobre temas que han sido abundantemente tratados en la doctrina, en el presente texto intentaremos concentrar el análisis en aquellos puntos que han sido poco trabajados o difundidos y en el sustento de nuestra propuesta. Con ese propósito, este trabajo se organizará de la siguiente manera: en la primera parte, y para tener presentes los principales elementos de análisis, repasaremos los alcances de la nulidad tal como esta se encuentra regulada en el Código Civil y en la LGS. En esta sección veremos de recordar algunos de los elementos fundamentales o característicos de esta institución según la regulación actual y enunciaremos los problemas a los que conlleva otorgarle un tratamiento diferenciado en los citados cuerpos normativos, analizando para dicho efecto dos casos en los que las deficiencias derivadas de la regulación asistemática son notorias. En la segunda parte de este artículo desarrollaremos una propuesta a los problemas que serán descritos y analizados en la primera sección, partiendo de la premisa que la consistencia en el tratamiento de una institución de esta relevancia debiera ser un objetivo de todo esfuerzo normativo.

Nuestra posición, en gran resumen, parte de reconocer que la figura de la nulidad ha sido utilizada, a lo largo de la LGS, de un modo inadecuado que termina alejándola, lógica y conceptualmente, de la manera como la misma ha sido regulada en el Código Civil, lo que a su vez genera innecesaria confusión e inseguridad jurídica, como explicaremos más adelante.

En esa línea, creemos conveniente organizar este caos normativo de la siguiente manera: por un lado, partiremos defendiendo la premisa que es necesario tener un tratamiento uniforme de la figura de la nulidad, particularmente en relación con sus elementos fundamentales y sus efectos, en los diferentes cuerpos normativos nacionales;⁸ y, por otro, plantharemos incorporar en la LGS una sección especial de acciones societarias en la que podamos encontrar una regulación específica para la

7 Mediante Resolución Ministerial 0108-2017-JUS, de fecha 12 de mayo de 2017, se creó el grupo de trabajo encargado de la revisión de la actual LGS y la elaboración del anteproyecto de reforma de la LGS y un proyecto normativo que regule un marco general respecto a la actividad empresarial. En ese contexto, se ha elaborado el anteproyecto de reforma de la LGS, de fecha 4 de abril de 2018 (en adelante, el Anteproyecto). Nótese que, a su vez, mediante Resolución Ministerial 0300-2016-JUS, se constituyó un grupo de trabajo encargado de la revisión y propuesta de mejoras al Código Civil con el objetivo de trabajar en el anteproyecto respectivo. Sin embargo, para los fines de este artículo, Anteproyecto solo hará referencia al de la LGS.

8 Ello implica, por ejemplo, que la nulidad del pacto social no debería ser subsanable y que, por lo tanto, su declaratoria debería generar los mismos efectos que en el Código Civil (los que, claro está, no podrían afectar los derechos de terceros de buena fe).

nulidad, la anulabilidad así como para la acción de impugnación a las que tienen derecho los accionistas o titulares de intereses sociales en contra de acuerdos que resulten atentatorios de las bases constitutivas o principios organizativos de la sociedad. No resulta ocioso recalcar que un objetivo de nuestra propuesta es plantear una solución a la actual normativa de la LGS en lo referente a la existencia de múltiples acciones por el mismo vicio.⁹

1. Breve repaso de la nulidad en el Código Civil y en la LGS

Como se sabe, la nulidad, tal como se encuentra regulada en el Código Civil,¹⁰ incluye supuestos de inexistencia e invalidez¹¹ y se caracteriza, en su esencia, por resultar de aplicación a determinados actos humanos que carecen de los elementos necesarios que permitan reconocerlos como productores de los efectos jurídicos que de otro modo generarían en mérito a las declaraciones de quienes los ejecutan. Dicho de manera diferente, se considera que un negocio jurídico presenta un vicio de nulidad cuando en su formación se evidencia la existencia de defectos tan graves que no resulta posible superarlos y, por lo tanto, no puede (ni debe) producir los referidos efectos jurídicos (Morales, 2009, p. 92).

Es también conocido y mayoritariamente aceptado por la doctrina que la sentencia que declara un negocio nulo reconoce al mismo como incapaz de producir efectos desde su origen, debido a no contar al momento de su formación con los elementos mínimos indispensables que exige el derecho.¹²

9 Nótese que el Anteproyecto planteó una acción de impugnación única, pero con ciertas particularidades (posibilidad de subsanación para acuerdos nulos y anulables; más limitaciones para impugnar acuerdos; plazos más cortos, entre otros), que no terminan de darle coherencia al conjunto normativo. Por ello, en la sección 2.2. *infra* desarrollamos una propuesta que posee una vocación integradora y la aspiración de dejar atrás la confusión que este desorden normativo ha ocasionado.

10 Como hemos indicado, en este artículo nos basaremos en la regulación actual de la materia en el Código Civil Peruano. Naturalmente, el análisis sobre la idoneidad de dicha regulación o sobre cómo podría el Código reescribirse para que la institución de la nulidad se adecúe y sirva a las necesidades de la realidad local escapa, por muy fascinante que resulte, a los límites impuestos por el objetivo de este texto; a saber, mostrar al lector que existen alternativas para generar una mayor consistencia entre dos cuerpos normativos fundamentales respecto de una institución de máxima relevancia.

11 Sobre el particular, León (2014) considera que la ausencia de algún elemento del negocio jurídico priva radicalmente de realidad al fenómeno, al que se deberá tener por «inexistente» y no «nulo», ya que impide que se encuentre completa la hipótesis que se describe en la norma (por ejemplo, la falta de la manifestación de voluntad) (p. 38).

12 A modo de ejemplo, Morales (2010) explica que «la gravedad de la anomalía de la regla justifica la originaria ineficacia (1) del acto de autonomía privada nulo, que a su vez condiciona la naturaleza meramente declarativa de la sentencia o del laudo (2). La declaración de fundabilidad [*sic*] de la demanda se limita a constatar que la invalidez radical del contrato ha impedido la producción de cualquier efecto jurídico» (p. 188), citando a Navarretta (en Breccia, Brusciuglia, Busnelli, Giardina, Giusti, Loi, Navarretta, Paladini, Poletti & y Zana, 2003, p. 331). Por su parte, Taboada (2002, p. 301) indica que «la sentencia en materia de nulidad es simplemente declarativa, se limita a constatar que se ha producido la causal de nulidad y que el negocio nunca ha producido efectos jurídicos, mientras que la sentencia en materia de nulidad del negocio anulable es constitutiva y por ello tiene efecto retroactivo a la fecha de celebración del negocio jurídico».

Esta posición uniforme de la doctrina puede sustentarse en diferentes aproximaciones al fenómeno. Lo que en nuestra opinión debe ser resaltado, para los efectos de este artículo, es que aquello que se defiende mediante la figura de la nulidad son, en última instancia, elementos fundamentales para el adecuado funcionamiento del derecho privado, tales como la manifestación libre de una voluntad, la realización de negocios que tengan un fin lícito, etcétera.

Cada ordenamiento jurídico (y, en definitiva, cada sociedad) puede y debe elegir qué requisitos tienen por fuerza que cumplir aquellos actos humanos capaces de merecer amparo legal. El que exista una relativa uniformidad sobre los supuestos que determinan que un negocio jurídico sea considerado nulo no es un logro menor y, por lo tanto, velar por la consistente aplicación de una institución como la nulidad en el ordenamiento, por la relevancia de los intereses que la misma defiende, no es una tarea que se origine únicamente en la satisfacción de contemplar un sistema armonioso *per se*, sino además en la protección de las mismas bases del sistema por el cual hemos decidido regirnos.

Lamentablemente, la LGS, al regular diferentes supuestos de hecho que resultan cruciales para el funcionamiento de su sistema,¹³ hace uso y apela a la nulidad, pero al hacerlo desnaturaliza dicha figura al privarla de algunas de sus principales consecuencias; a saber, el impedir la producción de los efectos jurídicos deseados por las partes y la imposibilidad de subsanación. Tal es el caso, por ejemplo, del artículo 34 de la LGS, que regula la subsanación de la nulidad del pacto social y la de los acuerdos societarios nulos (por remisión del artículo 38).^{14,15}

13 Si, como hemos indicado, la nulidad en el Código Civil defiende la existencia de elementos fundacionales del derecho civil privado, debería uno por fuerza asumir que la misma institución, al ser utilizada por otro cuerpo normativo, habría de perseguir también el mismo objetivo.

14 Este es un punto que puede dar lugar a debate. En efecto, el artículo 38 de la LGS, que regula la nulidad de los acuerdos societarios, indica, en su tercer párrafo, que esta nulidad se rige por lo dispuesto en los artículos 34, 35 y 36. En tal sentido, el artículo 34, a su vez, regula un supuesto muy particular; a saber, la imposibilidad de declarar la nulidad del pacto social de una sociedad inscrita cuando la causa de dicha nulidad hubiera sido eliminada o cuando las estipulaciones omitidas que den lugar a la nulidad puedan ser suplidas por las normas vigentes. Una interpretación posible derivada de la lectura conjunta de estos artículos es plantear que los acuerdos societarios que adolecen de vicios que los harían nulos podrían evitar esta declaración si tales vicios fueran eliminados o las omisiones que tuvieron los mismos puedan ser suplidas por el propio sistema. Una segunda interpretación, no descartable de plano, sería que el artículo 34 es una norma específica destinada a regular un supuesto muy excepcional y, por consiguiente, la remisión es inadecuada. Una tercera interpretación posible es que el artículo 38 solo permite la subsanación de acuerdos adoptados por órganos diferentes a la junta de accionistas de la sociedad anónima o por otros tipos societarios; entre otras lecturas posibles. La solución a este debate hubiera sido un simple añadido al artículo 34 indicando que «[...] para todos aquellos casos de nulidad declarada por la presente ley, no será posible declararla cuando [...]», aun cuando, como sostenemos en este artículo, la regulación del artículo 34 debiera ser eliminada al ser incorrecta jurídicamente la subsanación de un acto nulo.

15 Por ejemplo, si revisamos resoluciones del Tribunal Registral, como la Resolución 056-2014-SUNARP emitida por el Tribunal Registral de Arequipa, veremos que la remisión del artículo 38 al 34 de la LGS y, por tanto, la posibilidad de subsanar un acuerdo, no es tan clara. Al respecto, ese Tribunal se pronunció acerca de la observación formulada por una registradora respecto a un acuerdo societario que alegaba que «la nulidad en la que se incurrió en la junta general del 16 de agosto de 2013 [por omisión de la convocatoria a junta] es insubsanable por cuanto transgrede el artículo 38º de la Ley General de

Esta situación no solo es inadecuada teóricamente y abre la puerta a múltiples interrogantes innecesarias, sino que tiene relevancia en la práctica al generar ineficiencias e incertidumbres tanto en el ámbito de la actividad empresarial como ante el eventual caso de conflictos al interior de la sociedad.¹⁶

En efecto, de la investigación que hemos realizado para la redacción de este artículo, hemos detectado una serie de inconsistencias y graves errores de los tribunales locales al momento de resolver sobre la nulidad de acuerdos societarios. A manera de ejemplo, puede citarse la Resolución de Casación 2062-2013, en la que se pidió la nulidad de la sesión de directorio porque se falsificó la firma del accionista principal para aprobar la constitución de una hipoteca y la primera y segunda instancia aplicaron el artículo 150 (actualmente solo aplicable a acuerdos de junta) para resolver la demanda sobre nulidad de acuerdo de directorio y, en consecuencia, aplicaron el plazo de un año previsto en dicho artículo, a lo que la Corte Suprema finalmente aclaró que debió aplicarse los artículos 38 y 49 de la LGS con un plazo de caducidad de dos años.

La falta de claridad en la resolución de los casos genera a su vez falta de predictibilidad y, en consecuencia, mayores costos e incertidumbre.¹⁷ Finalmente, todos

Sociedades, y por cuanto, no puede ser objeto de confirmación por otro acto, como en el presente caso es mediante la junta general llevada a cabo el 4 de octubre de 2013». Sobre el particular, el Tribunal, analizando la nulidad del pacto social, indicó que los principios que inspiran la nulidad civil no corresponden a la nulidad societaria, ya que la norma establece sanción diversa en el artículo 34 de la LGS y que el artículo 38 solo es una norma general, debiéndose recurrir a los artículos 139 y 150 de la LGS a efectos de revisar las vías para cuestionar los acuerdos, siendo que la omisión de convocatoria para el Tribunal es un acuerdo impugnado regulado por el artículo 139 y, por lo tanto, puede revocarse o sustituirse.

16 En la Resolución de Casación 368-2015, la propia Corte Suprema, en su considerando octavo, admite: «Que, ahora bien, en relación a la invalidez de los acuerdos societarios la Ley General de Sociedades - Ley número 26887, no conserva una estructura ordenada, coherente y sistemática que permita a los jueces la adecuada aplicación de las normas de derecho material al caso concreto, a tal punto que puede llevar a conclusiones equivocadas como aseverar que la validez de los acuerdos societarios puede ser cuestionada en los siguientes supuestos: a) La nulidad del pacto social, que establece el artículo 35 de la Ley General de Sociedades; b) La nulidad de acuerdos societarios, que establece el artículo 38 de la Ley General de Sociedades; c) La impugnación de acuerdos propiamente dicha, regulada en el primer párrafo del artículo 139 de la Ley General de Sociedades; d) La anulabilidad, prevista en el segundo párrafo del artículo 139 de la Ley General de Sociedades; e) La denominada acción de nulidad, contemplada en el artículo 150 de la Ley General de Sociedades; [...]; cada una de las cuales tendría sus propias características y estaría sujeta a sendos plazos de caducidad».

17 Nótese que incluso en plenos jurisdiccionales se ha intentado aclarar estos temas. Por ejemplo, en el Pleno Nacional Comercial-2008, los magistrados se cuestionan sobre «Las causales de impugnación de acuerdos societarios, formuladas por accionistas ¿Pueden ser invocadas indistintamente como de nulidad?». Al respecto, los magistrados concluyen que «no es posible que el socio invoque indistintamente las causales previstas para la impugnación de acuerdos como las de nulidad de los mismos. Se trataría de supuestos distintos, lo que implica plazos de caducidad y diferentes tipos de intereses tutelados». A su vez, en el Pleno Jurisdiccional Nacional Comercial-2012 se discute sobre si «¿Es posible que una misma persona pueda demandar primero la impugnación de un acuerdo y luego, ante la caducidad o improcedencia de esta primera pretensión, intentar la pretensión de nulidad prevista en el artículo 150 de la Ley General de Sociedades?». Ante ello, los magistrados concluyen que «No, si las pretensiones se fundan sobre los mismos hechos que hubieran justificado la estimación de la pretensión de impugnación, aunque la calificación hubiese sido variada en la segunda demanda de nulidad».

los incentivos que se espera generar mediante un sistema jurídico lógicamente ordenado se ven alejados por la inconsistencia del mismo que, en nuestra opinión, no se justifica al existir alternativas mejores y más simples para cautelar los diversos intereses en juego.

1.1. La nulidad en el Código Civil y la LGS

1.1.1. Rápido repaso a los elementos centrales de la nulidad tal como se encuentra regulada en el Código Civil

Como hemos indicado, la nulidad, tal como se encuentra regulada en el Código Civil,¹⁸ es una institución destinada a proteger situaciones e intereses relevantes e indisponibles en el ámbito del derecho privado, de tal modo que, ante su ausencia, no resulta lógico otorgar amparo jurídico a un determinado negocio jurídico.¹⁹ Así, los defectos estructurales presentes en la formación del negocio son de tal magnitud (Tuhr, 2006, p. 79) que es solamente natural que no sea viable subsanar el vicio que lo hace nulo.²⁰ Es decir, es imposible para las partes convalidarlo o confirmarlo con una declaración expresa de voluntad o con su voluntaria ejecución (Morales, 2009, p. 105).

Una de las consecuencias prácticas derivadas de lo anterior es que, por ejemplo, las partes no están obligadas a cumplir con las prestaciones comprometidas en mérito a un negocio jurídico nulo, ya que al ser este incapaz de generar los efectos jurídicos previstos, las partes y los terceros pueden prescindir de él, comportándose como si el mismo nunca se hubiera celebrado (Trabucchi, 1967, p. 202). Es más: si las partes hubieran actuado en ejecución del negocio nulo, podrían estar obligadas a restituir lo que hubiesen recibido la una de la otra por carecer dichas acciones de causa que los ampare (Escobar, 2003, p. 931).²¹

Y, en el Pleno Jurisdiccional Regional Comercial Áncash-2013 se plantea la pregunta de «¿Cómo, la actual redacción de los artículos 38º, 139º y 150º de la Ley General de Sociedades Peruana N° 26887, incide en las sentencias sobre nulidades e impugnaciones de acuerdos societarios que se plantean de acuerdo con dichas normas?». Y sobre el particular, se responde que «No se puede plantear al mismo tiempo la acción de impugnación de acuerdo previsto en la ley general de sociedades, y la acción de nulidad contemplada en el Código Civil».

18 El artículo 219 del Código Civil establece que el acto jurídico es nulo cuando: (i) falta la manifestación de voluntad del agente, (ii) su objeto es física o jurídicamente imposible o cuando sea indeterminable, (iii) su fin sea ilícito, (iv) adolezca de simulación absoluta, (v) no revista la forma prescrita bajo sanción de nulidad, (vi) la ley lo declara nulo y (vii) en el caso del artículo V del título preliminar, salvo que la ley establezca sanción diversa.

19 La regulación actual, como quedará evidenciado más adelante, incluye también elementos necesarios para la existencia del negocio en sí.

20 Como consecuencia de ello, se tendrá que acudir a un nuevo negocio jurídico en caso las partes así lo deseen para regular sus intereses al amparo del derecho, ya que un negocio nulo no podrá ser convalidado o reafirmado (Campos, 2014, pp. 183-185). En efecto, los negocios nulos no pueden confirmarse como sí ocurriría con los negocios anulables, ni tampoco se pueden reputar como si hubieran producido efectos hasta la fecha de la emisión de la sentencia judicial.

21 A este respecto, nos inclinamos a pensar que la restitución no aplica por fuerza en todos los casos o para todas las partes, pues existirán acuerdos nulos que han sido ejecutados íntegramente y bene-

En adición a lo anterior, es conveniente recordar que, de acuerdo con el numeral 1 del artículo 2001 del Código Civil, la nulidad de un determinado acto jurídico tiene un plazo de prescripción de 10 años contados a partir del día que puede ejercitarse la acción.²²

Asimismo, resulta de la mayor relevancia tener presente que, debido a la naturaleza de los intereses que protege, la nulidad puede ser alegada por quienes tengan legítimo interés o por el Ministerio Público, de acuerdo con lo indicado por el artículo 220 del Código Civil en concordancia con lo dispuesto en el artículo VI del título preliminar del mismo cuerpo normativo. La nulidad puede incluso ser declarada de oficio por un juez (nulidad manifiesta), aunque dicha declaración no hubiera sido materia del petitorio.²³ El plazo y la legitimidad para pretender una declaratoria de nulidad²⁴ son elementos relevantes sobre los que volveremos luego a propósito de cómo han sido tratados dichos temas en la LGS.

Un problema no menor, sin embargo, es qué ocurre en el caso que venza el plazo para demandar la nulidad de un determinado negocio jurídico.

Hemos dicho que un negocio nulo presenta vicios de tal magnitud que el derecho no puede reconocerle los efectos previstos por las partes. Ante ello, hemos afirmado que es lógico que la declaratoria de nulidad legitime el derecho de cualquiera de las partes a no ejecutar el negocio o, de haberlo ejecutado, de exigir la restitución correspondiente (en nuestra opinión siempre que ello sea posible o conveniente en términos de equidad²⁵). Pero ¿qué ocurriría si vencido el plazo prescriptorio, a manera de ejemplo, un subcontratista alega, válidamente, la nulidad del contrato entre

ficiado a las partes (piénsese por ejemplo en un contrato de suministro periódico cuya nulidad se declara a los tres años de ejecución y en el que ambas partes no solo han ejecutado las prestaciones periódicas sino que las mismas les han sido de utilidad, incluso si solo una de ellas actuó de buena fe). En un ejemplo como el planteado, no parece razonable ni lógico retrotraer todo a su estado original, especialmente si no hay afectación al interés de algún tercero de buena fe. En esta línea, es interesante recordar que el derogado artículo 228 del Código Civil ya generaba una excepción a la regla de la restitución cuando indicaba que «Nadie puede repetir lo que pagó a un incapaz en virtud de una obligación anulada, sino en la parte que se hubiere convertido en su provecho». Del mismo modo, el artículo 1275 del Código Civil indica que: «No hay repetición de lo pagado en virtud de una deuda prescrita [...]». El debate, ciertamente, muy interesante, sobre lo que podría constituir una defensa contra la exigencia de restituir las prestaciones recibidas, excede lamentablemente los fines de este artículo.

22 Artículo 1993 del Código Civil: «La prescripción comienza a correr desde el día en que puede ejercitarse la acción y continúa contra los sucesores del titular del derecho».

23 La Corte Suprema, en el IX Pleno Casatorio Civil, estableció, entre otros precedentes de observancia obligatoria judicial, que (i) «la declaración de oficio de la nulidad manifiesta de un negocio jurídico puede producirse en cualquier proceso civil de cognición, siempre que la nulidad manifiesta guarde relación directa con la solución de la controversia y que, previamente, se haya promovido el contradictorio entre las partes» y (ii) «la nulidad manifiesta es aquella que resulta evidente, patente, inmediatamente perceptible, en suma, aquella que resulta fácil de detectar sea que se desprenda del acto mismo o del examen de algún otro elemento de prueba incorporado al proceso. La nulidad manifiesta no se circunscribe a algunas o a alguna específica causal de nulidad, sino que se extiende a todas las causales que prevé el artículo 219 del Código Civil».

24 Más adelante (ver sección 2.2., *infra*) nos pronunciamos acerca de la conveniencia de establecer un plazo para el ejercicio de la acción de nulidad y sobre si dicho plazo debe ser uno de prescripción o uno de caducidad específicamente en lo referido a la LGS.

25 Ver nota a pie de página *supra* 21.

su contratista y el propietario y suspende la ejecución de sus prestaciones? ¿Sería diferente el resultado si el subcontratista reclama (sin fundamento) el traslado de un bono supuestamente regulado a su favor en el contrato entre el contratista y el propietario, siendo que dicho contrato, en efecto, posee un vicio de nulidad manifiesto?

En esa misma línea, ¿qué ocurriría si el contratista dejara de cumplir sus obligaciones sin justificación y el propietario solicitara la ejecución forzada pero el contrato tiene una nulidad manifiesta?: ¿tendría el juez que declarar de oficio la nulidad, o podría amparar la pretensión de cumplimiento del contrato manifiestamente nulo incluso a pesar de encontrarse vencido el plazo de prescripción? Las respuestas que demos a estas preguntas tendrán particular relevancia en el caso de la LGS donde, como veremos, los plazos para alegar la nulidad son significativamente menores a los planteados en el Código Civil.²⁶

Con el fin de ir sentando las bases de nuestras respuestas, vale la pena recordar lo que hemos señalado al inicio como toma de posición sobre este tema: regular la nulidad de manera flexible o débil permitiría el eventual reconocimiento de validez jurídica a negocios que presentan rasgos que son inaceptables para el derecho y, en última instancia, para una sociedad que ha decidido organizarse en torno a ciertos principios y valores. No resulta ocioso insistir por ello en que, en nuestra opinión, es fundamental para el ordenamiento jurídico tratar esta institución (la nulidad) de modo coherente y firme para dar señales claras a los diferentes agentes de que los elementos que deben estar presentes en la formación de un negocio que pretende tener amparo legal son protegidos de manera prioritaria dentro del sistema jurídico.

Partiendo de lo anterior, ante las interrogantes planteadas, nuestra opinión es que el vencimiento del plazo para solicitar la declaratoria de nulidad de un negocio jurídico²⁷ no permite asumir que el mismo ha quedado convalidado. Tampoco podría argumentarse, ante el caso que hubiese habido cumplimiento parcial de cualquiera de las partes, que tal convalidación se produce en mérito a la doctrina de los actos propios. Por ello, sea que la ejecución de la prestación derivada de un negocio jurídico nulo se verifique antes del vencimiento del plazo de prescripción o después de vencido el mismo, la realidad jurídica será idéntica: esa prestación deriva de un negocio que no es exigible ni tutelable.

Si las partes en un contrato decidieran actuar como si el mismo fuera existente, válido y eficaz, cuando no lo es, la sentencia que declare la nulidad podrá ordenar, si ello fuera posible y conveniente, la restitución de lo ejecutado. Al vencimiento del plazo para iniciar la acción correspondiente, si bien la nulidad inalterada del negocio impedirá que cualquier cumplimiento posterior sea materia de restitución como

26 Una pregunta adicional que habrá que resolver es si la nulidad puede ser declarada por el juez cuando le resulta manifiesta tratándose de materias fundamentalmente mercantiles/societarias, de la misma manera y con el mismo rigor, como haría si la misma se presentara evidente respecto de una materia de contenido fundamentalmente civil. Esta pregunta ciertamente puede generar un debate extenso. En nuestra opinión, la respuesta ha de ser afirmativa, como sustentamos más adelante.

27 Nótese que el plazo de prescripción no aplica en el caso que el juez advierta que existe un vicio de nulidad en un determinado negocio jurídico sometido a su análisis en el marco de un proceso determinado. En tal sentido, el juez tendría que manifestarse respecto del vicio en mérito a lo dispuesto en el artículo 220 del Código Civil.

consecuencia de una pretensión de nulidad planteada por las partes, queda abierta la opción, como se verá más adelante, de que la misma sea declarada de oficio por el juez tratándose de una nulidad manifiesta.²⁸

1.1.2. Rápido repaso de la regulación de la nulidad en la LGS

La LGS hace uso de la nulidad en los siguientes artículos, estableciendo así causales específicas para poder invocarla:²⁹

1. Artículo 33: regula la nulidad del pacto social de una sociedad inscrita.
2. Artículo 38: regula la nulidad de acuerdos societarios aplicable a todas las formas societarias reguladas en la LGS.³⁰

28 El hecho que el juez pueda declarar la nulidad del acto cuando el vicio es manifiesto podría ocasionar, junto con la protección de elementos fundamentales del derecho privado, la oportunidad para utilizar la nulidad una vez vencido el plazo de prescripción en materia civil, con el fin de impactar en el resultado de una determinada disputa. En efecto, bastaría que en algún contrato de duración (por ejemplo, un EPC) sobreviniera una discusión en relación con alguna pretensión de las partes (por ejemplo, el pedido de un pago por obras adicionales) para que el juez, ante la evidencia presentada, declare la existencia del vicio y la nulidad consecuentemente impactando en la resolución. Naturalmente, si consideramos que esta posibilidad es no obstante deseable por el mayor beneficio que otorga tanto al sistema jurídico como a la sociedad en última instancia, corresponde preguntarse acerca de la conveniencia de fijar un plazo de prescripción tratándose de determinados vicios sancionados por nulidad. Comentaremos más adelante al respecto y si la declaración de la nulidad ante la evidencia manifiesta es viable en materia societaria y, de ser el caso, con base en qué fundamentos.

29 En este sentido, la Resolución 5 de la Primera Sala Civil con Sub Especialidad Comercial, emitida el 29 de diciembre de 2005, que obra en el Expediente 1414-2005, señaló lo siguiente:

«5.1. [...] resulta inexacto lo expresado por el apelante en el sentido de que en la Ley General de Sociedades no se establece causales propias de nulidad.

5.2. En efecto, según es de verse de los artículos 33 (nulidad de pacto social), 38 (nulidad de acuerdos societarios), 139 (acuerdos impugnables) y otros de la norma antes citada, «la figura de la nulidad está expresamente contemplada como una posibilidad, siempre en [sic] cuando su finalidad sea cuestionar actos de naturaleza comercial, empero, la nulidad de un acto jurídico como sucede en el caso que nos ocupa (al pretender anular la legalización de documentos) trasunta la normatividad prevista en la Ley General de Sociedades, siendo de aplicación el Código Civil».

30 Curiosamente, la mayor parte de la doctrina nacional acepta que este artículo no aplica a los acuerdos de junta de accionistas de una sociedad anónima pero sí a los acuerdos de directorio de la misma forma societaria debido a la existencia del artículo 150. Una interpretación que busque generar una mayor armonía en esta regulación (que es, sin lugar a dudas, caótica) procuraría una lectura integradora en mérito a la cual ambos artículos resulten aplicables a los acuerdos de junta. En opinión de los autores, una lectura que genere menor antinomia ha de ser siempre favorecida. En esta línea, Paz (2014) señala que «es conveniente indicar que la relación entre el artículo 38 y el 150 de la LGS (el primero ubicado en la parte general y el segundo en la parte especial) no es meramente de género a especie, pues ello no alteraría la condición de “norma imperativa”, sino que implica un ejercicio de subsunción parcial, dado que el artículo 38 enumera la consecuencia jurídica (de nulidad) de los acuerdos societarios que en general adolezcan de alguna deficiencia estructural, sin distinguir si se trata de nulidad absoluta o nulidad relativa. Es así que debe relacionarse el artículo 150 de la LGS con los supuestos de nulidad absoluta del artículo 38, por lo que la remisión debe ajustarse a la naturaleza de cada acuerdo en particular» (p. 69).

3. Artículo 150: regula la nulidad de acuerdos de junta en las sociedades anónimas que sean contrarios a normas imperativas³¹ o que incurran en causales de nulidad previstas en la LGS o en el Código Civil.
4. Artículo 83 (creación de acciones); artículo 87 (emisión de certificados de acciones); artículo 187 (remoción del gerente general); entre otros artículos que se caracterizan por regular la nulidad de actos y decisiones de una sociedad.³²

Con el objetivo de tener una base común para el análisis, repasemos a continuación los artículos citados con algo más de detalle.

En el caso del artículo 33, la nulidad se plantea como una consecuencia no definitiva a pesar de que el acto (pacto social) pueda haber sido celebrado incurriendo en alguno de los vicios referidos en el mismo artículo; a saber por: 1) incapacidad o ausencia de consentimiento válido de un número de socios fundadores que determine que la sociedad no cuente con la pluralidad de socios requerida por la ley; 2) constituir su objeto alguna actividad contraria a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres; sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 410; 3) contener estipulaciones contrarias a normas legales imperativas u omitir consignar aquellas que la ley exige; y, 4) omisión de la forma obligatoria prescrita.³³

Por ejemplo, una sociedad cuyos estatutos impongan la responsabilidad ilimitada de los accionistas de una sociedad anónima no podría ser declarada nula si de forma posterior se reemplazara dicha sección del estatuto por una en la que se reconozca la responsabilidad limitada que caracteriza a las sociedades anónimas. Otro ejemplo es el de una sociedad que tiene por objeto social la clonación de humanos para fines de trasplantes y reconstrucción de extremidades. En este caso tampoco se declararía la nulidad si se modificara el objeto social a una actividad permitida por el derecho.

Por su parte, el artículo 38 de la LGS, aplicable a todas las sociedades, regula la acción de nulidad de los acuerdos societarios (i) adoptados con omisión de las formalidades de publicidad prescritas;³⁴ (ii) contrarios a las leyes que interesan al or-

31 «La norma imperativa es aquella que debe ser necesariamente cumplida por los sujetos, sin que exista la posibilidad lógico-jurídica contraria» (Rubio, 2011, p. 99).

32 Otros artículos de la LGS que hacen referencia a la nulidad son los siguientes: (i) el artículo 194 regula la nulidad de la absolución antelada de responsabilidad del gerente general; (ii) el artículo 200 prevé que es nulo el pacto que excluya el derecho de separación o haga más gravoso su ejercicio; (iii) el artículo 291 regula que son nulas las transferencias de participaciones a un tercero en una sociedad comercial de responsabilidad limitada que no respete el derecho de adquisición preferente; (iv) el artículo 326 hace referencia a que los obligacionistas pueden pedir la nulidad de los acuerdos de la asamblea cuando una u otra se hubiesen realizado contraviniendo normas imperativas de la ley; (v) el artículo 343 establece que la nulidad de una transformación inscrita en el registro solo puede basarse en la nulidad de los acuerdos de la junta general o asamblea de socios de la sociedad que se transforma; (vi) el artículo 365 regula que la nulidad de una fusión inscrita en el Registro solo puede basarse en la nulidad de los acuerdos de las juntas generales o asambleas de socios de las sociedades que participaron en la fusión. De igual forma, por remisión del artículo 390 al 365, la pretensión de nulidad de una escisión se rige por las mismas reglas que las de la fusión. El artículo 397 prevé que es nulo el pacto contrario a que la sociedad principal responde por las obligaciones de su sucursal.

33 Nótese que por este supuesto hace referencia a no haber adoptado alguna de las formas societarias previstas en la LGS (Elías, 2015, p. 168).

34 Sin perjuicio de ello, el artículo 143 de la LGS, aplicable a las sociedades anónimas, regula los de-

den público o a las buenas costumbres; (iii) contrarios a las estipulaciones del pacto social o del estatuto, que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios; o, (iv) los acuerdos adoptados por la sociedad en conflicto con el pacto social o el estatuto. Así, a manera de ejemplo, sería nulo (1) un acuerdo que establezca que el directorio estará compuesto solo por cuatro miembros, tres de ellos ajenos a la sociedad, cuando los estatutos imponen un número mínimo de siete miembros y la condición de accionista para tal efecto; o (2) en el caso la junta apruebe la contratación de un proveedor a un precio excesivamente mayor al valor de mercado con la votación de un accionista que, a su vez, es accionista mayoritario de dicho proveedor.

En relación con el artículo 150, también son considerados nulos los acuerdos de junta de una sociedad anónima contrarios a normas imperativas o que incurran en causales de nulidad previstas en la LGS o en el Código Civil. Así, la adopción de un acuerdo en mérito al cual se aprueba la emisión de acciones habiéndose pagado menos del 25 % que prevé la LGS es nula por ir en contra de una norma imperativa (en mérito a los artículos 38 y 150).³⁵ No obstante, ese mismo caso sería impugnabile según el artículo 139, al tener un contenido contrario a la LGS.

En el caso de los artículos de la LGS citados en el numeral 4 de esta sección, todos ellos regulan la nulidad de acuerdos de junta y demás actos vinculados con la vida de la sociedad y, por lo tanto, deben ser leídos y aplicados junto con los artículos 38, 139 o 150 para las sociedades anónimas o solo con el 38 para las demás formas societarias, de ser el caso (como puede advertirse, la inadecuada sistemática de la LGS hace que eventualmente ambos artículos puedan ser aplicables). Ninguno de los artículos de la LGS citados en el numeral 4 *supra* establece la posibilidad de subsanación; sin embargo, en el caso de considerarse que resulta de aplicación al caso el artículo 38 (que a su vez hace remisión al artículo 34), esta sería sorprendentemente posible.³⁶

Como hemos podido apreciar del rápido repaso anterior, la LGS ha utilizado la figura de la nulidad de manera inconsistente, tanto en la posibilidad de subsanación como en el plazo que otorga (de caducidad y no así de prescripción) para su ejercicio. Así:

fectos de convocatoria como un supuesto de impugnación y no de nulidad como el artículo 38:

«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» (cursivas nuestras).

35 Conforme al artículo 84, «las acciones sólo se emiten una vez que han sido suscritas y pagadas en por lo menos el veinticinco por ciento de su valor nominal [...]».

36 En un caso resuelto por el Tribunal Registral, mediante la Resolución 1029-2015-TR, este se pronunció respecto a una observación del registrador sobre una tacha sustantiva vinculada con acuerdos societarios nulos de fusión por defectos en las convocatorias de junta, conforme al artículo 38 de la LGS, aun cuando tales acuerdos habían sido ratificados en juntas posteriores sin que sobre estas últimas se hayan realizado las publicaciones correspondientes al acuerdo de fusión primigenio. Al respecto, el Tribunal indicó que «[...] es posible ratificar acuerdos nulos, pues la LGS busca la conservación y eficacia de los acuerdos societarios aun cuando estos hayan sido adoptados con inobservancia de las formalidades prescritas», no siendo necesario efectuar las publicaciones de fusión nuevamente, ya que estas se realizaron en su oportunidad y lo que se buscaba ratificar era el defecto de convocatoria de la junta general de accionistas, no del procedimiento establecido para la adopción de una fusión.

- a. *Subsanación*: la nulidad del pacto social de la sociedad inscrita y la nulidad de acuerdos societarios pueden ser subsanadas, conforme a los artículos 34 y 38 (nulidad de acuerdos societarios aplicable a todas las sociedades que remite al citado artículo 34), respectivamente. Por otro lado, si seguimos a la doctrina mayoritaria, no serían subsanables las nulidades reguladas en el artículo 150 (nulidad de acuerdos de junta de las sociedades anónimas), dado que, según la posición mayoritaria, dicho artículo es antinómico con el 38.³⁷ Nótese que en el caso de demandarse la nulidad del pacto social o de un acuerdo societario, la subsanación puede tener lugar hasta antes de la emisión de la sentencia que declare dicha nulidad.³⁸
- b. *Plazos de caducidad*: se establecen diferentes plazos de caducidad incluso en normas con supuestos similares. Para demandar la nulidad del pacto social y acuerdos societarios,³⁹ se establece un plazo de dos años (artículos 35 y 38). En el caso que se pretenda demandar la nulidad de acuerdos de junta de una sociedad anónima, esto debe hacerse dentro del año de la adopción del acuerdo (artículo 150).

Las inconsistencias anotadas generan, lógicamente, mayor incertidumbre cuando se realiza una lectura conjunta con el Código Civil, cuyas disposiciones resultan de aplicación supletoria a la LGS.⁴⁰

Lamentablemente, al analizar la doctrina nacional especializada encontramos que esta ha sido bastante tímida en la exégesis de los preceptos citados de la LGS, apenas pronunciándose en relación con lo antes señalado. Así, de la bibliografía revisada, solo hemos encontrado unos cuantos autores que hacen referencia parcial a estas deficiencias en técnica normativa.⁴¹

En este sentido, Abramovich se pronuncia indicando que:

[...] no es difícil apreciar que, imputando la consecuencia de la “nulidad”, el artículo 38º de la LGS no hace otra cosa que recoger, ampliar o modificar las causales de impugnación o nulidad contempladas en los artículos 139º y 150º de la LGS, *lo que demuestra una vez más la falta de coherencia y uniformidad de la LGS en el*

37 Adviértase que incluso bajo este escenario podría discutirse si los supuestos de hecho contemplados en el artículo 150 serían subsanables en mérito a la lectura conjunta con el artículo 38 y la remisión subsecuente al artículo 34 (ver, en este sentido, nuestra nota al pie de página 14 *supra*).

38 En este sentido, ver Elías (2015, p. 171).

39 En el caso de los acuerdos societarios, el referido artículo 35 no será aplicable cuando la LGS establezca plazos más cortos.

40 Aplicación supletoria del Código Civil en mérito a lo dispuesto en el artículo IX de su título preliminar.

El artículo IX prevé que «Las disposiciones del Código Civil se aplican supletoriamente a las relaciones y situaciones jurídicas reguladas por otras leyes, siempre que no sean incompatibles con su naturaleza».

41 Al respecto, Navarrete (2008) menciona que «(...) muchos de los errores en la regulación de la impugnación de acuerdos societarios se deben a la falta de conocimiento y la conceptualización inadecuada, en el mejor de los casos, del tipo de negocio jurídico regulado. Antes de regular determinada institución jurídica es preciso conocer la naturaleza jurídica de aquella y solo luego podrá establecerse un conjunto de reglas coherentes en la regulación de esta [...]» (p. 2).

tratamiento de la materia del cuestionamiento de acuerdos societarios» (Abramovich, 2003, p. 252) (Cursivas nuestras).

De la misma manera, Hundskopf indica que:

[...] hay que integrar varios aspectos sueltos de la ley actual. Lo primero es que en ella tenemos una regulación general que regula la impugnación de acuerdos y una regulación más amplia con la sociedad anónima. No hay una idea clara de cómo funcionan, de cómo interactúan estas dos regulaciones: podríamos decir que, como norma general y norma especial, pero de alguna manera se mezclan bastante más. (Hundskopf, Payet, Montoya & Ferrero, 2017, p. 251)

1.2. Dos casos derivados de la regulación inconsistente de la nulidad en la LGS

1.2.1. Primer caso: la nulidad del pacto social

El artículo 33 de la LGS regula taxativamente cuatro supuestos bajo los cuales cualquier tercero que cuente con legítimo interés puede demandar la nulidad del pacto social de una sociedad dentro de los dos primeros años de su inscripción. Estos son: (i) la incapacidad o ausencia de consentimiento válido de un número de socios fundadores que atente contra el principio de pluralidad de socios requerida por la ley; (ii) el objeto ilícito; (iii) las estipulaciones contrarias a normas legales imperativas u omitir consignar aquellas que la ley exige; y, (iv) la omisión de la forma obligatoria prescrita.

Al respecto, en los artículos 34⁴² y 36⁴³ de la LGS se prevén ciertas consecuencias específicas en este escenario: la subsanación de dicha nulidad o la disolución y liquidación con una sentencia firme, respectivamente. Tal como explica la norma, la subsanación se puede efectuar aun cuando se haya planteado la demanda solicitando la nulidad, pues no hay inconveniente para que la sociedad pueda tomar acuerdos que considere convenientes, mientras no se haya emitido la sentencia co-

42 El artículo 34 de la LGS establece que:

«No obstante lo indicado en el artículo anterior, la nulidad del pacto social no puede ser declarada:

1. Cuando la causa de ella ha sido eliminada por efecto de una modificación del pacto social o del estatuto realizada con las formalidades exigidas por la ley, o,
2. Cuando las estipulaciones omitidas pueden ser suplidas por normas legales vigentes y aquéllas no han sido condición esencial para la celebración del pacto social o del estatuto, de modo que éstos pueden subsistir sin ellas».

43 El artículo 36 de la LGS prevé que:

«La sentencia firme que declara la nulidad del pacto social ordena su inscripción en el Registro y disuelve de pleno derecho la sociedad. La junta general, dentro de los diez días siguientes de la inscripción de la sentencia, designa al liquidador o a los liquidadores. [...] La sociedad mantiene su personalidad jurídica sólo para los fines de la liquidación.

Cuando las necesidades de la liquidación de la sociedad declarada nula así lo exijan, quedan sin efecto todos los plazos para los aportes y los socios estarán obligados a cumplirlos, de inmediato».

rrespondiente (Elías, 2015, pp. 170-171).⁴⁴ Una vez que se emite dicha sentencia, la consecuencia jurídica será la disolución de pleno derecho y su posterior liquidación conservando la sociedad su personalidad jurídica para tal fin⁴⁵ hasta su extinción, conforme lo prevé el citado artículo 36 de la LGS.

Recordemos que, de acuerdo con el citado artículo 36, la sentencia que declara la nulidad del pacto social hace que esta cambie su estatus jurídico de sociedad constituida e inscrita con apariencia de regularidad⁴⁶ a sociedad disuelta. Ello abre paso a su liquidación a cargo del liquidador o liquidadores que la junta general de accionistas designe para tal efecto, o, de no hacerlo dentro de los diez días siguientes de emitida la sentencia, lo hace el juez a solicitud del interesado, conforme al artículo 36 de la LGS.⁴⁷

Esta forma de hacer uso de la nulidad genera un quiebre con la institución regulada en el Código Civil que se manifiesta en los siguientes aspectos: (i) legitimidad para iniciar la acción limitada a terceros con legítimo interés, a diferencia del Código Civil, que autoriza el inicio de una acción de nulidad incluso al Ministerio Público; (ii) supuestos de hecho que parecieran no compartir la trascendencia de los supuestos regulados en el Código Civil; (iii) reducción del plazo para interponer la acción y utilización de la figura de la caducidad; y, (iv) posibilidad de subsanación. Veamos cada uno de ellos.

(i) *Sujetos legitimados*: como hemos visto, el Código Civil autoriza, en mérito a lo dispuesto en el artículo 220, que cualquier tercero⁴⁸ o el Ministerio Público ale-

44 Una consecuencia de la aplicación de esta norma, tal como ha sido redactada, es que por ejemplo una sociedad inscrita con un pacto social que padece de nulidad podría, incluso durante el proceso en el que dicha nulidad viene siendo discutida, adoptar acuerdos societarios (por ejemplo uno que regule la inversión en determinados activos, otro que establezca la constitución de un nuevo vehículo, un acuerdo para participar en un concurso con el estado y finalmente un cuarto acuerdo, en fecha diferente, que subsana el vicio del pacto) los cuales podrían ser perfectamente válidos y productores de efectos a pesar del vicio original.

45 La norma prevé que la sociedad conservará su personalidad jurídica para los fines de su liquidación. Sin embargo, no se explica cómo es que habría adquirido la referida personalidad jurídica toda vez que, como sabemos, el registro no convalida vicios de nulidad y no se deriva de la ley que la sentencia que declara la nulidad disponga la generación de dicho efecto (puesto que se utiliza el término «conserva»). Sobre el particular, Beaumont (2007) entiende que «si se ha declarado nulo el pacto social, consagrado por sentencia, se extiende una ficción de conferir personalidad jurídica que jamás la tuvo (mantiene la sociedad para fines de la liquidación), solo con el fin de proteger a terceros de buena fe que hubieran contratado con la sociedad» (p. 126).

46 Como indican Uría, Menéndez y García de Enterría (2006), «[...] la inscripción en el registro genera una apariencia de regularidad, da vida a una organización que puede intervenir activamente en el tráfico y generar así un amplio abanico de relaciones jurídicas, que el Derecho en ningún caso puede desconocer» (p. 843).

47 Como han anotado Uría, Menéndez y García de Enterría (2006) respecto a la ley española, muy similar a la nuestra, «la declaración de nulidad opera como una mera causal de disolución que obliga a la liquidación de la sociedad defectuosamente constituida y que no afecta, por tanto las relaciones jurídicas internas o externas que la misma haya generado como consecuencia de su intervención activa en el tráfico (y que ni siquiera afecta la propia subsistencia de la sociedad, en la medida en que esta conserva su personalidad jurídica durante el proceso liquidatorio» (p. 844).

48 Se entiende que dichos terceros deben poseer un legítimo interés en mérito a la aplicación del

guen la nulidad e incluso que el juez puede declararla de oficio (sin que alguna de las partes la haya alegado) cuando resulte manifiesta. La lógica detrás de una norma como esta que regula no solo quiénes pueden iniciar la acción sino además la facultad excepcional del juez de declararla de oficio en aquellos casos en que la nulidad sea manifiesta es clara: existen negocios cuya apariencia de validez no puede ser tolerada por el derecho. La LGS se aparta de esta lógica restringiendo la postulación de la demanda de nulidad solo a aquellos que tengan legítimo interés (artículo 35 y artículo 150 segundo párrafo) sin aclarar si eventualmente resultaría viable para un juez declararla de oficio.⁴⁹

- (ii) *Supuestos de hecho de diferente relevancia a los planteados por el Código Civil:* en efecto, mientras que el Código Civil limita los supuestos en los cuales resulta válido hacer uso de la nulidad (*numerus clausus*) a unos cuantos que pueden considerarse como fundacionales del derecho privado (por ejemplo, la ausencia de manifestación de voluntad del agente o cuando su fin sea ilícito⁵⁰) y, en consecuencia, requisitos imprescindibles de todo negocio jurídico, la LGS amplía los supuestos autorizando⁵¹ esta consecuencia a situaciones que pueden ser generadoras de daños, pero que no comparten esta naturaleza de impactar de modo absoluto en el negocio haciéndolo insalvable. Así, por ejemplo, tratándose de la nulidad del pacto social, la LGS sanciona con nulidad aquel pacto que contenga estipulaciones contrarias a normas legales imperativas⁵² o, tratándose de acuerdos societarios, por ejemplo, los acuerdos que lesionan los intereses de la sociedad en beneficio de uno o varios socios o que entren en conflicto o sean contrarios al estatuto, etcétera (artículo 38).
- (iii) *Reducción del plazo y cambio de su naturaleza de prescripción extintiva a caducidad:* como es bien sabido, el plazo para plantear una acción de nulidad al amparo del Código Civil es de 10 años, según lo dispuesto en el numeral 1 del artículo 2001, siendo que además este es un plazo de prescripción de la acción. La LGS reduce drásticamente estos plazos a un año tratándose de los supuestos de hecho regulados en el artículo 150 y a dos años tratándose de los supuestos

artículo VI del título preliminar del Código que establece que «Para ejercitar o contestar una acción es necesario tener legítimo interés económico o moral. [...]».

49 Lo que por lo demás sería bastante más complicado luego de vencido el plazo, toda vez que en la LGS estos son de caducidad y no de prescripción.

50 Como es bien sabido, en septiembre de 2018 se promulgó el Decreto Legislativo 1384, el cual, en mérito a su disposición complementaria derogatoria única, ha derogado el numeral 2 del artículo 219 del Código Civil, que indicaba que el acto jurídico es nulo cuando se haya practicado por persona absolutamente incapaz. Aunque la discusión sobre los fundamentos de esta derogatoria, su conveniencia y legalidad escapan ciertamente de los alcances de este artículo, consideramos importante dejar anotada nuestra posición contraria, como explicaremos a lo largo de las siguientes páginas de este texto apelando para ello a un ejemplo gráfico.

51 En concordancia con lo previsto en el inciso 7 del artículo 219 del Código Civil.

52 Nos extraña por ejemplo aquí una salida como la que prevé el Código Civil en su artículo 224 en mérito del cual «La nulidad de una o más de las disposiciones de un acto jurídico no perjudica a las otras, siempre que sean separables. La nulidad de disposiciones singulares no importa la nulidad del acto cuando éstas sean sustituidas por normas imperativas. [...]». La regla del artículo 34 de la LGS no es equivalente en efecto y fuerza a la referida del Código Civil.

del artículo 33 (nulidad del pacto) y 38 (nulidad de acuerdos), y define expresamente dichos plazos como de caducidad. Como veremos más adelante, el impacto de la reducción significativa del plazo no es menor y tiene que analizarse tomando en consideración, además, la naturaleza del mismo (extingue el derecho-caducidad), la relevancia de los intereses tutelados por la nulidad y la potencial lectura conjunta con el Código Civil, en particular respecto de la posible declaración de oficio de la nulidad manifiesta.

- (iv) *Posibilidad de subsanación*: como se ha indicado, desde la perspectiva del Código Civil, es pacífica la interpretación de que el acto nulo resulta por definición insubsanable. La LGS se aparta de esta lógica tratándose de la nulidad del pacto social y podría argumentarse que también lo hace tratándose de la nulidad de los acuerdos previstos en el artículo 38 (por remisión al artículo 34).⁵³

A pesar de las diferencias anotadas, la doctrina nacional se ha mostrado a favor del distanciamiento formulado por la LGS respecto del contenido normativo previsto por el Código Civil. A manera de ejemplo, Elías comenta, respecto a las reglas contenidas en los artículos 33 al 37 de la LGS, que existen aspectos complejos de la nulidad del pacto social que impiden resolver el tema de la nulidad con normas generales y principios jurídicos sobre esta institución contemplados en el Código Civil, ya que la nulidad se presenta en un contexto en el que se puede afectar una serie de intereses, debido a la existencia de una persona jurídica en el mercado (Elías, 2015, p. 165).⁵⁴

Dentro de los principales argumentos utilizados para defender este distanciamiento se encuentra la noción del tráfico jurídico y la imposibilidad de tener por inexistente a una sociedad debidamente inscrita en el Registro que participa activamente en la multiplicidad de relaciones jurídicas (Uría, Menéndez & García de Enterría, 1999, p. 844). Otro argumento que suele esbozarse es el derivado de ver a la sociedad como negocio jurídico *sui generis* no solo por su estructura sino también porque va dirigido a la creación de una personalidad jurídica distinta de los socios (Garrigues, 1987, p. 40).

Si bien es claro que los autores que defienden el tratamiento diferenciado de la nulidad del pacto social respecto de la nulidad civil lo hacen con la finalidad de tutelar los posibles daños que la declaración de nulidad podría generar en los múltiples terceros que hubiesen contratado de buena fe con la sociedad,⁵⁵ tal argumento

53 Como hemos indicado en nuestro comentario al pie 14 *supra*, resulta eventualmente discutible que el artículo 34 pueda extender su alcance a los supuestos del artículo 38.

54 Adicionalmente, Beaumont (2007), al comentar el artículo 34 de la LGS, señala que «en definitiva, la acción de nulidad debe prosperar cuando la sociedad se niega rotundamente a poner medios para subsanar el motivo de nulidad» (p. 128).

55 García-Cruces (1995), luego de reflexionar ampliamente sobre los fundamentos y los criterios que sustentan la nulidad societaria, señala que «es oportuno destacar cómo todos los esfuerzos llevados a cabo en el tratamiento de la nulidad societaria y de sus particularidades frente al régimen general de la ineficacia negocial tienen un punto en común que es su finalidad, la cual radica —en unos casos con carácter excluyente, en otras explicaciones como un resultado— en lograr la irretroactividad de los efectos propios de la nulidad, a fin de salvaguardar las relaciones de la “sociedad nula” con los terceros y ofrecer a éstos la oportuna tutela» (pp. 1339 y ss.).

por sí mismo no justifica en nuestra opinión la ruptura de la coherencia del sistema jurídico en una materia tan importante ni los problemas derivados de dicho tratamiento diferenciado.

En efecto, el ordenamiento jurídico ya prevé soluciones adecuadas que tutelan los intereses de terceros en el caso que estos contraten de buena fe al amparo del registro. Así, en el propio artículo 37 de la LGS, aplicable a la nulidad del pacto social y a la nulidad de acuerdos societarios, se regula que la sentencia firme que declara la nulidad del pacto social de una sociedad inscrita no surte efectos frente a los terceros de buena fe.

A su vez, el artículo 148 de la LGS dispone que la sentencia que declara fundada la impugnación producirá efectos frente a la sociedad y todos los accionistas, pero no afectará los derechos adquiridos por terceros de buena fe a consecuencia del acuerdo impugnado.⁵⁶

En el terreno civil, por su parte, el artículo 2014 del Código Civil establece que los terceros de buena fe que adquieran derechos de terceros al amparo del contenido registral no ven sus derechos afectados incluso si se prueba luego la deficiencia del registro.⁵⁷ Del mismo modo, el artículo 2038 prevé que el tercero que de buena fe y a título oneroso ha contratado sobre la base de mandato o poder inscrito en el registro no será perjudicado por mandato, poder, modificaciones o extinciones de estos no inscritos.⁵⁸

La protección a los terceros de buena fe, como puede advertirse, es otro de aquellos principios sólidamente enraizados en nuestra tradición jurídica en múltiples cuerpos normativos. Por ello, si el pacto social de una sociedad inscrita es luego declarado nulo, los terceros de buena fe que hubieran contratado con dicha sociedad podrían ampararse en ese principio y, por lo tanto, encontrar tutela adecuada. Permitir que una sociedad constituida con un vicio de nulidad pueda subsanar ese vicio

56 Otro artículo interesante de la LGS es el 12, que establece que la sociedad está obligada frente a terceros de buena fe por los actos de sus representantes celebrados dentro de los límites de las facultades que les haya conferido, aunque tales actos comprometan a la sociedad en negocios u operaciones no comprendidos dentro de su objeto social. A su vez, esta norma prevé que los socios o administradores, según sea el caso, responden frente a la sociedad por los daños y perjuicios que esta haya experimentado como consecuencia de acuerdos adoptados con su voto y en virtud de los cuales se pudiera haber autorizado la celebración de actos que extralimitan su objeto social y que la obligan frente a co-contratantes y terceros de buena fe, sin perjuicio de la responsabilidad penal que pudiese corresponderles. La buena fe del tercero no se perjudica por la inscripción del pacto social.

57 No está de más recordar que el contenido del registro se presume, en mérito de lo dispuesto en el artículo 2013 del Código Civil, cierto, y produce todos sus efectos mientras no se rectifique o declare judicialmente su invalidez.

58 El Código Civil contiene otras normas que protegen el interés de terceros de buena fe. Así, el artículo 197 establece que la declaración de ineficacia del acto no perjudica los derechos adquiridos a título oneroso por los terceros sub-adquirientes de buena fe. De igual modo, el artículo 194 del Código Civil prevé que la simulación no puede ser opuesta por las partes ni por los terceros perjudicados a quien de buena fe y a título oneroso haya adquirido derechos del titular aparente. Por su lado, el artículo 665 del Código Civil establece que contra el tercero de buena fe no procede la acción reivindicatoria de los bienes hereditarios si, antes de la celebración del contrato, el título que amparaba al heredero aparente y la transmisión de dominio en su favor hubiera estado debidamente inscrito, en el registro respectivo, y no hubiera anotada demanda ni medida precautoria que afecte los derechos inscritos.

solo para proteger a los potenciales terceros de buena fe que contraten con ella no resulta, pues, un argumento por sí mismo válido, ya que existen otros preceptos que pueden generar la misma protección.⁵⁹

El tráfico jurídico y la dinámica económica tampoco justifican un tratamiento diferente y el alejamiento de lo que resulta esencial a la institución de la nulidad. Como sabemos, el tráfico jurídico económico se ve más impactado por regulación contradictoria y confusa que por regulación clara y consistente. En efecto, los costos de desentrañar los misterios del derecho pueden ser tan altos que, lejos de contribuir a la materialización de un número mayor de transacciones, puede entorpecerlas o frustrarlas.

Enfrentados, por ejemplo, a una operación de compraventa de un bien cierto de propiedad de una sociedad anónima, imagine el lector la dificultad que supondría para el adquirente no letrado entender que el acuerdo de venta adoptado por la junta de accionistas de la sociedad vendedora podría estar inscrito y haber vencido el plazo para impugnarlo y para declarar su nulidad de acuerdo con lo establecido en los artículos 139 y 150, pero aun así podría resultar inejecutable por tener un vicio de nulidad que podría ser declarado al amparo del artículo 38 de la LGS.

Naturalmente, las complejidades se multiplican a medida que ampliamos el objeto de la transacción generando no solo perplejidad razonable sino la necesidad de incurrir en costos de transacción irrazonables y eventualmente, incluso así, no llegar a tener certeza jurídica. El tráfico jurídico económico, tan relevante para el derecho societario y en última instancia para la sociedad en su conjunto, no depende únicamente de la regla adoptada. Depende también de la consistencia de dicha regla con el conjunto de reglas del ordenamiento y cómo todas ellas logran transmitir adecuadamente el mensaje de que aquello que es realmente relevante será prioritariamente protegido.⁶⁰ Si bien la protección del tráfico jurídico económico puede servir para dar sustento al argumento a favor de reducir los plazos para el ejercicio de la acción, tal protección no justifica, en nuestra opinión, variar el carácter insubsanable del vicio que se sanciona con nulidad.

59 Igualmente revelador de la falta de una adecuada sistemática es el hecho que la LGS haga uso de la institución de la nulidad de una manera en los artículos 33 y 38 y de otra en el artículo 150, generando discusión acerca de cómo leer estos artículos en conjunto. Esto no es solo por la referencia al Código Civil, puesto que se entiende que las nulidades reguladas en los artículos 33 y 38 se sustentan en lo dispuesto en el numeral 7 del artículo 219 del Código Civil, sino en el conjunto de efectos que la LGS otorga a dicha institución en uno y otro caso. Lo que debería quedar claro es que un negocio nulo debe ser consistentemente reconocido como tal a lo largo del ordenamiento particular, no permitiendo además que existan plazos diferentes en relación con el ejercicio de la acción correspondiente.

60 Las reglas sobre la nulidad actualmente vigentes del Código Civil, por lo demás, no han desalentado la suscripción de contratos de compraventa, arrendamiento o mutuo, incluso considerando un plazo de prescripción de 10 años. No habría razón para pensar que trasladadas correctamente a otro cuerpo normativo vayan a tener un impacto negativo menos si, como explicamos en la sección 2.2, *infra*, se fija un plazo de acción adecuado a la naturaleza de la materia regulada por dicho cuerpo normativo.

En definitiva, en nuestra opinión, no se ha formulado un adecuado sustento para justificar que en sede societaria sea necesario dejar de lado un elemento esencial de la nulidad, ni en la doctrina especializada ni en la jurisprudencia.⁶¹

Ahora bien: el grupo de trabajo que viene elaborando el Anteproyecto de LGS insiste en regular los vicios del pacto social otorgándoles la consecuencia de una nulidad subsanable y realizando ciertos ajustes en su procedimiento. Por ejemplo, el artículo 37 del Anteproyecto⁶² regula la nulidad del pacto social previendo nuevamente, en los numerales 2 y 3 del artículo 39, la posibilidad de subsanar dicha nulidad. Para ello, se indica que la sociedad tiene un plazo de 60 días luego de notificada y previos a la interposición de la demanda de nulidad o incluso, habiéndose planteado dicha demanda, tendrá lo que dure el proceso hasta antes de la emisión de la sentencia judicial para tal efecto.⁶³ A su vez, el numeral 1 del artículo 42⁶⁴

61 Así, por ejemplo, en la Casación 5324-2009, la Corte Suprema se pronuncia sobre el particular, señalando que «[...] es del propio primer párrafo del artículo 150 antes citado que se establece, independientemente de dónde se encuentre regulada la causal de nulidad —Código Civil o Ley General de Sociedades— que basta que se pretenda anular un acuerdo de Junta para que sea aplicable la regulación especial prevista en la Ley General de Sociedades, y resulta siendo una regulación especial en donde el Código Civil es aplicable de manera supletoria en atención al artículo IX de su Título Preliminar. Ello se evidencia en el régimen general previsto en el Código Civil, en el que una pretensión de nulidad puede ser materia de prescripción extintiva; en cambio, en materia del régimen de la Ley General de Sociedades, tales pretensiones caducan, regulación diferente que atiende a la dinamicidad de las relaciones jurídico-societarias». Igualmente, en la Casación 389-2014 se deja claro que «[...] al promoverse el ejercicio del derecho de acción formulando una nulidad de acuerdos societarios, debe tenerse en cuenta que si bien se trata de un derecho regulado por el artículo 150 de la Ley General de Sociedades, éste no es absoluto, y por tanto, admite limitaciones, como el plazo para interponer la demanda, que para el presente caso el término de caducidad es de un año desde la adopción del acuerdos; en ese entendido, la nulidad de los acuerdos que solicita el casante datan de los años mil novecientos noventa y nueve, dos mil y dos mil uno, y a la fecha de interposición de la presente demanda doce de julio de dos mil trece, el derecho y la acción se encuentran caducos. En tal virtud, corresponde desestimar el recurso de casación de conformidad con el artículo 397 del Código Procesal Civil».

62 El artículo 37 del Anteproyecto que regula la nulidad del pacto social prevé:

«37.1. Una vez inscrito el pacto social en el Registro, la nulidad del pacto social solo puede ser declarada por las siguientes causas: a) Por ausencia de consentimiento o declaración de voluntad válida de un número de socios fundadores que determine que la sociedad no cuente con la pluralidad de socios requerida por la presente ley para los casos en que se necesite una pluralidad de estos, o del socio fundador cuando se trate de sociedad unipersonal. b) Por constituir el objeto social alguna actividad contraria a las leyes que interesan al orden público. c) Por no adoptar la sociedad alguna de las formas societarias previstas en la presente ley. d) Por contener estipulaciones contrarias a normas jurídicas imperativas u omitir consignar aquellas que la ley exige.

37.2. Fuera de los casos enunciados en el numeral 37.1 no podrá declararse la nulidad del pacto social».

63 El artículo 39 del Anteproyecto establece que:

«39.1. [...].

39.2. Previamente a la interposición de la demanda, se debe comunicar a la sociedad, mediante carta notarial, la intención de iniciar el proceso, así como la causal específica alegada. *Recibida dicha comunicación la sociedad cuenta con un plazo de sesenta días para subsanar la causal de nulidad alegada.* La demanda de nulidad procede solo cuando el plazo anterior haya transcurrido *sin que la sociedad haya subsanado la causal de nulidad*» (cursivas nuestras).

39.3. Sin perjuicio de lo anterior, la sociedad podrá subsanar la causal de nulidad en cualquier momento antes de concluido el proceso».

64 El artículo 42 del Anteproyecto propone que:

del Anteproyecto establece que no procede la impugnación del acuerdo societario cuando este haya sido revocado o sustituido.

Como se advierte de lo anterior, no se está concibiendo el fenómeno de la nulidad del pacto social en toda su dimensión, y pareciera que solo estamos repitiendo la técnica legislativa española que regula la nulidad del pacto social con supuestos similares.⁶⁵

Nuestra posición al respecto es que la nulidad del pacto social es y debe ser entendida, por definición, como insubsanable y, en consecuencia, todos los actos subsecuentes⁶⁶ realizados por dicha sociedad «aparente» no resultan tutelables jurídicamente, dejando a salvo por supuesto los derechos de aquellos terceros que de buena fe hubieran contratado con ella.

En efecto, si se diera el caso que la constitución de una sociedad cuyo pacto adolece de nulidad lograra inscribirse,⁶⁷ los terceros que confiando en el contenido del registro celebrasen acuerdos con dicha sociedad no pueden ver su interés y posición jurídica afectada bajo el riesgo de generar un incremento en los costos de transacción que complicaría la multiplicidad de operaciones pequeñas que alimentan la economía en general. Como explicaremos más adelante, la protección de la posición e interés del tercero de buena fe puede lograrse por vías diferentes y más lógicas que el reconocimiento de validez y exigibilidad de una relación jurídica obligatoria con una parte («sociedad») que existe solo en apariencia.

En nuestra opinión, la nulidad del pacto de una sociedad inscrita (proceso que, como se sabe, cuenta con varios niveles de control; a saber, abogado, notario y registrador) debe ser tratada como un supuesto en el cual la fuerza de la tutela jurídica ha de recaer sobre los terceros que de buena fe contrataron con dicha sociedad con

«42.1 No procede la impugnación de un acuerdo cuando haya sido revocado o sustituido válidamente por otro [...]».

65 Artículo 56 del Ley de Sociedades de Capital española

«1. Una vez inscrita la sociedad, la acción de nulidad sólo podrá ejercitarse por las siguientes causas:

a) Por no haber concurrido en el acto constitutivo la voluntad efectiva de, al menos, dos socios fundadores, en el caso de pluralidad de éstos [...].

b) Por la incapacidad de todos los socios fundadores.

[...]

e) Por no expresarse en los estatutos el objeto social o ser éste ilícito o contrario al orden público.

2. Fuera de los casos enunciados en el apartado anterior no podrá declararse la inexistencia ni la nulidad de la sociedad ni tampoco declararse su anulación».

El artículo 57 de Ley de Sociedades de Capital española.

1. *La sentencia que declare la nulidad de la sociedad abre su liquidación, que se seguirá por el procedimiento previsto en la presente ley para los casos de disolución.*

2. La nulidad no afectará a la validez de las obligaciones o de los créditos de la sociedad frente a terceros, ni a la de los contraídos por éstos frente a la sociedad, sometiéndose unas y otros al régimen propio de la liquidación [...]» (cursivas nuestras).

66 Esta posición podría resultar concordante con la Resolución de Casación 3579-2013, que establece que «[...] resulta claro que al ser declarada fundada la demanda de nulidad de acuerdos adoptados en la Junta General de Accionistas del veintiuno de enero de dos mil once, en consecuencia, también serán nulos todos los actos o acuerdos adoptados posteriores a aquél».

67 Esta situación probablemente desaparecerá en algunos años mediante la automatización de estos procesos en Registros Públicos. Sin embargo, en la actualidad, todavía resulta un problema.

apariencia de regularidad. No vemos en tal sentido objeción alguna para que, ante la identificación del vicio de la nulidad, se tutele el interés del tercero de buena fe permitiendo que pueda procurar la satisfacción de su interés haciendo uso de los bienes que de otro modo hubieran estado en cabeza de la sociedad «aparente». Ahora bien: cabe preguntarse qué ocurriría en el caso de que los bienes de dicha sociedad no sean suficientes. ¿Podría el tercero de buena fe, afectado por la nulidad, dirigirse contra otros patrimonios?

La pregunta ciertamente da lugar a debate. Nuestra opinión es que la LGS debería ofrecer una solución clara a esta interrogante y permitir que dichos terceros puedan dirigirse de manera solidaria contra el patrimonio de los representantes involucrados en la transacción, administradores e incluso, de ser el caso, de los fundadores y/o accionistas controladores de la sociedad nula.⁶⁸ Y es que lo que debería ocurrir es que los fundadores o aquellos accionistas subsecuentes que adquieran el control de la sociedad, así como aquellos que asumen su representación legal o una posición de dirección relevante, deberían tener los incentivos adecuados para velar por que no se genere o mantenga una situación de esta naturaleza. Son ellos los que tienen o debieran diligentemente tener el acceso absoluto e irrestricto a la información y, por lo tanto, pueden tomar las decisiones adecuadas sobre este tema. De este modo, el caso de la nulidad del pacto social puede ser analizado, desde una cierta perspectiva, como uno de asimetría informativa en el que, por ejemplo, los socios fundadores tienen el mayor y más fácil acceso a la información acerca de aquellos vicios que pueden desencadenar la nulidad del pacto. Siendo ello así, existe una justificación lógica y económica para que sean ellos quienes internalicen los eventuales costos generados a los terceros de buena fe.

Nuestra posición, por lo demás, no es ajena a la propia regulación peruana. En efecto, cabe recordar que, de acuerdo con el artículo 424 de la LGS sobre sociedades irregulares, «los administradores, representantes y, en general, quienes se presenten ante terceros actuando a nombre de la sociedad irregular son personal, solidaria e ilimitadamente responsables por los contratos y, en general, por los actos jurídicos realizados desde que se produjo la irregularidad». Es más: el mismo artículo 424 afirma a continuación que «Si la irregularidad existe desde la constitución, los socios tienen igual responsabilidad [...]». Recordemos, por lo demás, que una sociedad es irregular cuando no se ha constituido o inscrito conforme a la LGS o, en cualquier caso, cuando continúa en actividad no obstante haber incurrido en causal de disolución,⁶⁹ siendo que, según el artículo 407, concordado con el artículo 4 de la LGS,

⁶⁸ Decimos «de ser el caso» porque, eventualmente, una acción contra todos los fundadores podría ser difícil de construir, como ocurre en el caso del ejemplo que planteamos, donde uno de los fundadores es menor de edad incapaz absoluto. Diferente, por supuesto, es el caso de una sociedad constituida por personas capaces pero que tiene por objeto actividades que atentan contra el orden público. Del mismo modo, como explicamos en el texto, la solidaridad debería reconocerse en beneficio del tercero de buena fe pero solo respecto a los fundadores o aquellos accionistas subsecuentes que tengan un porcentaje material o de control que, por lo mismo, son los que tienen los mayores incentivos para realizar una profunda auditoría legal antes de adquirir tal participación.

⁶⁹ El artículo 423 de la LGS regula lo siguiente:

«Es irregular la sociedad que no se ha constituido e inscrito conforme a esta ley o la situación de hecho

constituye una causal de disolución de pleno derecho la falta de pluralidad o, según el artículo 410 del mismo cuerpo normativo, podría acarrear la disolución de la sociedad el que esta tenga un fin o realice actividades contrarias al orden público o a las buenas costumbres.⁷⁰

Con base en lo anterior, imaginemos el caso de una sociedad que se constituye e inscribe para realizar actividades contrarias a las leyes que interesan al orden público. De acuerdo con el artículo 33, numeral 2, el pacto social que regula dicha constitución es nulo y el plazo para solicitar dicha nulidad es de dos años (caducidad). Sin perjuicio de ello, de acuerdo con el artículo 410, el Poder Ejecutivo puede solicitar a la Corte Suprema que declare la disolución de dicha sociedad, por lo que en el eventual caso que dicha sociedad fuera disuelta en mérito a la decisión de la referida Corte y siguiera en operaciones como sociedad irregular, existiría una responsabilidad no solo de los representantes sino también de los socios fundadores por los actos que realice bajo tales condiciones. Entonces, resultaría algo paradójico que bajo este camino se impute responsabilidad a los fundadores y no así en el caso que luego de, por ejemplo, 18 meses de operaciones, un tercero con interés promoviera y lograra una declaratoria de nulidad del pacto social de la misma sociedad, cuando en ambos casos han sido los fundadores los que, teniendo información completa, decidieron actuar de modo tal que se generase la causal de nulidad.

Un ejemplo equivalente es el de la sociedad constituida e inscrita por dos personas de las cuales una es menor de edad incapaz absoluto⁷¹ (que, para efectos de nuestro ejemplo, utiliza documentos falsos). El pacto social que regula la constitución de dicha sociedad es nulo y puede ser así declarado durante los dos años

que resulta de que dos o más personas actúan de manera manifiesta en sociedad sin haberla constituido e inscrito. En cualquier caso, una sociedad adquiere la condición de irregular:

[...]

6. Cuando continúa en actividad no obstante haber incurrido en causal de disolución prevista en la ley, el pacto social o el estatuto».

70 Según el artículo 407, «la sociedad se disuelve por las siguientes causas:

[...]

2. Conclusión de su objeto, no realización de su objeto durante un período prolongado o imposibilidad manifiesta de realizarlo;

[...]

6. Falta de pluralidad de socios, si en el término de seis meses dicha pluralidad no es reconstituida;

[...]

7. Resolución adoptada por la Corte Suprema, conforme al artículo 410º [...].

A su vez, el artículo 410 de la LGS confiere facultades al poder ejecutivo a efectos de solicitar la disolución de una sociedad:

«El Poder Ejecutivo mediante Resolución Suprema expedida con el voto aprobatorio del Consejo de Ministros, solicitará a la Corte Suprema la disolución de sociedades cuyos fines o actividades sean contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres. La Corte Suprema resuelve, en ambas instancias, la disolución o subsistencia de la sociedad [...].

71 De acuerdo con lo indicado en el artículo 43 del Código Civil, los menores de 16 años son incapaces absolutos. Cabe resaltar que la derogación del numeral 2 del artículo 219 del Código Civil no puede derivar en el desconocimiento de la realidad, y es que un menor (por ejemplo, de 12 años) no tiene la capacidad y discernimiento suficiente para celebrar un acuerdo como un pacto social. Un juez no debería dejar de administrar justicia en un caso como este en mérito a lo indicado en el artículo VIII del título preliminar del Código Civil.

siguientes después de inscrita la sociedad en mérito a lo dispuesto en el numeral 1 del artículo 33 de la LGS. Sin perjuicio de ello, resulta también que en el caso que la sociedad, luego de transcurridos seis meses desde su constitución, mantuviese esta falta de pluralidad, habría incurrido en causal de disolución de pleno derecho en mérito a lo dispuesto en el artículo 4 y en el numeral 6 del artículo 407 de la LGS y, posteriormente, en situación de irregularidad según el numeral 6 del artículo 423 del mismo cuerpo normativo.⁷²

La paradoja en este caso es mayor, pues, por ejemplo, al séptimo mes de constituida, la sociedad podría ser objeto de una demanda de nulidad del pacto social, pero, al mismo tiempo, podría argumentarse que ha operado la disolución de pleno derecho regulada en el artículo 4 de la LGS o, en todo caso, ser objeto de una demanda de disolución por parte de acreedores de la sociedad en mérito al artículo 426.⁷³ En este último caso, de existir contratos vigentes, los acreedores podrían dirigirse contra el patrimonio de la sociedad e incluso contra el patrimonio de los fundadores y representantes en mérito al ya citado artículo 424. Sin embargo, ante la demanda de nulidad, la LGS no es clara respecto de la extensión de la tutela a dichos terceros.

Por lo anterior, nuestra posición es que, ante la nulidad del pacto social, la LGS debería establecer con claridad que son los fundadores,⁷⁴ o los accionistas que hubiesen adquirido el control de la sociedad, o administradores y representantes legales, los que, por tener mayor acceso a la información relevante, son quienes también deben responder de forma solidaria con sus patrimonios ante los terceros de buena fe con los que la sociedad afectada con el vicio de nulidad hubiera contratado.⁷⁵ Y sostenemos que esta posición no es ajena a la prevista en el ordenamiento jurídico nacional sino que, por el contrario, solo generaría uniformidad con una regulación que en la práctica se superpone parcialmente, como es la de la sociedad irregular citada en los párrafos precedentes.⁷⁶

72 El artículo 407 establece la siguiente causa de disolución:

«[...]»

6. Falta de pluralidad de socios, si en el término de seis meses dicha pluralidad no es reconstituida; [...].»

Por su parte, el artículo 423 prevé como causales de irregularidad:

«[...] En cualquier caso, una sociedad adquiere la condición de irregular:

[...]»

6. Cuando continúa en actividad no obstante haber incurrido en causal de disolución prevista en la ley, el pacto social o el estatuto».

73 El artículo 426 de la LGS indica que «los socios, los acreedores de éstos o de la sociedad o los administradores pueden solicitar alternativamente la regularización o la disolución de la sociedad [...]».

74 Con la salvedad indicada en la nota 68 *supra*.

75 En el ámbito de las relaciones internas, habrá de determinarse el nivel o grado de asunción de esta responsabilidad.

76 Esto además guardaría sentido con lo dispuesto en el artículo 71 de la actual LGS, que indica que «En la etapa previa a la constitución los fundadores que actúan a nombre de la sociedad o a nombre propio, pero en interés y por cuenta de ésta, son solidariamente responsables frente a aquellos con quienes hayan contratado [...]». Si, como hemos visto, la declaratoria de nulidad reconocería al pacto social como nulo, sería lógico asumir que en dicho escenario nos encontraríamos en una situación equivalente a la de actuaciones de los fundadores nunca ratificadas por la sociedad (pues esta no habría jamás existido).

En este sentido, creemos que nuestra propuesta resulta más consistente con el conjunto de reglas de nuestro ordenamiento y, por lo tanto, es una solución preferible a la planteada por el numeral 2 del artículo 57 del Real Decreto Legislativo 1/2010 que aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital española antes citado, puesto que evita que incurramos en la contradicción de decir que el pacto social es nulo y, sin embargo, da lugar a una sociedad con la cual los terceros se mantienen vinculados.

Ahora bien: algo más difícil de resolver es el caso de la declaratoria de la nulidad del pacto social luego del vencimiento del plazo. Como hemos indicado, el vencimiento del plazo no convalida el negocio nulo por lo que, en puridad, el pacto social nulo seguirá siéndolo sin importar el plazo fijado para el ejercicio de la acción. Debido a ello, cabe analizar si en mérito a lo dispuesto en el artículo 220 del Código Civil (nulidad manifiesta), el juez que advierta esta situación puede declarar de oficio la nulidad. Resulta importante preguntarse, en esa línea, si un juez podrá, ante la nulidad manifiesta, omitir tal declaración solo por el vencimiento del plazo fijado en la LGS y la eventual tutela del tráfico jurídico.

Naturalmente, si asumimos que un juez debe declarar la nulidad, la conclusión citada precedentemente (extensión de la responsabilidad a los representantes y fundadores) aplicaría tanto para el caso de una sociedad con un pacto social nulo que luego es declarado como tal a iniciativa de un tercero con interés, así como para el caso de la sociedad cuyo pacto social nulo es declarado de oficio luego de vencido el plazo.⁷⁷

Con el fin de analizar mejor las posibles implicancias de la pregunta, revisitemos el caso ilustrativo anterior de una sociedad constituida por dos personas naturales, una menor de edad.

En nuestro ejemplo, Sofía y Leonardo desean constituir una sociedad para comercializar tortas y limonadas, siendo que Leonardo es menor de edad (12 años). Debido a que se utilizan documentos falsos, esta realidad no es advertida y la sociedad logra inscribirse.⁷⁸ El primer acuerdo de junta general de accionistas de la sociedad, a los siete meses de constituida, es nombrar un representante legal (María) que es mayor de edad y conoce a ambas personas. A los 18 meses de constituida la sociedad y designada María como representante legal, la sociedad decide contratar un local para comercializar sus productos, que aparentemente han tenido gran acogida en el mercado. Para ello, María entabla negociaciones con Daniel y llegan a firmar un acuerdo para arrendar el local comercial de propiedad de este último por un año renovable automáticamente. A punto de vencerse el segundo año, y luego de varios meses de incumplimiento en el pago de la renta, Daniel descubre que el

77 Además, puede uno válidamente preguntarse: ¿qué ocurre en el caso de una sociedad cuyo pacto social nulo no puede ser declarado pero la causal de nulidad se mantiene trasladándose a cada uno de los actos subsecuentes; por ejemplo, sociedad constituida por dos accionistas incapaces absolutos que luego nombran a un representante legal. ¿Podrían los actos subsecuentes realizados por el representante legal ser considerados exigibles?

78 Este escenario absolutamente hipotético es aun lamentablemente realizable. Confiamos en que en el futuro los avances en la tecnología eliminarán toda probabilidad de que ejemplos así puedan materializarse.

pacto social de la sociedad inscrita conformada por Sofía y Leonardo adolece de vicio de nulidad. Asimismo, Daniel advierte que lo mismo ocurre con el acuerdo por el cual la representación es otorgada a María. Lamentablemente, en ambos casos han vencido los plazos previstos en la LGS para demandar la nulidad.

Ante los hechos planteados, podemos formular algunas preguntas ilustrativas: ¿podría Daniel alegar la nulidad del contrato de arrendamiento?, ¿podría alegar la nulidad del acuerdo de junta en mérito al artículo 150 de la LGS (causales de nulidad previstas en el Código Civil)?, ¿resultarían de aplicación las normas del Código Civil considerando que según la LGS ha operado la caducidad de la acción?, ¿en caso Daniel demandara el pago de la renta vencida, podría un juez de oficio declarar la nulidad del pacto social siendo esta evidente por las pruebas admitidas?, ¿qué ocurriría si Daniel demandara la disolución de la sociedad y daños y perjuicios, asumiendo que es una sociedad irregular?⁷⁹

Si buscamos la coherencia en el manejo de la institución a través de diferentes cuerpos normativos, la solución a las preguntas anteriores debería partir por reconocer que las obligaciones derivadas del contrato de arrendamiento suscrito con María en representación de la sociedad aparente constituida por Sofía y Leonardo no son exigibles frente a dicha sociedad, puesto que dicho contrato no solo es subsecuente al vicio de la nulidad originaria del pacto sino que además fue firmado por un representante designado por la junta compuesta por los mismos accionistas, siendo uno de ellos un incapaz absoluto y, como hemos indicado precedentemente, el vencimiento del plazo para cuestionar un acto no lo convalida, como tampoco lo hace la actuación de las partes por más buena fe que exista.

Sin perjuicio de ello, el cumplimiento respecto de entregar en uso y disfrute el local y pagar la renta se ha cumplido parcialmente y ha beneficiado a todos los intervinientes (directa o indirectamente) e interesados, por lo que, si bien el contrato no es válido y exigible, no debería desconocerse esta realidad y ordenarse la restitución de todo lo pagado incluso en el escenario de declararse la nulidad.

En efecto, volviendo al ejemplo, si bien una vez vencido el plazo la nulidad del pacto social no podría ser alegada por las partes según la regulación actualmente vigente, resultaría extraordinariamente complejo de aceptar que, ante la pretensión de Daniel de cobrar la renta impaga, si el juez advierte la nulidad manifiesta proceda a declararla de oficio ordenando además la restitución de todo lo pagado y obligando a Daniel a buscar el resarcimiento por los meses que su local fue ocupado por la sociedad nula mediante alguna acción indemnizatoria.⁸⁰

79 ¿Qué hubiera ocurrido en el caso que Daniel hubiera advertido la nulidad del pacto social dentro del plazo de los dos años previstos en la Ley: hubiera tenido Daniel legítimo interés para alegar la nulidad en su momento? En todo caso si hubiera podido accionar antes del vencimiento del plazo, ¿qué debería demandar Daniel: la nulidad del pacto social, la nulidad del acuerdo posterior o la nulidad del contrato?

80 Como se ha indicado, de particular complejidad es el hecho que la LGS ha establecido que todos los plazos para el ejercicio de las acciones analizadas en el presente trabajo son de caducidad. Debido a la naturaleza del plazo, es bastante más complejo que un juez pueda pronunciarse y ponderar la eventual nulidad que le resulte manifiesta luego del vencimiento del plazo. Esto, en adición de los

Decimos que sería extraordinariamente complejo de aceptar este resultado pues, de no declararse la nulidad manifiesta, el juez no solo tendría que ordenar, sino que ampararía el pedido de Daniel de reclamar los meses impagos más intereses de ser el caso.⁸¹

Posibles soluciones tan disímiles ante los mismos hechos es, a todas luces, inaceptable, y advertirlo no hace sino reforzar la necesidad de encontrar una propuesta integradora y consistente a la luz de ambos cuerpos normativos.

Dejando por un momento de lado la naturaleza del plazo tal como se encuentra regulado actualmente en la LGS, nuestra posición respecto del ejemplo anterior es que un juez, enfrentado a un caso donde la nulidad del pacto social es manifiesta, debería por fuerza declarar tal situación, pero, al mismo tiempo, habría también que valorar las consecuencias de dicha declaración sobre la situación de todas las partes entendidas en el sentido amplio para administrar el resultado más justo posible. No varía nuestra opinión si la nulidad es manifiesta respecto de acuerdos societarios y no del pacto social. El juez debe pronunciarse y declarar la nulidad siempre, en todos los casos en los que esta le sea evidente.

No cabe, en nuestra opinión, argumentar que la declaratoria de oficio de la nulidad solo es adecuada y corresponde tratándose de materias civiles mas no así mercantiles o societarias. Esta diferenciación artificiosa, que buscaría nuevamente proteger la certeza en el tráfico jurídico y la dinámica del mercado, termina generando tanto un resultado lesivo a los principios elementales del derecho privado como un resultado eventualmente inadecuado, como puede verse claramente en el ejemplo planteado.⁸²

otros argumentos expuestos, nos obliga nuevamente a plantear la pregunta acerca de la conveniencia de fijar un plazo (caducidad en este caso) para el ejercicio de una acción de este nivel de relevancia para el ordenamiento jurídico.

81 Siendo que también Daniel podría haber pedido la disolución en mérito al artículo 426 reclamando luego el pago de los importes debidos a la representante y al fundador capaz dado que la sociedad es irregular al carecer de pluralidad de accionistas desde la constitución (artículo 424 de la LGS) y se ha disuelto de pleno derecho (artículo 4 de la LGS) sin perjuicio de lo cual ha seguido operando en el mercado.

82 Imaginemos, en el ejemplo, que el juez se encuentre imposibilitado de declarar la nulidad del acuerdo societario de apoderamiento y del pacto social por la naturaleza del plazo. Si Daniel demandara la disolución de la sociedad (en mérito a lo dispuesto en el artículo 426), el juez tendría que declararla con los efectos ya explicados en este artículo porque advertiría que existe una falta de pluralidad de accionistas capaces. Que no pueda resolver en un caso, pero sí en otro resulta inadecuado. Además, ¿cómo resolvería el juez el eventual pedido de nulidad del contrato de arrendamiento? Creemos que una solución simple y clara que además contribuye a fortalecer la institución de la nulidad y la función jurisdiccional, siempre tutelando por supuesto el interés de los terceros de buena fe (como hemos sugerido a lo largo de este texto), ha de ser preferida y por ello esbozamos una en la sección 2 *infra*. Habiendo dicho lo anterior, reconocemos que argumentar bajo la regulación actual la posibilidad del juez de pronunciarse sobre la nulidad del pacto social a pesar del vencimiento del plazo de caducidad puede ser objeto de amplio debate. En efecto, la LGS regula la nulidad estableciendo un régimen que se inclina a favor de la certeza de las relaciones jurídicas aparentes en beneficio del tráfico económico y para tal fin se apoya en dos instituciones jurídicas muy fuertes: la publicidad y certeza que otorga el registro, así como el plazo de caducidad. Válidamente puede argumentarse que permitir la declaración de la nulidad manifiesta colisiona frontalmente contra las instituciones citadas abriendo una ventana demasiado grande y peligrosa por la que podrían filtrarse múltiples riesgos para el sistema.

Por último, si bien somos conscientes que el tema es debatible, somos de la opinión que no cabe generar esta diferenciación limitante para la función jurisdiccional ni argumentar que, al estar la acción de nulidad respecto del pacto social o el acuerdo societario sujeta a un plazo de caducidad, el juez debe abstenerse de declararla una vez vencido el mismo si es que la advierte. El plazo de caducidad puede extinguir el derecho de acción, pero no la obligación de administrar justicia y velar por la preservación de los principios fundamentales del ordenamiento jurídico.⁸³ En cualquier caso, como explicamos en la sección 2 *infra*, creemos que una modificación a la estructura de los plazos más acorde con la naturaleza de las acciones específicas es necesaria con el fin de cautelar adecuadamente los principios y elementos fundamentales en torno a los cuales se organiza nuestro ordenamiento jurídico.

El ejemplo anterior nos hace pensar en un tema adicional relevante:⁸⁴ ¿desde cuándo debe computarse el plazo para declarar nulo el pacto social de una sociedad inscrita o el acuerdo societario?

La pregunta formulada ha dado lugar a amplio debate en la doctrina. En nuestra opinión, el plazo debería contarse desde la celebración del negocio, salvo que el accionante pueda probar que razonable y diligentemente no pudo conocer del acto y el vicio por el cual está accionando. Recordemos, por lo demás, que esta conclusión tampoco es ajena al ordenamiento peruano, ya que el antes citado artículo 1993 del Código Civil establece que la prescripción empieza a correr desde el día en que puede ejercitarse la acción. Naturalmente, resultaría ilógico que en el caso que razonable y diligentemente no se hubiera podido conocer del vicio en el momento de ocurrido, por haber este sido oculto o no manifiesto, se perjudicara el interés del afectado haciendo correr el plazo en su contra máxime cuando este (el plazo) en la LGS es uno muy breve y de caducidad.⁸⁵

83 Tal como hemos indicado en nuestra nota 28 *supra*, insistimos en que resulta válido preguntarse si acaso es jurídicamente adecuado establecer un plazo de caducidad (y eventualmente prescripción) para acciones (como la nulidad) que pretenden defender el sistema contra actos que atenten contra principios fundamentales del mismo como, por ejemplo, acuerdos o acciones que atenten contra normas imperativas (*v.gr.*, orden público). En la sección 2 *infra* emitimos y sustentamos nuestra posición al respecto.

84 Otro punto por tratar es la necesidad de repensar los supuestos de hecho por los que se puede declarar la nulidad del pacto social. En efecto, como se ha anotado a lo largo del presente artículo, la institución de la nulidad está destinada a proteger intereses fundamentales del ordenamiento. Tratándose de la regulación en el Código Civil, se ha procurado defender elementos tales como la capacidad de expresar una voluntad, la realización de actos con finalidad lícita, entre otros que no pueden ser reemplazados por normas del Código y que permitan sostener la validez del acto. Tratándose de la nulidad del pacto social, sin embargo, la LGS no mantiene este rigor ya que, por ejemplo, autoriza la nulidad del pacto ante la contravención de normas imperativas cuando la lógica debiera ser que dichas normas imperativas prevalezcan sin afectar al pacto. Finalmente, un tema relevante a discutir y sobre el cual se pueden construir argumentos algo más sólidos a los comúnmente utilizados, aunque también excede la extensión de este artículo, es la conveniencia de fijar un plazo (cualquiera) para la nulidad del pacto social y, de ser el caso, por qué optar por el menor plazo posible.

85 Resulta relevante recordar que en un caso en el cual las dos instancias insisten en que el plazo de un año ha caducado para demandar la nulidad de acuerdos societarios, alegando que este se cuenta desde su celebración conforme al artículo 150, la Corte Suprema en Resolución de Casación 93-2004 concluyó que si bien es de aplicación el referido artículo, el plazo se debería dilucidar desde que la

1.2.2. Segundo caso: la acción de nulidad frente a la acción de impugnación tratándose de acuerdos societarios en sociedades anónimas

Como adelantamos en la sección 1.1.2. *supra*, otro escenario en el que se evidencia la problemática del tratamiento asistemático de la institución de la nulidad es el derivado de la regulación de la acción de nulidad y la acción de impugnación en el caso de sociedades anónimas. En efecto, los supuestos previstos por el artículo 38, 139 y 150 de la LGS se repiten en su mayoría y pueden traer como consecuencia que acciones completamente distintas como la de impugnación y la de nulidad sean sustentadas jurídicamente sin problema en función del procedimiento que sea más beneficioso para el caso concreto.

De la simple lectura de la LGS, y como ha sido ampliamente anotado por diversos autores nacionales (ver, por todos, Abramovich, 2003), se puede advertir que existe superposición entre las causales previstas en el artículo 38 que versa sobre la nulidad de acuerdos societarios (acuerdos de junta general de accionistas y de directorio, así como de otros tipos societarios) y se encuentra en el Libro Primero sobre las Reglas Aplicables a todas las Sociedades y aquellas que prevé el artículo 139, que se encuentra en el Libro Segundo sobre la Sociedad Anónima y que regula la impugnación de los acuerdos de junta general de accionistas.⁸⁶

Como se recordará, los artículos 38 (nulidad de acuerdos societarios) y 139 (impugnación de acuerdos de junta de accionistas) coinciden en que ambos regulan supuestos de hecho casi idénticos; a saber, acuerdos cuyo contenido sea contrario a la LGS,⁸⁷ se opongan al estatuto o al pacto social o lesionen, en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad. Entonces, tratándose de una sociedad anónima, ¿podemos aplicar el artículo 38 si existe el artículo 139 que regula los mismos supuestos?

Uno de los primeros problemas que enfrentamos para resolver la interrogante anterior es que resulta complejo formular una respuesta con base en la aplicación de «regla especial *versus* general» cuando al mismo supuesto de hecho se le atribuyen consecuencias jurídicas tan diversas.

La lógica más elemental nos lleva a la conclusión de que son las reglas especiales las que deberían primar sobre las generales, que, por ser tales, han sido desarrolladas para abarcar un número de escenarios mayor.⁸⁸

parte afectada tomó conocimiento del hecho oculto a efectos de garantizar la tutela jurisdiccional efectiva.

86 A su vez, en ese mismo libro, correspondiente a sociedades anónimas, el artículo 150 regula supuestos de nulidad.

87 Nótese que, conforme se encuentra redactado, el artículo 139 de la LGS incluso da lugar a que la inobservancia de normas de orden público o a las formalidades prescritas previstas en la ley, también constituyan supuestos regulados por el artículo 38º de la LGS, al ser contrarios a esta.

88 Sobre el particular, para concluir que no existe duplicidad entre el artículo 38 y 150 de la LGS, Navarrete (2008) ha señalado que «[...] las normas del Libro Primero de la LGS, entre las que se encuentra el artículo 38, referido al régimen de nulidad de los acuerdos sociales, se aplican a todas las formas societarias, salvo que la regulación concreta de determinada forma societaria haya prescrito reglas especiales (las cuales deben predominar sobre las “normas generales aplicables a todas

Sin embargo, la regulación actual genera que un mismo supuesto pueda ser considerado como sancionable con nulidad (si hacemos uso del artículo 38 contenido en la sección general) y al mismo tiempo impugnabile conforme al artículo 139. Estas acciones son completamente diferentes, puesto que mientras el objeto del artículo 139 es dotar de una acción que deje sin efectos el acuerdo que originalmente los tuvo, la del artículo 38 es declarar que el mismo nunca tuvo los efectos deseados por las partes; tiene distintos plazos de caducidad y sujetos activos facultados para iniciar ambos tipos de acción (ver Paz, 2014, p. 69).

Lamentablemente, debido a la falta de claridad y sistemática de la LGS, el interesado en cuestionar el acuerdo societario podría optar por la acción de impugnación o la de nulidad, dependiendo de si ya caducó el plazo de la acción de impugnación,⁸⁹ y lo más crítico aún es que el juez podría tener una forma diferente de resolver, según sea el caso (Abramovich, 2003, pp. 251-252), de modo que se gestaría inseguridad jurídica y caos respecto a los plazos, procesos y consecuencias, lo cual es bastante grave si consideramos que un proceso puede durar años antes de la emisión de la sentencia final.⁹⁰

Una complejidad adicional derivada de este enredo normativo es la regulación del artículo 150 de la LGS, el cual sanciona con nulidad los acuerdos de junta de ac-

las sociedades”). En tal sentido, no parece pertinente, en principio, aplicar normas especiales de una determinada forma societaria (tal como lo es la sociedad anónima) a las demás formas societarias» (p. 8). Si bien esta lectura debiera ser la prevalecte, los supuestos de hecho regulados en el artículo 38 y 150 no son idénticos y los sujetos legitimados, por lo demás, son significativamente diferentes.

89 Revisando el material jurisprudencial a nuestro alcance, consideramos que la clara superposición entre la acción de impugnación y la nulidad, las cuales deberían perseguir fines distintos, ha generado que se termine eligiendo una opción u otra dependiendo de si ya caducó el plazo para interponer la acción de impugnación. Así, conforme a la sentencia de Casación 2109-2012, se evidencia que el mismo supuesto de nulidad puede ser considerado como supuesto de impugnación. Veamos. Los accionistas de Sociedad Minera Puyuhuane S.A.C. demandaron la nulidad de los acuerdos societarios argumentando que habían sido adoptados con defectos en la convocatoria a junta al no habersele comunicado la realización de la misma y que dichos acuerdos eran lesivos a los intereses de la Sociedad. Al respecto, la Corte Suprema concluyó que tales supuestos sustentan una acción impugnación de acuerdos societarios y por lo tanto, ya habría vencido el plazo para tal efecto, indicando además que la nulidad prevista en el artículo 38 «es de aplicación general a todo tipo de sociedad mercantil, al encontrarse regulado en el Libro Primero de la Ley General de Sociedades y que contiene los supuestos en los cuales los acuerdos son nulos, describiendo en forma genérica las causales de invalidez de los acuerdos societarios, las cuales pueden ser por nulidad absoluta o nulidad relativa, según sea el caso, interpretación que se desprende de un análisis sistemático de la Ley General de Sociedades que debe ser interpretada en forma conjunta con las demás normas que la conforman». En ese sentido, la Corte concluye que existen dos tipos de acciones por las cuales puede solicitarse la invalidez de los acuerdos societarios en relación con las Sociedades Anónimas, la impugnación regulada por el artículo 139 y la acción de nulidad del artículo 150, teniendo cada una de ellas supuestos y alcances distintos, así como diferentes plazos de caducidad sin sustentar cómo lo supuestos del artículo 38 serían diferentes a los del artículo 139 o del 150.

90 Al respecto, Montoya (2017) ha sostenido que existe una superposición en la LGS entre el alcance de la impugnación y el de la nulidad. Esto último genera que se termine prefiriendo a la nulidad sobre la impugnación por contar con un periodo de caducidad más largo y por ser más fácil de plantear, por lo que propone la unificación de los procesos (en Hundskopf et al., p. 251).

cionistas: (i) contrarios a normas imperativas;⁹¹ que incurran en (ii) causales de nulidad previstas en la LGS;⁹² o, (iii) causales de nulidad previstas en el Código Civil.⁹³

No obstante, dicho artículo no incorpora los supuestos del artículo 38 (por ejemplo, no se incluye como causal de nulidad el acuerdo societario que sea contrario a las estipulaciones del pacto social conforme establece el artículo 38) y, peor aún, al no advertir el legislador que el artículo 139 ya regulaba la mayoría de los supuestos que el artículo 38 sanciona con nulidad confirmando más bien una causal de impugnación, se ha generado un resultado caótico.

Veamos el caso del acuerdo de junta contrario al pacto social. Ante este supuesto, la aplicación de la LGS otorgaría los siguientes derechos: (i) plantear una acción de nulidad del acuerdo societario en mérito al artículo 38 con un plazo de dos años; (ii) plantear una acción de impugnación en mérito al artículo 139 con un plazo de dos meses si el accionista concurrió a la junta;⁹⁴ y, (iii) plantear una acción de nulidad de acuerdo con el artículo 150 por ser un acuerdo que incurre en una causal de nulidad prevista en la LGS (¡en el mismo artículo 38!), pero con un plazo de caducidad de un año.

Autores como Beaumont señalan que «se ha querido dar a la nulidad un tratamiento especial, distinto a las otras causas de impugnación, en armonía con los principios en que se basa la nulidad absoluta: interés tutelado, gravedad de la causal y personas que puedan invocarla» (Beaumont, 2007, p. 372).

En nuestra opinión, tal intención del legislador era buena, pero lamentablemente no se ve reflejada en la regulación actual.

Para establecer un cierto orden en la regulación actual, el principal problema que debe resolverse es la identificación de la naturaleza de los supuestos a los cuales debe atribuirse cada consecuencia (pues parece claro que no resulta sostenible que existan supuestos que la propia ley califica como impugnables y nulos al mismo tiempo).

Como se recordará, hemos indicado que la nulidad es una institución que reconoce que ciertos negocios carecen del poder de generar los efectos jurídicos deseados y no pueden ser tutelados. Dicha consecuencia aplica a aquellos negocios que carecen de manifestación de voluntad (por cualquier causa que esto ocurra); tienen un fin ilícito; versan sobre objetos física o jurídicamente imposibles; entre otros. Un acuerdo societario que incurre en cualquiera de estas causales será nulo. Por ejemplo, piénsese en el caso que una junta de accionistas adopte el acuerdo de desprenderse de una concesión minera ante la amenaza de un grupo armado; o en el caso de un acuerdo de junta por el cual se acuerde que una sociedad emitirá una oferta para adquirir la Plaza Mayor.

91 Concordante con lo dispuesto en el artículo V del título preliminar del Código Civil y artículos como el 167 y 1207 del Código Civil.

92 Como serían todas aquellas indicadas en la sección 1.1.2, *supra* y en la nota a pie de página 32, *supra*.

93 Artículo 219 del Código Civil y otros como V del título preliminar, artículo 172, artículo 1111, 1328, 1410, etcétera.

94 O a los tres meses, si no concurrió. Tratándose de acuerdos inscribibles, dentro del mes siguiente de la inscripción.

Mientras que la nulidad está dirigida a proteger aspectos que el derecho considera esenciales para permitir la generación de los efectos expresados en el negocio, la impugnación busca asegurar la consistencia entre los acuerdos y las reglas y objetivos de la propia sociedad y cómo esta ha sido regulada en virtud de la autonomía privada.

En efecto, las acciones de impugnación presentan respecto de la nulidad una naturaleza diferente;⁹⁵ a saber, no se están defendiendo elementos fundamentales para la válida formación de un negocio con efectos amparables por el sistema o principios centrales al ordenamiento particular. Por ejemplo, el artículo 139 de la LGS establece claramente que procede la impugnación cuando el acuerdo atenta contra el contenido del estatuto (por ejemplo, la junta decide invertir sus excedentes en iniciar un proyecto minero cuando el objeto social es el de comercialización minorista de ropa); cuando lesiona el interés de la sociedad en beneficio del de un accionista, entre otros. De lo anterior, se observa que incluso cuando pueda existir un acuerdo societario válido reconocido como tal por el derecho, este debe ajustarse a los estatutos sociales, el pacto social y las demás reglas impuestas por la propia sociedad a efectos de velar por el buen funcionamiento y crecimiento ordenado de la misma.

Como anotó Salas (1988), las normas que consagran el derecho de impugnación tienen la finalidad de defender el interés más elevado de la ley, del estatuto o el de la sociedad, siendo que el accionista que impugna actúa en interés social⁹⁶ para remediar la deficiente actuación de la junta materializada en un acuerdo violatorio de la ley, del estatuto o del interés social, por lo que el fin último del derecho de impugnación es el restablecimiento del imperio de la ley, del estatuto y el amparo o protección del interés social (1988, p. 42).

Ahora bien: el grupo de trabajo del Anteproyecto propone una normativa que intenta contribuir a superar parte de este defecto en la regulación, creando una acción única que contiene tanto causales de nulidad, anulabilidad e impugnación respecto a los órganos colegiados (junta general de accionistas y directorio), conforme se evidencia del artículo 41 al 51⁹⁷ de dicho documento. Es un avance, aun cuando se

95 Garrigues y Uría han comentado que «sobre la naturaleza del derecho de impugnación de los acuerdos sociales se ha producido abundante doctrina. En general se afirma que al impugnar los acuerdos de la junta general el socio actúa como órgano de defensa social para remediar la deficiente actuación de la Junta General. Pero hay quien estima que el fundamento de la acción está en que el accionista lejos de hacer valer contra la sociedad un derecho subjetivo obra en interés social al modo de quien ejercita una acción popular. En cambio, otros sostienen que el legislador atribuye al socio la facultad impugnadora exclusivamente para la tutela del ordenamiento jurídico de la sociedad, de cuya base corporativa es un elemento; y por último también se dice que el socio impugnante ejercita un derecho subjetivo, porque en el fondo de toda impugnación se encuentra siempre un interés del socio que es el constante propulsor de su acción, independientemente de que satisfaga al mismo tiempo el interés de los demás socios o de la sociedad» (Garrigues & Uría, 1953, p. 628).

96 Nótese que el autor atinadamente señaló que «el derecho de impugnación tiene un contenido más amplio que el de ser un derecho individual o de minorías accionarias pues pretende cautelar intereses que son jerárquicamente superiores a los intereses privados de los accionistas individuales o minoritarios y restablecer el orden violado por una deficiente actuación de la Junta de Accionistas» (Salas, 1988, pp. 42-43).

97 El Artículo 41 del Anteproyecto regula la Impugnación de acuerdos societarios de la siguiente manera:

debería apuntar a precisar en la propuesta las consecuencias jurídicas de los acuerdos nulos y anulables comprendidos bajo el paraguas de la acción de impugnación con mayor precisión. Así, por ejemplo, el artículo 42.1 del Anteproyecto indica que no procede la impugnación (refiriéndose a todas las acciones) cuando el acuerdo haya sido subsanado. Esta disposición genera que nuevamente se incurra en desnaturalizar la figura de la nulidad, lo que desde nuestra perspectiva es errado.

En este sentido, consideramos práctico establecer que todas las acciones que pretendan cuestionar un acto social se encuentren reguladas como pretensiones de una misma acción. Sin embargo, la solución no es en nuestra opinión satisfactoria, pues al hacerlo no se presta atención a los detalles de cada acción, por lo que, salvo una regulación muy extensa y prolija, podría ocurrir que, por tal simple hecho, resulten aplicables a todas las acciones contenidas bajo el paraguas todos los requisitos para su invocación y, más complejo aún, sus efectos jurídicos. Por ello, nuestra propuesta es algo más simple y creemos que adecuada, como pasamos a sustentar.

2. Buscando simplificar y ordenar el sistema: una propuesta

2.1. Esquema actual y bases para una nueva propuesta

Como se ha visto en la sección 1 anterior, donde revisamos los problemas que se derivan de una regulación inconsistente, tanto de la nulidad como de las acciones de impugnación en la LGS, particularmente a la luz de una lectura conjunta con la regulación en el Código Civil, consideramos que la propuesta que resulta más lógica y simple es la de crear en la LGS una sección específica que contenga un conjunto de reglas que permita a los accionistas o a terceros con interés, según sea el caso, cuestionar la validez y eficacia de ciertos negocios jurídicos societarios.⁹⁸

Con el propósito de ordenar al lector, recordemos nuevamente cuáles son las acciones centrales a nuestro análisis (nulidad, anulabilidad, impugnación), tal como se encuentran recogidas en la LGS:

«41.1. Los acuerdos de los órganos colegiados de la sociedad pueden ser impugnados cuando:

a) Sean contrarios al orden público o a normas jurídicas imperativas.

b) Sean contrarios al estatuto.

c) Lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios.

d) Estén afectados por causal de nulidad prevista en el Código Civil.

e) Estén afectados por causal de anulación prevista en el Código Civil.

f) Sean contrarios a los convenios a los que se refiere el artículo 7 que hayan sido debidamente comunicados a la sociedad y le sean exigibles.

41.2. Los acuerdos a que se refieren los literales a) y d) del numeral 41.1 son nulos y aquellos a los que se refieren los demás literales del numeral 41.1 son anulables».

98 Esta sección no pretende cubrir el íntegro de las reglas aplicables a las acciones que consideramos pertinente regular. Hacer ello excedería por mucho el objetivo y extensión del presente texto.

Acciones actualmente contempladas en la LGS («Esquema Actual»)

N.º	Supuesto	Artículo de la LGS	Acción	Plazo para demandar
1	Acuerdos adoptados con omisión de las formalidades prescritas	Artículo 38	Nulidad	2 años
2	Acuerdos contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres	Artículo 38	Nulidad	2 años
3	Acuerdos contrarios [que se opongan] a las estipulaciones del pacto social	Artículos 38 y [139]	Nulidad	2 años
			Impugnación	2 meses*
4	Acuerdos contrarios [que se opongan] al estatuto	Artículos 38 y [139]	Nulidad	2 años
			Impugnación	2 meses*
5	Acuerdos que lesionen los intereses de la sociedad en beneficio directo o indirecto de uno o varios socios	Artículos 38 y 139	Nulidad	2 años
			Impugnación	2 meses*
6	Acuerdos contrarios a la ley	Artículo 139	Impugnación y anulabilidad	2 meses*
7	Acuerdos que incurran en causal de anulabilidad según el Código Civil	Artículo 139	Impugnación	2 meses*
8	Acuerdos contrarios a normas imperativas	Artículo 150	Nulidad	1 año
9	Acuerdos que incurran en causales de nulidad de la LGS	Artículo 150	Nulidad	1 año
10	Acuerdos que incurran en causales de nulidad del Código Civil	Artículo 150	Nulidad	1 año

* Conforme a la LGS, el plazo para impugnar será de dos meses, asumiendo que el accionista haya asistido a la junta general de accionistas. De no haber asistido, tendrá un plazo de tres meses y, tratándose de acuerdos inscribibles, dentro del mes siguiente a la inscripción.

Nuestra propuesta parte de agrupar los supuestos descritos en el Esquema Actual⁹⁹ en función de la naturaleza de los intereses tutelados buscando la mayor consistencia en el ordenamiento jurídico nacional.

En efecto, como hemos visto en la sección anterior, el criterio para distinguir una acción de otra debe ser la naturaleza del interés protegido (general al sistema y relacionado con elementos imprescindibles para la formación del negocio o particular a un individuo o grupo realizando un negocio específico), de lo cual se derivará el sujeto activo legitimado, así como el plazo que razonablemente debería existir (si acaso alguno) para que pueda ejercitarse la acción correspondiente, siempre velando además por generar un balance entre la protección referida y el dinamismo característico de la actividad societaria.

⁹⁹ La presente propuesta no se pronuncia sobre la conveniencia o necesidad de incluir otros supuestos puesto que ello requeriría de un análisis y sustento claramente mayores a los de este artículo.

Partiendo de ello, tal como hemos señalado, somos de la idea de crear una sección específica en la LGS que regule tres acciones societarias («acciones societarias») concretas bajo tres ejes distintos:

- i. Acción de nulidad para la protección de intereses generales y elementos formativos esenciales que se gatilla ante la presencia de vicios estructurales en el negocio social.
- ii. Acción de anulabilidad para aquellos vicios vinculados con la formación adecuada de la voluntad a propósito del negocio social.
- iii. Acción de impugnación para aquellos escenarios en los que existe una inconsistencia o incompatibilidad entre las normas de la sociedad (estatutos, pacto social o los acuerdos de accionistas debidamente registrados en la matrícula de acciones) y las decisiones de junta, directorio o gerente.

Los supuestos descritos en los numerales 1, 2, 8, 9 y 10 del Esquema Actual (incluyendo por remisión directa los supuestos de nulidad regulados en el Código Civil) serían tratados bajo nuestra propuesta como causales que legitiman plantear una acción de nulidad y estarían regulados en un acápite específico de esta sección especial.¹⁰⁰

El supuesto regulado en el numeral 7 descrito en el Esquema Actual debe ser tratado como una causal de anulabilidad, lo que daría origen a una acción propia, como se ha indicado precedentemente.

Los demás supuestos darán lugar a una acción de impugnación, por cuanto el interés tutelado no es uno de carácter general esencial para la organización del sistema, sino uno cuya mayor relevancia se da en el marco del interés de la propia sociedad y su buen funcionamiento.

Cada una de estas acciones tendrá naturalmente sus plazos y consecuencias particulares. De esta forma, evitamos duplicidad de consecuencias y una regulación ordenada que favorece la operación legal y, consecuentemente, reduce la incertidumbre favoreciendo el tráfico jurídico económico.

2.2. Sección especial de la LGS: Acciones Societarias

Tal como hemos indicado, nos inclinamos por una propuesta que simplifique el ordenamiento actual respecto de las acciones descritas. Así, proponemos crear una sección en la LGS específica para acciones societarias que regule los siguientes supuestos:

(i) Nulidad

Esta acción estaría destinada a proteger aquellos elementos esenciales que deben estar presentes en todo negocio jurídico de carácter societario para que el mismo pueda generar los efectos deseados y declarados por las partes. Estos intereses,

¹⁰⁰ Podrían incluirse en dicho supuesto los casos en los cuales se establezca que debe cumplirse con una cierta forma bajo sanción de nulidad.

ciertamente, serán generales al sistema, por lo que la relevancia de la protección trasciende al negocio en sí mismo. Concebida de este modo, la acción de nulidad guardará coherencia conceptual con la regulación del Código Civil y, por lo tanto, podrá ser promovida por cualquier tercero con legítimo interés, así como por el Ministerio Público,¹⁰¹ que tome conocimiento del negocio (pacto social de una sociedad inscrita o acuerdo) que contenga un vicio que impida al mismo generar efectos jurídicos tutelables.

Toda vez que la nulidad parte de asumir que los vicios de los que adolece un negocio son tan esenciales como graves al punto que efectivamente resultan insubsanables, consideramos que, siendo coherentes con el Código Civil, la LGS debería también dejar de lado la posibilidad de subsanación.

En ese sentido, si los accionistas que tuvieron el control para verificar que se cumpliera con los requisitos mínimos al momento de la constitución de una sociedad o la celebración de un acuerdo social no lo hicieron, lo natural es que no exista la posibilidad, a través de una subsanación o aclaración, que el referido negocio los adquiriera. Lo lógico, coherente y no necesariamente más costoso es celebrar un nuevo negocio jurídico que cumpla con los requisitos que la ley ha establecido como mandatorios generando además responsabilidad por las consecuencias derivadas de estos defectos en los accionistas que corresponda.

Respecto del plazo, es claro que la LGS deberá incluir en esta sección especial de Acciones Societarias un tiempo máximo para el ejercicio de las mismas por los diferentes sujetos legitimados, siempre velando por la consistencia entre la naturaleza del interés protegido y la acción otorgada. Tratándose de la acción de nulidad, consideramos que corresponde hacer el esfuerzo de intentar una mayor coherencia con la naturaleza del interés tutelado y, en función de ello, fijar plazos diferenciados (en extensión y naturaleza) para la adecuada tutela de dichos intereses.

De acuerdo con lo antes indicado, consideramos válido proponer que algunos de los supuestos de hecho que justifican el planteamiento de acciones de nulidad cuenten con plazos de prescripción y otros sean, de plano, imprescriptibles. En tal sentido, somos de la opinión de que resulta necesario, por todo lo expuesto en el presente texto, revisar la naturaleza del plazo tratándose de situaciones tan lesivas al sistema jurídico como aquellas sancionadas con nulidad, toda vez que la extinción de la acción en contra (como ocurre actualmente por aplicación de la caducidad) es, *de facto*, una forma de dar perpetuidad a una situación que a todas luces y bajo cualquier mirada resulta notoriamente ofensiva.

Piénsese, por ejemplo, en una sociedad que se constituye con un fin ilícito (promoción de actos que desestabilicen el estado de derecho o el gobierno democrático;

101 Tal como ya hemos señalado, la nulidad es una institución de máxima relevancia para la protección de los principios fundamentales en torno a los cuales se organiza nuestro sistema jurídico. Debido a las serias consecuencias derivadas de la eventual apariencia de validez de un negocio que posee vicios de nulidad, es importante que la tutela de tales principios pueda ser ejercitada no solo por aquellos que tengan un legítimo interés sino incluso por el Ministerio Público. La ampliación de los sujetos legitimados a plantear la acción de nulidad se justifica entonces en la relevancia del interés tutelado y en el hecho que su vulneración tiene un impacto que trasciende largamente la esfera de las partes directamente involucradas en el negocio específico.

estructuración de una red de corrupción de funcionarios o tráfico de menores). Es inadmisibles imaginar que vencido el plazo (cualquiera que sea), no pueda plantearse una acción de nulidad o el juez no pueda declarar la nulidad de una sociedad cuyo pacto social contiene esta descripción de actividades.¹⁰²

Por tal motivo, en opinión de los autores, la LGS debería precisar en la sección especial que proponemos que la acción de nulidad sea imprescriptible allí donde el pacto o el acuerdo social tengan como finalidad la realización de actividades ilícitas o que atenten contra el orden público.¹⁰³

Respecto de los demás supuestos, consideramos que el plazo debería ser uno de prescripción y no de caducidad, guardando coherencia con lo establecido en el Código Civil. Este cambio tiene un doble propósito: por un lado, generar una defensa ante las acciones que puedan formular los sujetos legitimados y, por otro, dada la naturaleza del interés tutelado, no generar una limitación al juez para pronunciarse sobre la nulidad en el caso que esta le sea evidente, especialmente teniendo en cuenta que, como proponemos a continuación, consideramos conveniente reducir el plazo para el ejercicio de la acción.

En efecto, en adición al cambio de la naturaleza del plazo, somos de la opinión de que el mismo debería reducirse, para todas las circunstancias en las que este aplique, a un año (actualmente en algunos casos es de uno y, en otros, de dos años).

Al respecto, toda vez que a lo largo de este artículo hemos procurado defender con el mayor rigor que nos ha sido posible el uso de la nulidad de manera consistente en los diferentes cuerpos normativos analizados, resulta válido que el lector se pregunte por qué reducir el plazo de 10 años regulado en el Código Civil a un año.

Consideramos que existen algunas razones que nos hacen preferir tener un plazo más corto que largo para declarar la nulidad tratándose de la regulación societaria; a saber, reducir el número de transacciones y/o terceros impactados con la nulidad originaria y, por lo tanto, aminorar significativamente el costo de un eventual proceso de tutela al conjunto de dichos terceros. Así, en un escenario en el que el plazo para invocar la nulidad es de 10 años y no de uno, podrían existir bajos incentivos para que se persiga la declaratoria de nulidad, incrementándose el riesgo de lidiar con múltiples transacciones contagiadas por el vicio.

Si, como hemos sustentado en el presente artículo, los socios fundadores (así como los representantes y accionistas que adquieran posteriormente control) deberían ser considerados solidariamente responsables por las transacciones realizadas por la sociedad al poseer más información que los terceros sobre los posibles vicios que puedan derivar en la nulidad del pacto social, resulta razonablemente previsible que sean ellos quienes tendrán los incentivos adecuados para hacer uso de su mayor información y evitar o procurar el cese de las operaciones de la sociedad «aparente» en el menor plazo. De ello se deriva que si el plazo es corto se generarían

102 Actualmente, bajo la LGS, el Poder Ejecutivo tendría que solicitar a la Corte Suprema la disolución de una sociedad.

103 En esta misma línea, la Ley de Sociedades de Capital española ya ha previsto que no habrá plazo de prescripción ni de caducidad para cuestionar aquellos acuerdos que sean contrarios al orden público, conforme a su artículo 205.

los incentivos adecuados para que esto ocurra cuanto antes, con el fin de evitar los riesgos de una mayor responsabilidad directa frente a los terceros de buena fe.

Por otro lado, debido a la relevancia de la institución y la fortaleza de sus efectos, la nulidad debiera ser única y específicamente alegada de presentarse en los siguientes supuestos (*numerus clausus*):¹⁰⁴

Nulidad del Pacto Social de una sociedad inscrita

- (1) Participación de incapaces absolutos o ausencia de manifestación de voluntad que afecte la pluralidad requerida por la LGS.¹⁰⁵
- (2) Objeto social ilícito, contrario al orden público¹⁰⁶ o física o jurídicamente imposible.
- (3) La falta de adopción de alguna de las formas societarias previstas en la ley.
- (4) Ausencia de los elementos mínimos necesarios, de acuerdo con los requerimientos de la ley para cada tipo social.
- (5) Inclusión de estipulaciones contrarias a normas imperativas en tanto no puedan ser separables del pacto o reemplazadas por dichas normas.

Como hemos visto, la declaratoria de nulidad no afectará el derecho de los terceros de buena fe que hubieran contratado con la sociedad, siendo que en caso el juez o árbitro determinase la restitución de las prestaciones ejecutadas, estos terceros podrán dirigirse contra todo el patrimonio de la sociedad aparente, así como el de representantes, administradores y de los fundadores o accionistas controladores,¹⁰⁷ los mismos que en estos casos deberán ser solidariamente responsables.

En efecto, recordemos que hemos planteado que el problema de la nulidad del pacto social de una sociedad inscrita es en gran medida un caso que presenta rasgos importantes de asimetría informativa. Existe asimetría entre los fundadores (o subsecuentes accionistas controladores), administradores y representantes y los terceros puesto que, por un lado, los primeros conocen (i) el contenido del derecho; y, del otro (ii) la realidad fáctica que determinará la subsunción del negocio en alguno de los supuestos que causan la nulidad. Si bien la información puede ser cognoscible para los terceros, la realidad es que ese conocimiento se puede obtener a un costo mayor al de los fundadores y representantes legales de la sociedad cuyo pacto es nulo (sin considerar además la distorsión que podría derivarse de la presunción que el registro de tal sociedad puede generar en ellos).

104 La decisión de proteger ciertas situaciones con la institución de la nulidad obedece a los principios e intereses tutelables que, a criterio del legislador, resulten cruciales para el correcto diseño y aplicación del derecho societario, luego de una obligatoria reflexión sobre diversas variables e impacto en el quehacer del derecho y de los negocios del país.

105 El derecho por regla general no debe reconocer como negocios jurídicos aquellos celebrados por personas que califiquen como incapaces absolutos. Por ello, nos alejamos de la limitación establecida por la derogatoria del Decreto Legislativo No. 1384 al artículo 219, numeral 2 y haciendo uso del numeral 7 de ese mismo artículo, resultaría válido que la LGS haga esta precisión.

106 En este sentido, la Ley de Sociedades de Capital española, en su artículo 56, numeral 1, literal 'e', también prevé como supuesto el objeto social ilícito de una sociedad inscrita que tenga un objeto social o contrario al orden público.

107 Ver, al respecto, la sección 1.2.1 *supra*.

Debido a esta asimetría informativa, son los socios fundadores (o subsecuentes accionistas controladores), administradores y representantes los que tienen mayor control de los riesgos, por lo que son ellos quienes deberían internalizar de manera solidaria frente a los terceros de buena fe los costos derivados de no haberlos evitado.¹⁰⁸

Ahora bien: con el fin de manejar este proceso de modo ordenado, una vez emitida la sentencia firme, la sociedad se reputará como si nunca hubiese existido y entrará en un proceso similar al de la liquidación. Este proceso estará a cargo de un liquidador que debiera ser designado por el juez o el árbitro que declara la nulidad, el cual velará por la conclusión ordenada y transparente de todas las relaciones jurídicas y compromisos que la sociedad aparente hubiera generado.

En ese sentido, como hemos comentado previamente, no consideramos lógico ni jurídicamente adecuado dotar de una personalidad jurídica a una sociedad cuyo pacto social es nulo por el mero hecho de encontrarse inscrita en Registros Públicos. Lo que ocurre en este caso no es cosa diferente a una apariencia de corrección que permite a los terceros relacionarse con la sociedad de buena fe.¹⁰⁹ Esta apariencia, luego rectificadas por la declaratoria de nulidad, no obliga a que jurídicamente, a efecto de cualquier análisis o para la protección de cualquier interés, deba indicarse que la sociedad adquirió personalidad jurídica, puesto que no puede obviarse que en el acuerdo originario existe un vicio que ofende al derecho. Creemos que mucho más adecuado es reconocer la realidad del vicio y corregir el contenido del registro sin que para ello o para proteger a los terceros tengamos que recurrir, como hemos visto en la sección 1.2.1 precedente, a una ficción tan innecesaria como absurda.

*Nulidad de acuerdos y decisiones societarias*¹¹⁰

- (1) Acuerdos adoptados por quienes son incapaces absolutos que afecten los quórum y mayorías previstas en la LGS.¹¹¹
- (2) Acuerdos con fin ilícito.

108 Un tema relevante que el lector debe advertir es que en este trabajo hemos postulado una responsabilidad solidaria de los accionistas fundadores o controladores o los representantes respecto del tercero de buena fe. No hemos analizado aquí la posibilidad de mantener vivos los contratos forzando, de alguna manera, que se entienda que existe una subrogación en la posición de la sociedad de aquellos accionistas que hubiesen sido responsables. La solución de la responsabilidad podría no ser una salida completamente satisfactoria para el riguroso cuidado del interés del tercero de buena fe que podría tener algún incentivo en que el contrato siga ejecutándose aunque con una contraparte subrogada. Esta es una posibilidad interesante que merece un análisis mayor a fin de evaluar su conveniencia y, de ser el caso, delimitar los criterios para su aplicabilidad.

109 Tal como dicta el artículo 2013 del Código Civil.

110 Nótese que el gerente general también podría tomar decisiones por encargo de la junta, para lo cual creemos conveniente que tales decisiones sean cuestionadas bajo las mismas reglas que los acuerdos societarios que proponemos. Por ejemplo, el artículo 198 de la LGS establece que la modificación del estatuto se acuerda por junta general pero, siguiendo los mismos requisitos aplicables a la junta, ésta puede acordar delegar en el directorio o la gerencia la facultad de modificar determinados artículos.

111 Nótese que el acuerdo societario en el que participe un incapaz absoluto, siempre que no afecte las reglas sobre mayoría y quórum, no anularía el acuerdo en sí mismo. Esto no impide que se pudiera generar una eventual afectación para el cual se requiera un remedio pero éste, en todo caso, no sería previsiblemente alguno de los que son materia de este artículo.

- (3) Acuerdos sobre objetos física o jurídicamente imposibles.
- (4) Acuerdos adoptados con omisión de las formalidades prescritas.
- (5) Acuerdos contrarios a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres.¹¹²

A efectos de no ser redundantes, precisamos aquí únicamente que la nulidad de acuerdos societarios debe seguir la misma lógica que subyace a la regulación de la nulidad del pacto social de una sociedad inscrita y, en consecuencia, resultan de aplicación los plazos, sujetos legitimados y efectos descritos precedentemente. Esto es, el tercero con legítimo interés o el Ministerio Público¹¹³ podrá demandar a la sociedad, dentro del plazo de un año contado a partir del momento en que pudo razonablemente tomar conocimiento del acuerdo adoptado, para que el juez o árbitro declare la nulidad del acuerdo determinado y, en consecuencia, que declare que el mismo nunca produjo los efectos deseados desde su celebración, debiéndose restituir las prestaciones de ser el caso y en la medida de lo razonable.

Así, imaginemos que una junta general de accionistas aprueba reducir el capital social con devolución de aportes a todos sus socios afectando el patrimonio social al omitir las formalidades de la LGS y un tercero acreedor de la sociedad toma conocimiento de ello y demanda la nulidad argumentando que no se había cumplido con dichas formalidades. En un caso como este, el juez declarará la nulidad a solicitud del tercero con interés y ordenará a los accionistas que hubiesen recibido los fondos que los restituyan a la sociedad.

(ii) *Anulabilidad*

Esta acción también recogería las reglas ya establecidas en el Código Civil para que un acto (pacto social de una sociedad inscrita o acuerdo societario) sea anulable, pero ajustándose a la realidad societaria y a la toma de decisiones internas en la misma. En ese sentido, los supuestos que sustentarían una acción de esta naturaleza serían los siguientes:

- (1) Actos celebrados por quienes tienen capacidad restringida, según el artículo 44 del Código Civil, que afecten los requisitos, quórums o mayorías previstas en la LGS.
- (2) Actos que adolezcan de vicio de la voluntad (dolo, error, intimidación), conforme al Código Civil, que afecten los requisitos, quórums y mayorías previstas en la LGS.

De verificarse alguno de los supuestos antes mencionados, nuestra opinión es que el accionista afectado podrá interponer una acción de anulabilidad con el fin de solicitar que se anule el pacto social de una sociedad inscrita o el acuerdo so-

112 Nulidad además que concuerda con el artículo V del título preliminar del Código Civil.

113 Nótese que al igual que la demanda de la nulidad del pacto social, creemos que quien sin fundamento plantea una nulidad del acuerdo societario y causa daño a la sociedad estaría obligada a indemnizar.

cietario que presente el vicio, contando para ello con un plazo de 120 días desde la inscripción o desde que se hubiese podido razonablemente ejercer la acción.

Al respecto, consideramos que el plazo de ciento 120 es razonable, ya que el interés tutelado con la anulabilidad, conforme se encuentra regulado en nuestro derecho, no posee el mismo grado de trascendencia sistémica que aquel que subyace a la acción de nulidad. Siendo ello así, la acción de anulabilidad encuentra un contrapeso mayor en los requerimientos propios a la dinámica de la vida social, por lo que resulta razonable establecer un plazo menor al de la nulidad, pero adecuado para poder estructurar con suficiencia y solidez una demanda claramente relevante.

En relación con la naturaleza del plazo, a diferencia de lo expuesto precedentemente sobre la acción de nulidad, somos de la opinión de que este puede válidamente ser uno de caducidad. En efecto, atendiendo a los diferentes intereses en juego (relevancia del vicio, dinamismo de la actividad societaria, tutela de la formación de la voluntad social, terceros de buena fe, individuos sometidos a situaciones irregulares o eventualmente ilícitas), y al hecho que proponemos que el plazo corra a partir de la celebración o el momento en que la acción pudo razonablemente ser ejercida, consideramos que el plazo de caducidad otorgaría un balance adecuado de protección y seguridad jurídica.

Creemos que la acción de anulabilidad solo podrá ser alegada por el accionista afectado por la situación comprendida dentro de los supuestos de hecho de la norma. En tal sentido, en tanto se acredite alguno de los supuestos antes descritos, este podrá demandar la anulabilidad del pacto social de una sociedad recién inscrita o acuerdo societario. Este derecho no se extiende a los directores o gerentes de la sociedad en concordancia con los principios recogidos en nuestro ordenamiento civil.¹¹⁴

Sin perjuicio de lo antes señalado, consideramos que, excepcionalmente, este derecho podría ser ejercido por otro accionista que tome conocimiento de la situación particular para evitar el perjuicio del interés social.

Para graficar nuestra posición anterior, imaginemos que una sociedad A tiene interés en fusionarse con la sociedad B, para lo cual cada una celebra una junta general de accionistas a efectos de aprobar el proyecto de fusión. En ese contexto, en la sociedad B, uno de los accionistas que posee una participación del accionariado determinante para el quórum y toma de decisión (en función de lo establecido en la ley o en el estatuto social) es intimidado por el socio mayoritario de la sociedad A, con el cual dicho accionista mantiene un mutuo de importe considerable, para que vote a favor de la fusión, que entonces se aprueba en esas condiciones. ¿Sería razonable impedir a otro accionista de la sociedad B demandar la anulabilidad si se entera de la forma en que la voluntad social se ha generado?

En nuestra opinión, aunque reconocemos que esta materia es ampliamente debatable, el accionista que toma conocimiento de la existencia del vicio posee la facultad de plantear la acción sin que para dicho efecto tenga que cumplir con poseer un número mínimo de acciones representativas del capital social o incluso acreditar el sentido de su voto en relación con el acuerdo específico.¹¹⁵ Recordemos que lo que

114 Ver, al respecto, el segundo párrafo del artículo 222 del Código Civil.

115 Este derecho no se extiende, sin embargo, a los representantes o a un acreedor (por ejemplo, un

se está defendiendo en este caso es la correcta formación de la voluntad social por lo que, en tal sentido, la demanda de anulabilidad planteada por el accionista no sometido al vicio no es otra cosa más que la expresión directa de ese interés.

Ahora bien: debido a la diferente naturaleza del interés tutelado, es en nuestra opinión razonable que, respecto de este tema, la LGS permita la subsanación del vicio. Por ello se justifica en este caso el hecho que quien vaya a presentar la demanda de anulabilidad contra la sociedad deba notificarla previamente y otorgarle un plazo de 60 días para su subsanación¹¹⁶ y, solo transcurrido dicho plazo sin que la sociedad haya ratificado o confirmado el acuerdo, se encontrará habilitado para demandar sin perjuicio que la sociedad pueda incluso, durante el proceso y hasta antes de la emisión de la sentencia, subsanar el vicio de anulabilidad.¹¹⁷

(iii) *Impugnación*

Esta acción podrá ser planteada por cualquier accionista, gerente, director y/o cualquier otro administrador de la sociedad ante la evidencia de un acuerdo que, habiendo sido adoptado válidamente, se opone sin embargo a una disposición estatutaria o del pacto social, convenio de accionistas debidamente registrado en la matrícula de acciones o afecta el interés social en beneficio del interés individual de un accionista o de cualquier tercero que tenga o no directa o indirectamente conflicto de interés. Para tal efecto, quien presente la demanda contra la sociedad deberá notificarla previamente y otorgarle un plazo de 30 días para su subsanación. Esta posibilidad se justifica, nuevamente, en la naturaleza del interés tutelado; a saber, uno cuya relevancia se encuentra acotada al ámbito de las relaciones jurídicas de la sociedad particular.

Al igual que hemos explicado para el caso de la anulabilidad, solo si la sociedad no subsana el vicio dentro del plazo antes indicado, el accionante podrá impugnar el acuerdo societario. No obstante, incluso dentro del proceso y hasta antes de la emisión de la sentencia respectiva, la sociedad tendrá la posibilidad de subsanar y terminar el proceso.

La impugnación es una herramienta pensada para y a favor de los accionistas para cuestiones internas de la sociedad que puedan poner en riesgo el buen funcionamiento y desarrollo de sus negocios, por lo que incluso en el ejercicio de una

proveedor) de la sociedad A. Ambos son terceros a la formación de la voluntad social.

116 Sobre el particular, el artículo 42.1 del Anteproyecto establece que no procede la impugnación que incluye (causales de nulidad, anulabilidad y propiamente de impugnación) de un acuerdo cuando haya sido revocado o sustituido y válidamente por otro. A su vez, el Anteproyecto en su artículo 39, numeral 2, respecto a la demanda de nulidad del pacto social de una sociedad inscrita, establece que «previamente a la interposición de la demanda, se debe comunicar a la sociedad, mediante carta notarial, la intención de iniciar el proceso, así como la causal específica alegada. Recibida dicha comunicación la sociedad cuenta con un plazo de sesenta días para subsanar la causal de nulidad alegada. La demanda de nulidad procede solo cuando el plazo anterior haya transcurrido sin que la sociedad haya subsanado la causal de nulidad». Consideramos que ello se debe aplicar a los casos de anulabilidad, ya que en este supuesto de ineficacia sí se permite la subsanación.

117 La subsanación dentro del proceso se justifica no solo en la capacidad de superar el vicio sino en la reducción de costos derivados de la continuidad del proceso una vez subsanado el defecto correspondiente y ya sin materia que requiera resolución.

acción de impugnación no debe pararse la marcha del negocio y cualquier daño directo por el acuerdo, incluso luego de la interposición de la demanda respectiva, deberá ser asumida por aquellos que participaron en la decisión societaria.

Tratándose de las acciones de impugnación, nuestra posición es que el plazo de la acción deberá ser de 60 días considerando la naturaleza del interés tutelado y la preparación razonable requerida para la postulación de la demanda. En nuestra opinión, el vencimiento del plazo debe generar la caducidad de la acción y, por lo tanto, los acuerdos adoptados por la junta serán incuestionables y exigibles al margen de las acciones de responsabilidad que pudiera el afectado por los mismos interponer en caso se cause un daño. Esta solución se justifica en que la acción bajo comentario busca velar por el interés social y su normal desarrollo en los negocios, lo que exige la agilidad y flexibilidad que la vida societaria demanda.

3. A manera de conclusión

En este texto hemos insistentemente destacado tanto los defectos en la regulación de una institución que consideramos fundamental como las oportunidades de encontrar una formulación más simple y adecuada para la misma partiendo de una visión más amplia del sistema y de la premisa que este debe poseer una lógica y coherencia tales que no solo genere predictibilidad sino además incentivos adecuados para todos quienes decidimos confiar nuestras acciones al amparo que puede proveernos el ordenamiento jurídico. No de menor relevancia para los autores es aquella idea deslizada inicialmente sobre la satisfacción que nos produce la contemplación de un sistema armonioso.

Reconocer el contento que nos produce la observación de un sistema dotado de unidad lógica y armoniosamente apoyado en sí mismo permitirá, en nuestra opinión, hacer del ejercicio de la actividad jurídica una expresión artística y quién sabe, quizá por este medio, lograr reconciliar el derecho con nuestra más profunda humanidad.¹¹⁸

118 En la impecable redacción de Thomas Mann (2000), refiriéndose por supuesto a la filosofía de Schopenhauer, esa alegría «tiene(n) el mismo origen que la satisfacción elevada y, en su último fondo, siempre serena con que nos obsequia la acción del arte, una acción que introduce orden, que da forma, que hace transparente y abarcable con la mirada la confusión caótica de la vida» (p. 17).

Bibliografía

- AA.VV. (1997). *Estudios jurídicos en homenaje a Aurelio Menéndez*. Tomo II. Madrid: Editorial Civitas.
- Abramovich, D. (2003). La problemática de la impugnación y nulidad de acuerdos en la Ley General de Sociedades. *Themis, Revista de Derecho*, 47, 243-253. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9867>
- Abramovich, D. (2017). *Daniel Abramovich sobre la impugnación y nulidad de acuerdos en la Ley General de Sociedades*. Recuperado de <https://www.enfoquederecho.com/2017/10/29/daniel-abramovich-sobre-la-impugnacion-y-nulidad-de-acuerdos-en-la-ley-general-de-sociedades/>
- Amaya, L. (2018). ¿Se debe mantener la regulación del pacto social? En *Ley General de Sociedades. Estudios y comentarios a veinte años de su vigencia* (pp. 235-153). Lima: Gaceta Jurídica.
- Beaumont, R. (2007). *Comentarios a la nueva Ley General de Sociedades*. 7.^a edición. Lima: Gaceta Jurídica.
- Broseta, M. (2013). *Manual de derecho mercantil*. 20.^a edición. Madrid: Tecnos.
- Campos, H. (2014). Invalidez e ineficacia negocial (Apuntes introductorios para su estudio en el Código Civil peruano). En *El Negocio Jurídico* (pp. 147-234). Lima: Fundación M. J. Bustamante de la Fuente.
- Cieza, J. (2011). *La nulidad y la impugnación de acuerdos, su problemática en materia civil y societaria*. Tesis de magíster. Lima: Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Recuperado de <http://cybertesis.unmsm.edu.pe/handle/cybertesis/1178>
- Cieza, J. (2012). *Problemática de la nulidad y la impugnación de los acuerdos de las sociedades y asociaciones*. Lima: Gaceta Jurídica.
- Elías, E. (2015). *Derecho societario peruano: la Ley General de Sociedades del Perú*. 2.^a edición. Lima: Gaceta Jurídica.
- Escobar, F. (2003). En el *Código Civil comentado*. Lima: Editorial Gaceta Jurídica.
- García-Cruces, J. (1995). La sociedad nula. Consideraciones sobre la justificación dogmática de la doctrina de la nulidad societaria. *Revista de Derecho Mercantil*, 218, 1339-1350. Recuperado de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=37418>
- Garrigues, J., & Uría, R. (1953). *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. 2.^a edición. Madrid: Samaran.
- Garrigues, J., & Uría, R. (1971). *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*. Madrid: Imprenta Aguirre.
- Garrigues, J. (1987). *Curso de derecho mercantil: teoría general de las sociedades mercantiles*. Tomo II. Bogotá: Temis.

- Gil, J. (2010). *Impugnación de decisiones societarias*. Bogotá: Leyer.
- Hundskopf, O. (1995). El derecho de impugnación de acuerdos de juntas generales de accionistas y su ejercicio a través de acciones judiciales. *Ius et Veritas*, 11, 65-75. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/15512/15962>
- Hundskopf, O. (2011). 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 *Derecho Societario* (pp. 88-110). Lima: Ediciones Legales & Ius et Veritas.
- Hundskopf, O. (2012). *Manual de derecho societario*. 2.ª edición. Lima: Gaceta Jurídica.
- Hundskopf, O., Payet, A., Montoya, A., & Ferrero, G. (2017). Mesa Redonda: Reforma de la Ley General de Sociedades en el Perú. *Themis, Revista de Derecho*, 72, 237-257. Recuperado de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/20252/20203>
- Lázaro, E. (1994). *La nulidad de las sociedades anónimas*. Barcelona: Bosch.
- León, L. (2014). Introducción al Régimen General de los Negocios Jurídicos en el Código Civil peruano. En *El negocio jurídico* (pp. 23-105). Lima: Fundación Manuel J. Bustamante de la Fuente.
- Mann, T. (2000). *Shopenhauer, Nietzsche, Freud*. Madrid: Alianza Editorial, S.A.
- Monroy, J. (2011). El proceso en la nueva Ley General de Sociedades. En *Derecho Societario*, pp. 11-59. Lima: Ediciones Legales & Ius et Veritas.
- Montoya, U. (2003). *Derecho comercial*. Lima: Grijley.
- Morales. R. (2002). *Estudios sobre teoría general del negocio jurídico*. Lima: ARA Editores.
- Morales. R. (2006). *Teoría general del contrato*. Lima: Grijley.
- Morales. R. (2009). Inexistencia e invalidez del contrato en el Código Civil peruano de 1984. En *Revista Jurídica del Perú, Derecho Privado y Público, Normas Legales*. Lima: Gaceta Jurídica.
- Morales, R. (2010). *Las patologías y los remedios del contrato*. Tesis para optar el grado de doctor en Derecho. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Morales. R. (2011). *Patologías y remedios del contrato*. Lima: Jurista Editores.
- Navarrete, J. (2008). Invalidez de acuerdos societarios. *Diálogo con la Jurisprudencia*, 122(14).
- Navarrete, J. (2017). *Invalidez de acuerdos societarios. El test de resistencia*. Recuperado de <https://www.enfoquederecho.com/2017/08/04/invalidez-de-acuerdos-societarios-el-test-de-resistencia/>
- Navarrete, J. (2019). *La nulidad de los acuerdos societarios bajo el artículo 38 de la Ley General de Sociedades*. Recuperado de <https://www.enfoquederecho.com/2019/02/18/la-nulidad-de-los-acuerdos-societarios-bajo-el-articulo-38-de-la-ley-general-de-sociedades/>
- Palacios, E. (2002). *La Nulidad del Negocio Jurídico*. Lima: Jurista Editores.

Palacios, E. (2011). Impugnación de acuerdos societarios: una revisión a su tratamiento procesal en la Ley General de Sociedades. En *Derecho Societario*, pp. 669-698. Lima: Ediciones Legales & Ius et Veritas.

Paz, A. (2014). *La acción de nulidad y la impugnación de los acuerdos societarios. Legitimación, procesos y caducidad en la Ley General de Sociedades*. Tesis de magíster. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú. Recuperado de http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/bitstream/handle/20.500.12404/5611/PAZ_GUILLEN_ANDRES_ACCION_NULIDAD.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Rubio, M. (2011). *El sistema jurídico. Introducción al derecho*. 10.^a edición. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial.

Salas, J. (1988). Algunas consideraciones sobre el derecho de impugnación de los acuerdos de las juntas de accionistas. *Revista de Instituto Peruano de Derecho Tributario*, 14, 37-46. Recuperado de http://www.ipdt.org/editor/docs/04_Rev14_JSS.pdf

Sánchez, F. (1986). *Instituciones de derecho mercantil*. 12.^a edición. Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas.

Sánchez, F. (1991). La sociedad nula. En Ureba et al., *Derecho de sociedades anónimas*. Tomo I. Madrid: Civitas.

Taboada, L. (2002). *Acto jurídico, negocio jurídico y contrato*. Lima: Grijley.

Torres, M. (2003). El derecho de impugnación de los acuerdos societarios. En *Tratado de derecho mercantil* (pp. 553-580). Lima: Gaceta Jurídica.

Trabucchi, A. (1967). *Instituciones de derecho civil*. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado.

Uría, R. (2006). *Derecho mercantil*. Madrid: Imprenta Aguirre.

Uría, R., Menéndez, A., & García de Enterría, J. (1999). *Curso de derecho mercantil*. Madrid: Civitas.

Vega, J. (2003). La impugnación y nulidad de acuerdos societarios. En *Tratado de Derecho Mercantil* (pp. 525-551). Lima: Gaceta Jurídica.

Vincent, F. (2012). *Introducción al derecho mercantil*. 23.^a edición. Valencia: Tirant lo Blanch.

El conflicto de interés del accionista y el artículo 133 de la Ley General de Sociedades

José Antonio Payet

1. Planteamiento del problema

El artículo 133 de la Ley General de Sociedades, referido a la Junta General de Accionistas, establece lo siguiente:

Suspensión del derecho de voto

El derecho de voto no puede ser ejercido por quien tenga, por cuenta propia o de tercero, interés en conflicto con el de la sociedad.

En este caso, las acciones respecto de las cuales no puede ejercitarse el derecho de voto son computables para establecer el quórum de la junta general e incomputables para establecer las mayorías en las votaciones.

El acuerdo adoptado sin observar lo dispuesto en el primer párrafo de este artículo es impugnable a tenor del artículo 139 y los accionistas que votaron no obstante dicha prohibición responden solidariamente por los daños y perjuicios cuando no se hubiera logrado la mayoría sin su voto.

La disposición en cuestión aborda un problema fundamental en el derecho de sociedades: la posibilidad de un conflicto de intereses entre un accionista y la sociedad con relación a un asunto sometido a la junta general de accionistas. La situación se plantea cuando, en determinada materia que debe ser decidida por la junta, el interés de un accionista llamado a participar en la decisión es contrario al de la compañía. El caso clásico es el de una transacción entre la sociedad y el accionista, como lo sería, por ejemplo, la venta de un inmueble por un accionista a la sociedad. El accionista, como vendedor, buscará obtener el precio más alto posible por su inmueble. Pero, a la misma vez, el interés de la sociedad, como compradora, será adquirir el inmueble pagando el menor precio posible. Debido a que el accionista tiene la posibilidad de votar en la junta general de accionistas, el sentido de su voto contribuirá a la formación de la voluntad de la sociedad —e incluso podría tener un carácter determinante si su participación accionaria es significativa o le da el control.

¿Cuál es la respuesta que debe dar el derecho de sociedades a esta situación?, ¿puede el accionista hacer prevalecer su propio interés frente al interés de la so-

* Agradezco los valiosos comentarios de mis compañeros del Estudio, Juan Antonio Eguez, Giovanna García y Mario Lercari Bueno.

ciudad al ejercer el derecho de voto?, ¿debe existir una regla de abstención, que impida al accionista votar en esta situación, de forma que la decisión sea adoptada exclusivamente por accionistas sin conflicto?, ¿debe, más bien, confiarse la decisión al directorio?, ¿deberían establecerse reglas respecto a los términos y condiciones en los que debería acordarse la operación, para garantizar que sean justos y equitativos? En caso de vulneración de la regla ¿la sanción debe ser la anulación, la reparación de daños o ambas cosas?

Es generalmente reconocido en el derecho de sociedades que los administradores de una sociedad tienen un deber de lealtad, el cual implica, entre otras cosas, la obligación de no hacer prevalecer los intereses propios o los de terceros relacionados sobre los de la sociedad, así como la obligación de abstenerse de actuar como representante o como órgano de la sociedad en situaciones de conflicto de intereses. No existe la misma uniformidad en el derecho comparado al tratarse de los accionistas en situación de conflicto de intereses. En algunas jurisdicciones la solución dada por el derecho de sociedades es la imposición de un deber de abstención del accionista en conflicto. Sin embargo, esta no es la solución más general, sin duda debido en parte a que esta regla, que puede parecer sencilla a primera vista, puede tener efectos contraproducentes en cuanto puede afectar la posibilidad del accionista controlador de dirigir la empresa. En otras jurisdicciones se permite al accionista en conflicto votar, pero en tal caso si el voto es determinante se permite la revisión jurisdiccional de los términos sustantivos de la operación, para asegurar que estos sean justos y equitativos para la sociedad. En algunos casos se confía este tipo de decisiones al directorio con abstención de los directores vinculados al accionista conflictuado, buscando un foro técnico e independiente para la toma de la decisión. Finalmente, en algunas jurisdicciones no se limita el derecho de voto del accionista ni el contenido de los acuerdos, limitándose el derecho simplemente a sancionar los casos de abuso o explotación de la minoría por la mayoría. Los ordenamientos varían también en cuanto a las consecuencias de la infracción de las reglas de conflicto aplicables, estableciendo en algunos casos reglas que determinan la invalidez del acto o del acuerdo, y en otros casos generando más bien reglas de responsabilidad que disponen la obligación de compensar a la sociedad o a los accionistas perjudicados o de transferir a la sociedad las ganancias obtenidas indebidamente. Por último, el tratamiento dado a esta materia es con frecuencia diferente según se trate de sociedades anónimas de corte cerrado o de sociedades anónimas cotizadas.

El artículo 133 de la LGS instituye una prohibición absoluta de voto y sanciona la vulneración de esta con la impugnabilidad del acuerdo y la responsabilidad del accionista infractor. La prohibición de voto equivale a lo que en la doctrina moderna se ha venido a denominar la regla de la «mayoría de la minoría» (ver, por ejemplo, Rock, 2018). Bajo esta regla, cuando el accionista mayoritario se encuentra en situación de conflicto de intereses, la decisión sometida a la junta general de accionistas debe ser adoptada por la mayoría de los accionistas minoritarios. Las graves consecuencias que esta regla tiene respecto del control de un accionista mayoritario sobre la sociedad hacen que la aplicación del artículo 133 de la LGS sea sumamente problemática y que, con frecuencia, sus disposiciones sean simplemente ignoradas en la práctica o soslayadas a través de la desnaturalización de la noción de conflicto de intereses.

La regulación de la problemática del conflicto de interés del accionista con frecuencia está relacionada y se superpone con el tratamiento de las operaciones con partes vinculadas (ver, al respecto, Enriques & Tröger, 2018; Payet, 2014, pp. 152 y ss.). Se trata de problemas estrechamente relacionados, pues la base de ambos está en el conflicto de intereses. Sin embargo, en la problemática de las transacciones vinculadas el conflicto de intereses no solo puede ser del accionista sino también de los administradores. Asimismo, la cuestión del conflicto de interés del socio puede manifestarse en situaciones diferentes a una transacción con una parte vinculada. En este artículo nos referimos específicamente a la problemática del conflicto de intereses de los accionistas, aunque sin dejar de mencionar aspectos del tratamiento de las operaciones vinculadas que consideramos particularmente relevantes para nuestro tema.

En la siguiente sección revisaremos el tratamiento del conflicto de interés del accionista en algunas jurisdicciones representativas: Inglaterra, los Estados Unidos, Italia y España. Luego de ello, realizaremos un análisis exegético del artículo 133 de la LGS. Finalmente, discutiremos algunos de los aspectos más importantes de la problemática del voto del accionista en conflicto y, en función de ello, formularemos algunas conclusiones y recomendaciones. Las traducciones de las citas de obras en idioma distinto al castellano son del autor.

2. El derecho comparado

2.1. El derecho inglés

En el derecho inglés no se reconoce, con carácter general, una prohibición al voto del accionista que se encuentra en situación de conflicto de interés con la sociedad. Se estima que el deber de abstención en una situación de conflicto de interés deriva de la existencia de un deber fiduciario y, en general, este no existe en los accionistas, a diferencia de lo que ocurre con los administradores. Al respecto, explica Davies:

En línea con su aproximación clásica a los deberes fiduciarios, la ley inglesa no acepta que los accionistas como tales sean fiduciarios. Convencionalmente, un fiduciario es alguien que ha acordado actuar por cuenta de otra persona y poner los intereses de esa otra persona por encima de los propios. Mientras que un director encaja en esta definición de manera bastante precisa (siendo la sociedad la beneficiaria del deber), es difícil categorizar un accionista controlador como alguien que ha aceptado subordinar sus propios intereses a los de los accionistas no controladores. Consiguientemente, la ley inglesa, a diferencia de la de Delaware, no considera a un accionista controlador (o, menos aún, a un accionista significativo pero no controlador) como teniendo deberes fiduciarios frente a los accionistas minoritarios o a la compañía. (Davies, 2018, pp. 20-21)

La jurisprudencia inglesa ha señalado repetidamente que «los votos son derechos propietarios, como otros inherentes a las acciones, que el tenedor puede ejercer en

función de sus propios intereses egoístas, incluso si éstos son opuestos a los de la compañía» (Davies & Worthington, 2012, p. 691). Consiguientemente, en el derecho inglés no existe ningún deber general de abstención, en función del cual los accionistas estén impedidos de votar en una junta general en materias en las que tengan intereses en conflicto con los de la sociedad. Tampoco existe un deber de actuación positiva en función del cual el voto del accionista deba ser ejercido en el mejor interés de la sociedad o de los demás accionistas. Ello no implica dejar a los accionistas mayoritarios en libertad para abusar impunemente de la minoría. Sin embargo, el derecho inglés es extremadamente cuidadoso en no afectar indebidamente los poderes del accionista mayoritario para controlar la sociedad y, consiguientemente, limita dichos poderes solo en ciertas situaciones y tipos de casos en los que existe una conducta abusiva o en los que el accionista de control actúa en la práctica sustituyendo o dirigiendo a los administradores. Señalan Davies y Worthington (2012, p. 692):

Negar el carácter fiduciario de los derechos de voto de los accionistas y afirmar su carácter propietario no implica señalar que el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas es, o debe ser, ilimitado bajo la ley. Los accionistas controladores pueden no estar obligados a ejercer sus poderes en el mejor interés de los accionistas minoritarios, pero esto no quiere decir que puedan pisotear los intereses de éstos impunemente. Hay muchas situaciones en el derecho moderno, y no solo en el Derecho de Sociedades, donde el ejercicio de derechos de propiedad está sujeto a determinado tipo de revisión por las cortes.

A continuación examinamos los principales mecanismos utilizados por el derecho inglés, en este marco, para hacer frente a la problemática del conflicto de interés del accionista.

Conflictos de interés de directores

A pesar de la inexistencia de un deber fiduciario a cargo de los accionistas —incluyendo los accionistas controladores— que pueda justificar un deber de abstención del voto en situaciones de conflicto de intereses o un deber de votar haciendo prevalecer el interés de la sociedad sobre el propio, ciertas reglas del derecho inglés aplicables a los directores pueden, en ciertos casos, ser aplicables a los accionistas y, en tal sentido, afectar su posibilidad de votar o de votar de determinada manera en situaciones de conflicto de intereses.

Los directores de una sociedad inglesa son claramente reconocidos como fiduciarios y, en tal sentido, están sujetos, entre otros, al deber de lealtad, el cual incluye la obligación de no incurrir en conflicto de intereses. Como dicen Davies y Worthington (2012), «como fiduciarios, los directores no deben colocarse en una posición en la que existe un conflicto entre sus deberes hacia la compañía y sus intereses personales o sus deberes frente a otros» (p. 559). El principio ha sido establecido por la jurisprudencia inglesa desde antiguo:

Es una regla inflexible en una corte de equidad que una persona en una posición fiduciaria [...] no está autorizada, salvo disposición en contrario, a ponerse en una posición en la que su interés y su deber estén en conflicto. No me parece que esta regla esté fundada en principios morales. Estimo que está basada más bien en la consideración de que, siendo la naturaleza humana lo que es, existe un riesgo, en tales circunstancias, de que la persona que tiene la posición fiduciaria, sea dominada por el interés antes que por el deber, y consiguientemente perjudique a aquellos a quienes debía proteger.¹

En este sentido, la sección 175 de la Companies Act establece una disposición general conforme a la cual los directores deben evitar colocarse en situaciones de conflicto de interés: «Un director de una compañía debe evitar una situación en la que tenga o pueda tener un interés directo o indirecto que esté en conflicto o pueda estar en conflicto, con los intereses de la compañía». No obstante, las transacciones directas o indirectas entre la sociedad y el director no están sujetas a la obligación de evitar el conflicto prevista en esta sección, sino a un régimen especial. Para estas transacciones, la Companies Act establece un sistema dual. Así, de acuerdo con la sección 177, si la transacción no es significativa, el director en conflicto simplemente está obligado a revelar la naturaleza y extensión del conflicto de interés² y no está sujeto a un deber de abstención.³ En cambio, de conformidad con las secciones 190 a 192 de la Companies Act, tratándose de transacciones sustanciales respecto de activos entre la sociedad y un director o personas relacionadas con este, la operación está sujeta a aprobación o ratificación por parte de los socios.⁴ Normas similares existen para operaciones de financiamiento.⁵

Es importante notar que el requisito de aprobación o ratificación por los accionistas no solo se refiere a transacciones directas o indirectas de la sociedad con el director, sino que también abarca transacciones de la sociedad con personas relacionadas al director («*connected persons*»). Estas personas incluyen, entre otras, a los familiares del director y a las sociedades en las que el director y personas relacionadas con este tengan una participación de 20 % o más del capital o los votos. Adicionalmente, la sección 239 (4) de la Companies Act establece que en la votación de los socios destinada a ratificar la transacción con el director o sus personas relacionadas, este mismo (de ser socio) o los socios relacionados con él no podrán votar.⁶ Esta disposición se aparta de la regla del *common law* inglés en el sentido de

1 [1896] A.C. 44, HL, 51-2. Citado por Davies y Worthington (2012, p. 559).

2 Companies Act, Sección 177 (1) «If a director of a company is in any way, directly or indirectly, interested in a proposed transaction or arrangement with the company, he must declare the nature and extent of that interest to the other directors».

3 Companies Act, Nota 354 «Conflicted directors may, subject to the company's articles of association, participate in decision-taking relating to such transactions with the company».

4 La definición de sustancial incluye las transacciones que representen más del 10% del valor del activo de la empresa o que tengan valor superior a 100,000 Libras Esterlinas.

5 Companies Act, Secciones 197-214.

6 Companies Act, Sección 239 (4): «Where the resolution is proposed at a meeting, it is passed only if the necessary majority is obtained disregarding votes in favour of the resolution by the director (if a member of the company) and any member connected with him [...]».

que los directores-socios podían votar sin limitación en este tipo de circunstancias y en la práctica establece una regla de abstención en caso de conflicto aplicable a los directores-accionistas y a los accionistas relacionados con el director en los supuestos de ratificación en junta de transacciones significativas. Sin embargo, la norma no establece un requisito similar para los casos de aprobación *ex-ante* de la operación, por lo que se discute en la doctrina si el deber de abstención rige también en esa situación (Davies & Worthington, 2012, p. 622).

El director en la sombra o shadow director

La Companies Act incluye dentro del concepto de director a los denominados «directores en la sombra» o *shadow directors*, que son personas que, sin tener el cargo de director, ejercen el poder «detrás del trono», dando instrucciones a uno o más de los directores de la sociedad sobre la conducción de los negocios de esta. La definición legal del *shadow director* contenida en la sección 251 de la Companies Act hace referencia a una persona «bajo cuyas instrucciones o direcciones los directores de la compañía están acostumbrados a actuar».⁷ La jurisprudencia inglesa normalmente exige que una persona tenga control o dominio efectivo de las decisiones del directorio para que se le pueda atribuir la condición de director en la sombra (Moore, 2016, pp. 5-7). La figura claramente puede comprender a un accionista controlador, que intervenga activamente en la gestión de la sociedad dando instrucciones a los directores. En este sentido, de acuerdo con Davies: «Esta definición captura a un accionista controlador que ejercita el control más allá de las decisiones tomadas en las juntas generales de accionistas a través, por ejemplo, de personas que ha designado para el directorio. La idea es que las personas que ejercitan poderes de directores deben ser tratadas como tales aunque no sean formalmente miembros del directorio (Davies, 2018, p. 24).

La Companies Act extiende a los *shadow directors* las prohibiciones y deberes de información y abstención aplicables a los directores en caso de conflicto de interés, en la medida en que sean aplicables.⁸ Asimismo, la Companies Act hace aplicables a los *shadow directors* las disposiciones en materia de transacciones significativas de la sociedad con directores o personas relacionadas a estos.⁹ De esta forma, la ratificación de las transacciones significativas de una sociedad con un accionista controlador que califique como *shadow director* o con personas relacionadas a este requerirían de la aprobación de la asamblea de accionistas, sin el voto del accionista calificado como *shadow director* o sus personas relacionadas. Como consecuencia de lo anterior, en el caso de operaciones sustanciales entre la sociedad y un accionista significativo, la aplicación a accionistas conflictuados de las reglas de aprobación aplicables a los directores —por vía del concepto de persona relacionada

7 Companies Act, Sección 291 (1): «In the Companies Acts “shadow director”, in relation to a company, means a person in accordance with whose directions or instructions the directors of the company are accustomed to act”».

8 En este sentido, el numeral (5) de la Sección 170 de la Companies Act señala: «The general duties apply to a shadow director of a company where and to the extent that they are capable of so applying».

9 Companies Act, Sección 223 (1).

o por vía de la calificación del accionista como director en la sombra— puede en algunos casos llevar en la práctica a una regla de abstención y consiguientemente a la necesidad de aprobación del acto respecto del cual existe conflicto de intereses del accionista por la mayoría de la minoría. Sin embargo, incluso en ese caso, el aparente vacío existente en la Companies Act al no establecer expresamente el deber de abstención para aprobaciones *ex ante*, podría desvanecer este resultado (Davies, 2018).¹⁰

Pero incluso los limitados remedios aplicables a las situaciones de conflicto de intereses bajo las normas de la Companies Act no resultan de aplicación plenamente a las transacciones entre sociedades que pertenecen a un grupo empresarial. En este sentido, la sección 251 (3) de la Companies Act expresamente excluye de la calificación como *shadow director* a una sociedad matriz respecto de sus subsidiarias por el solo hecho de que los directores de la subsidiaria estén acostumbrados a actuar conforme a las instrucciones de la matriz. Al respecto, Davies explica que esta norma «tiene aparentemente el objetivo de priorizar la imposición de una política común de grupo por encima del objetivo de asegurar un tratamiento “justo” a los accionistas externos en los grupos de sociedades» (Davies, 2018, p. 26).

Perjuicio injustificado o unfair prejudice

Más allá del deber de abstención, las cortes inglesas han tratado de encontrar una solución al problema del conflicto de intereses del accionista y la posibilidad de explotación de la minoría recurriendo a la institución denominada *unfair prejudice* (o «perjuicio injusto»), que busca remediar situaciones de abuso de la minoría por el accionista mayoritario. La institución del *unfair prejudice*, establecida legislativamente en una modificación de la Companies Act en 1980, permite a las cortes dictar remedios en situaciones en las que se produce una situación de abuso hacia los accionistas minoritarios. El texto de la sección 994 de la Companies Act hace referencia a la situación en la que «los asuntos de una compañía están siendo o han sido conducidos en una manera que es injustamente perjudicial a los intereses de los socios en general o a algunos de los socios».

Sin embargo, la aplicación por las cortes de la institución de *unfair prejudice* no ha sido todo lo amplia que el texto de la norma permitía. Dice Davies: «Enfrentada a la situación de aplicar un estándar muy amplio sin mucha orientación legislativa, las cortes se han refugiado en una aproximación “contractualista”: el “*unfair prejudice*” consiste en actuar de una forma inconsistente con los entendimientos informales que se dieron cuando se constituyó la compañía o cuando el accionista se incorporó a ella» (Davies, 2018, p. 23). Esta visión contractualista de la institución del *unfair prejudice* hace que la misma solo resulte aplicable en sociedades con números relativamente pequeños de socios, en las que pueda establecerse con algún grado de

10 En palabras de Davies (2018): «A majority-of-the minority shareholder approval rule would be more constraining than the current English law, but, as we have seen, only in relation to substantial property transactions does English law approach this model. Even there, it fails fully to carry the idea through because the controller is apparently permitted to vote on authorizations» (p. 25).

certeza cuáles eran las expectativas o acuerdos informales que luego han resultado defraudadas por la conducta de la mayoría.¹¹ Otros casos en los que se aplica la institución de *unfair prejudice* son aquellos en los que la mayoría accionarial se apropia de alguna manera de bienes o derechos que corresponden a la compañía. Dice Hannigan: «Es una característica común de muchas de estas disputas que, cuando la mayoría y la minoría se pelean, la mayoría va a pensar en usar los activos de la compañía como si fueran propios y frecuentemente se apropia, sin autorización y para su propio beneficio, de oportunidades y contratos que propiamente pertenecen a la compañía [...]» (Hannigan, 2016, p. 498). En cambio, «las cortes se resisten a aceptar que discrepancias sobre decisiones de administración puedan representar una conducción de los negocios de la compañía en una forma injustamente perjudicial» (Hannigan, 2016, p. 501).

En cuanto a las consecuencias legales de la situación de perjuicio injustificado, no obstante que la habilitación legal a la corte es amplísima,¹² el remedio generalmente otorgado no es ni la responsabilidad del accionista controlador ni la anulación de la transacción, sino la generación de un derecho de separación a favor del accionista perjudicado, dándole la posibilidad de separarse de la sociedad y obligando a los demandados a adquirir las acciones del demandante en términos justos y equitativos (Hannigan, 2016, p. 512).

Sociedades bursátiles

Para compañías cuyas acciones están listadas en el mercado principal de la Bolsa de Valores de Londres, las Listing Rules de dicha bolsa sí exigen la abstención de personas vinculadas a nivel del directorio, así como la aprobación a nivel de junta general de accionistas con la abstención del accionista vinculado a la contraparte, para transacciones especialmente significativas —el umbral es del 5 % de los activos de la sociedad listada.

Señala Davies que en estos casos las Listing Rules requieren la aprobación del directorio con la abstención de los directores relacionados y luego de los accionistas sobre la base de la «mayoría de la minoría» para las transacciones con partes relacionadas (Davies, 2018, p. 34). La norma requiere que previamente a la aprobación de la junta general se debe hacer pública una determinación del directorio, sin la participación de los directores vinculados a la contraparte, en el sentido de que considera la transacción justa y equitativa para todos los accionistas (Davies, 2018, pp. 34-35). De esta manera, para las operaciones vinculadas especialmente significativas se requiere tanto de la opinión favorable de los directores no relacionados como la aprobación de la junta bajo la regla de la mayoría de la minoría.

11 Como explica Davies (2018), «the unfair prejudice remedy works reasonably well for companies with limited membership; in effect quasi partnerships, where an underlying informal agreement among the members can be established in fact... For companies with multiple members, and certainly for publicly traded companies, the underlying factual basis for the application of the unfair prejudice remedy will rarely exist» (pp. 23-24).

12 La sección 996 de la Companies Act autoriza a la corte a adoptar las medidas que considere adecuadas («such order as the court thinks fit»).

Independientemente de lo anterior, en el caso de los accionistas de control —definidos como aquellos que controlan el 30 % o más de los derechos de voto— las Listing Rules exigen adicionalmente un acuerdo o contrato de control que incluya una obligación del controlador de que las transacciones con la sociedad controlada listada se hayan de realizar en condiciones de mercado (Davies, 2018, p. 42). Además, se requiere que los directores independientes de la sociedad certifiquen anualmente el cumplimiento del acuerdo (Davies, 2018, p. 43).

2.2. El derecho en los Estados Unidos de América

El derecho de sociedades en los Estados Unidos es fundamentalmente derecho estatal, por lo que las reglas no son exactamente las mismas en los distintos estados. En esta sección nos basamos fundamentalmente en el derecho del estado de Delaware, que es el más influyente en materia societaria, así como en artículos doctrinales sobre el conflicto de intereses del accionista.

A diferencia del Reino Unido, en los Estados Unidos se reconoce, en términos generales, que los accionistas controladores tienen deberes fiduciarios frente a la sociedad y a los demás accionistas, en particular el deber de lealtad (*duty of loyalty*) (ver Dalley, 2004). Este principio se aplica tanto en sociedades de capital cerrado como en sociedades cotizadas. El deber de lealtad que pesa sobre un fiduciario bajo el Common Law tiene dos formas, implicando tanto una prohibición de actuar en situación de conflicto de intereses como una obligación positiva de que, en todo caso, el fiduciario haga prevalecer el interés de su principal. Explica Frankel: «Una forma es un requerimiento de que los fiduciarios actúen exclusivamente en beneficio de sus principales. La otra forma es una prohibición de que los fiduciarios actúen en conflicto de intereses con los intereses de sus principales [...]» (Frankel, 2010, p. 100).

En el caso de sociedades de capital cerrado, el deber fiduciario del accionista controlador surge principalmente de la asimilación de la relación entre los accionistas en este tipo de sociedades y la que existe entre los socios de una sociedad de personas. Explica Dalley, haciendo referencia a la decisión del caso *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, una decisión de la Corte Suprema de Massachusetts de 1975:¹³ «Desde *Donahue*, muchas cortes han sujetado a los accionistas en sociedades cerradas a los altos estándares fiduciarios aplicables a los socios. Como la corte en *Donahue* lo describió, los accionistas controladores “no deben actuar en base a avaricia, experiencia o egoísmo, derogando sus deberes de lealtad frente a los otros accionistas y a la sociedad”» (Dalley, 2004, p. 4). Observa, sin embargo, Dalley que en muchos casos la jurisprudencia estatal en materia de deberes fiduciarios de los accionistas controladores en sociedades cerradas es ambigua o confusa. En particular, observa que «no es claro si el deber se tiene frente a los otros accionistas directamente o si se tiene frente a la sociedad y este solo beneficia a los accionistas minoritarios en forma derivada» (Dalley, 2004, p. 5).

En el caso de las sociedades bursátiles, en las que la relación entre los accionistas no resulta asimilable a la que existe en las sociedades de personas, se reconoce

13 328 N.E. 2d. 505 (Mass. 1975).

también la existencia de un deber de lealtad de cargo del accionista controlador, el cual impone reglas especiales en situaciones de conflicto de intereses, en particular la aplicación del estándar de revisión de *entire fairness*. Este deber surge de la naturaleza del control societario. Como dice Dalley: «Debido a que un accionista controlador controla a la sociedad, la cual es también de propiedad de los accionistas minoritarios, el accionista controlador tiene un deber fiduciario frente a la minoría» (Dalley, 2004, p. 3).

En materia societaria, el reconocimiento de un deber fiduciario en cabeza de los accionistas controladores trae a colación los deberes fiduciarios que pesan sobre los administradores. En este sentido, el marco de referencia es la sección 144 de la *Delaware General Corporation Law*, que establece la anulabilidad de las operaciones entre una sociedad y sus directores y funcionarios o entidades en las que sus directores o funcionarios son directores o funcionarios, por el solo hecho de la existencia del conflicto de intereses, salvo que apliquen las siguientes excepciones:

- (1) Los hechos relevantes en cuanto a la relación o interés del director o funcionario y en cuanto al contrato o transacción se divulgan o son conocidos por el directorio o el comité, y el directorio o comité de buena fe autoriza el contrato o la transacción con los votos favorables de la mayoría de los directores desinteresados, incluso si estos votos son insuficientes para formar cuórum; o
- (2) Los hechos relevantes en cuanto a la relación o interés del director o del funcionario y en cuanto al contrato o transacción se divulgan o son conocidos por los accionistas con derecho a voto, y el contrato o transacción es aprobado específicamente de buena fe por voto de los accionistas; o
- (3) El contrato o transacción es justo en cuanto a la sociedad en el momento en que es autorizada, aprobada o ratificada, por el directorio, un comité o los accionistas.

La aplicación de esta disposición a los accionistas controladores haría, entre otras cosas, que se considere que la aprobación de la transacción en el caso del inciso (2) debe darse por los accionistas no conflictuados, bajo la regla de la mayoría de la minoría. La regla contenida en el inciso (3) corresponde al estándar denominado «*entire fairness*», conforme al cual la transacción o contrato debe ser justo y equitativo para la sociedad en cuanto a sus términos sustantivos y también haber sido aprobado a través de un procedimiento justo, con información completa. Para este caso, la jurisprudencia, además, ha establecido una inversión en la carga de la prueba, de manera que corresponde al controlador acreditar que los términos de la transacción son efectivamente justos y equitativos. Esta regla contrasta con la denominada *business judgment rule*, aplicable a decisiones en las que no existen conflictos de intereses, bajo la cual la corte no cuestionará el juicio de negocios de los administradores (o del accionista controlador) en tanto la decisión haya sido adoptada a través de un procedimiento razonable y con adecuada información (ver Hill & McDonnell, 2011).

En el caso del conflicto de intereses del accionista controlador, el estándar es incluso más exigente que el que se aplicaría en caso de conflicto de intereses de los administradores, y la carga sobre el accionista para demostrar que la transacción es

justa y equitativa, de manera de sobrepasar el *entire fairness standard*, o de establecer un procedimiento de aprobación que elimine la posibilidad de conflicto y haga aplicable la *business judgment rule*, es muy pesada.

El estándar aplicable por la jurisprudencia de Delaware y la filosofía que subyace sus decisiones han sido explicadas por el juez Leo Strine (2005):

Delaware reserva la forma más intrusiva de revisión para las transacciones reales de conflicto de intereses. Estas transacciones se producen cuando un fiduciario (un director, un gerente o un accionista de control) está al otro lado de la transacción realizada por la sociedad. Cuando se lleva a cabo una transacción conflictuada, la carga recae sobre los proponentes para demostrar que el acuerdo es totalmente justo para la sociedad. En ausencia de tal prueba, el fiduciario interesado en la transacción, es decir, el del otro lado del acuerdo, debe devolver cualquier ganancia o pagar la indemnización necesaria para que la sociedad quede inmune. El fiduciario tiene esta obligación independientemente de si actuó o no con la intención de aprovecharse injustamente de la corporación; en otras palabras, incluso si actuó con absoluta buena fe.

Incluso aquí, sin embargo, Delaware trata de respetar el juicio de negocios de los directores y accionistas desinteresados. ¿Cómo? Invocando la protección de la *business judgment rule* si una transacción interesada es aprobada por la mayoría de los directores independientes o por la mayoría de los accionistas no conflictuados, después de una divulgación completa. La idea, por supuesto, es que invertir el poder final de decisión sobre la transacción en directores o accionistas imparciales basta para controlar el conflicto. Por este medio instrumental, el derecho de Delaware puede proteger la decisión empresarial resultante sin ninguna pérdida de integridad, porque la decisión fue tomada o ratificada por personas cuyos intereses estaban alineados con los de la corporación y sus accionistas. (pp. 677-678)

Un caso particularmente relevante para entender la noción de conflicto de intereses del accionista bajo la ley de Delaware es el de *Sinclair Oil v. Levien*, resuelto por la Corte Suprema de Delaware en 1971.¹⁴ La demandada, *Sinclair Oil Corporation* (*Sinclair*), en ese entonces una de las principales empresas petroleras de los Estados Unidos, era propietaria del 97 % de las acciones de *Sinclair Venezuelan Oil Company* (*Sinven*), una sociedad que desarrollaba operaciones petroleras exclusivamente en Venezuela. Tanto *Sinclair* como *Sinven* eran sociedades listadas. Harry *Sinclair*, accionista minoritario de *Sinven*, interpone una demanda contra la matriz alegando que esta venía causando daños a *Sinven* por tres motivos: (i) debido a que *Sinclair* había impuesto una política de distribución excesiva de dividendos en *Sinven*, lo cual venía quitando toda liquidez y posibilidad de desarrollo a la empresa; (ii) porque *Sinclair* estaba desarrollando nuevos negocios en otros países de América y África sin dar a *Sinven* la posibilidad de participar en estas nuevas operaciones; y, (iii) porque *Sinclair* había causado que *Sinven* celebre un contrato de suministro

14 280 A. 2d 717 (Del 1971). Para una muy buena explicación del caso y de las circunstancias en las que se da, ver Thompson (2008).

de crudo con una subsidiaria 100 % de propiedad de Sinclair (Sinclair International), el mismo que había sido incumplido reiteradamente por esta última sin que Sinven haga nada para remediar el incumplimiento.

El razonamiento de la corte parte de constatar el carácter de accionista controlador de Sinclair respecto de Sinven, lo que hace que tenga deberes fiduciarios frente a esta última:

Sinclair nombra a todos los integrantes del directorio de Sinven. La primera instancia encontró, como un hecho, que los directores no eran independientes de Sinclair. Casi sin excepción eran funcionarios, directores o empleados en el grupo de Sinclair. Por razón de la dominación de Sinclair, es claro que Sinclair tenía un deber fiduciario frente a Sinven.¹⁵

Dado ese hecho, la Corte pasa a examinar si los acuerdos y transacciones societarias cuestionadas debían ser juzgados bajo la regla de *intrinsic fairness* o si debía ser aplicable al caso la *business judgment rule*. El punto clave de esta cuestión era el conflicto de intereses. Si existía conflicto de intereses entre el accionista controlador y la sociedad, el caso debía ser resuelto bajo el *entire fairness standard*, mientras que si no existía tal conflicto la controversia debía resolverse bajo la *business judgment rule*, que, como se sabe, implica un grado de deferencia importante al juicio de negocios del accionista controlador. La corte identifica el punto de quiebre en esta cuestión en el concepto de «*self-dealing*», lo que define como «estar en ambos lados» de una operación:

Una matriz sí tiene un deber fiduciario frente a su subsidiaria cuando hay negocios entre la matriz y la subsidiaria. Sin embargo, esto por sí mismo no evoca el «*intrinsic fairness standard*». Este estándar será de aplicación solo cuando el deber fiduciario está acompañado de una situación de «*self-dealing*» donde la matriz está a ambos lados de una transacción con la subsidiaria. El «*self-dealing*» ocurre cuando la matriz, por virtud de su dominio sobre la subsidiaria, causa que la subsidiaria actúe de tal manera que la matriz recibe algo de la subsidiaria con exclusión y en perjuicio de los accionistas minoritarios de la subsidiaria.

Con este marco conceptual, la corte estableció que los acuerdos de distribución de dividendos debían juzgarse a la luz de la *business judgment rule*, en tanto la distribución se había hecho de manera proporcional entre todos los accionistas, dando a los accionistas minoritarios la proporción que les correspondía. La corte también estimó que la falta de expansión de las operaciones de Sinven debía juzgarse bajo la *business judgment rule*, debido a que no existía ninguna evidencia de que Sinclair

15 La cuestión de cuándo un accionista puede ser considerado controlador o dominante de manera que se le impongan deberes fiduciarios no es siempre tan clara como en el caso de Sinclair y Sinven. En general, se estima que ello puede suceder cuando un accionista tiene más del 50 % de los derechos de voto, cuando sin tener la mayoría de los derechos de voto un accionista *de facto* controla las decisiones en la sociedad; y cuando un grupo de accionistas a través de un pacto o sindicato logran controlar la mayoría de los votos (ver Rosemberg & Lewis-Reisen, 2017).

se hubiera aprovechado de oportunidades de negocio que hubieran correspondido a Sinven. Es decir, la corte consideró que en estos dos casos no existía propiamente conflicto de intereses. En cambio, en el caso del contrato entre Sinven y Sinclair International, la corte consideró que sí existía conflicto de intereses, por lo que resultaba aplicable el estándar de *intrinsic fairness*:

Claramente, el acto de Sinclair de contratar con su subsidiaria fue «*self-dealing*». Bajo el contrato Sinclair recibía los productos de Sinven y, por supuesto, los accionistas minoritarios de Sinven no participaban en la recepción de estos productos. Si el contrato resultaba incumplido, entonces Sinclair recibía estos productos en perjuicio de los accionistas minoritarios de Sinven. Concordamos con los hallazgos de la primera instancia en el sentido de que el contrato fue incumplido por Sinclair [...] Bajo el estándar de *intrinsic fairness*, Sinclair debe probar que su acto de causar que Sinven no haga valer el contrato fue intrínsecamente justo para los accionistas minoritarios de Sinven. Sinclair no ha cumplido con esta carga.

En el caso del contrato de suministro, Sinclair estaba «al otro lado» de la transacción, por lo que de darse un particular beneficio a Sinclair (por ejemplo, no hacer valer el contrato ante un incumplimiento) ello se haría en perjuicio de Sinven y de sus accionistas minoritarios. Por tanto, existía conflicto de intereses.

Es de subrayar que el estándar de revisión aplicable por las cortes de Delaware es más exigente en los casos en que el conflicto es con un accionista controlador que cuando es con un director u otro funcionario. Para las cortes de Delaware, cuando se trata de una situación de conflicto de intereses con un accionista controlador, se estima que es tal el poder del accionista sobre la sociedad y sus funcionarios que no basta en ese caso una simple aprobación por directores desinteresados o incluso por accionistas no conflictuados para permitir que la decisión resulte protegida por la regla del juicio de negocios. Como lo explica el juez Strine (2005, p. 678):

En consonancia con el matiz que infunde nuestro derecho común, Delaware es más suspicaz cuando el fiduciario que está interesado es un accionista controlador. Cuando eso es así, existe un temor evidente a que incluso los directores supuestamente independientes puedan deber o sentir una lealtad mayor que lo saludable hacia los intereses del controlador, antes que a la sociedad y a sus accionistas minoritarios. Por esa razón, cuando un accionista de control está al otro lado de la transacción que realiza una sociedad, nuestra ley ha exigido que la transacción sea revisada para determinar si es justa y equitativa, incluso si la transacción fue negociada por directores independientes o aprobada por los accionistas minoritarios. Sin embargo, para fomentar el uso de estas protecciones, cuando se despliegan éstas, la carga de probar que la transacción es justa recae no en el accionista de control o en la corporación, sino en los accionistas que demandan, que deben demostrar que la transacción es injusta.

Strine escribe esto en 2005, cuando el sentido de la jurisprudencia de las cortes de Delaware era, efectivamente, que en los casos en los que el accionista contro-

lador estaba al otro lado de la transacción, el conflicto de intereses era tal que no bastaba una aprobación por parte de un comité de directores independiente desinteresado o una aprobación de los accionistas minoritarios con adecuada información bajo la regla de la mayoría de la minoría para que se pueda aplicar la deferencia al juicio de negocios del órgano societario que establece la *business judgment rule*. En esos casos, la revisión de la decisión seguía dándose bajo el estándar de *entire fairness*, aunque se revertía la carga de la prueba de manera que era de cargo del demandante probar que la transacción no resultaba justa y equitativa para los accionistas minoritarios.¹⁶

No obstante, en 2014 la Corte Suprema de Delaware cambió expresamente el sentido de su jurisprudencia, estableciendo que cuando la transacción, desde un inicio, es negociada y aprobada por un comité de directores independientes con funcionamiento plenamente adecuado y, además, es aprobada por los accionistas con información plenamente transparente bajo la regla de la mayoría de la minoría, la transacción pasa a estar protegida por la *business judgment rule*. Así, en su decisión del caso Kahn v. M&F Worldwide Corp.,¹⁷ la Corte Suprema de Delaware estableció:

[E]n las adquisiciones [de la participación de los minoritarios] por el accionista controlador, se aplicará el business judgment rule si: (i) el controlador condiciona la procedencia de la transacción a la aprobación de un Comité Especial y de la mayoría de los accionistas minoritarios; (ii) el Comité Especial es independiente; (iii) el Comité Especial está facultado para seleccionar libremente a sus propios asesores y decir que no definitivamente; (iv) el Comité Especial cumple con su deber de cuidado al negociar un precio justo; (v) el voto de la minoría es informado; y (vi) no hay coacción de la minoría.

A criterio de la corte, cuando se introducen estas salvaguardas procedimentales desde el inicio, debido a que en esencia el accionista controlador abdica de su poder sobre la sociedad y sus funcionarios con relación a la transacción, la dinámica de negociación y evaluación de esta es similar a la de una transacción con un tercero no relacionado («*arms-length*»), de modo que resulta plenamente aplicable la *business judgment rule*. En este sentido, en su decisión en Kahn v. M&F Worldwide Corp. la corte señaló:

El entire fairness standard es el más alto estándar de revisión en el Derecho de Sociedades. Se aplica en el contexto de la fusión con el controlador como sus-

16 Dicha jurisprudencia se refiere fundamentalmente a casos de «*squeeze-outs*», en los que por la vía de una fusión los accionistas minoritarios reciben un valor en dinero por sus acciones. Señalan Hill y McDonnell (2011): «En Delaware, las cortes proveen un escrutinio significativo de transacciones con relacionadas al menos en un contexto: cuando un accionista controlador fuerza la salida de los accionistas minoritarios. Fuera de ese contexto, el escrutinio es mucho más limitado, aunque la ley no es totalmente clara. Aparentemente, la aprobación por directores desinteresados saneará la mayoría de los demás tipos de transacciones con relacionadas, con dicha aprobación sometida sólo a la business judgment rule» (p. 905).

17 88 A. 3d 635 (Del. 2014).

tituto de las protecciones legales de aprobación por directores y accionistas no conflictuados, porque ambas protecciones se ven potencialmente socavadas por la influencia del controlador. Sin embargo, como se establece en este caso, esa influencia socavadora no se produce en todos los escenarios de fusiones con compañías controladas independientemente de las circunstancias. El despliegue simultáneo de las protecciones procesales empleadas aquí genera una influencia equilibradora y compensatoria de igual, si no mayor, fuerza. Es decir, cuando el controlador se inhabilita irrevocable y públicamente de utilizar su control para dictar el resultado de las negociaciones y el voto de los accionistas, la fusión con la controlada adquiere entonces las características de protección de los accionistas de una fusión con un tercero, «*arms-length*», que se revisan bajo la *business judgment rule*.

Es de destacar que la regla establecida por las cortes de Delaware no implica en ningún caso que el accionista controlador se vea impedido de votar en operaciones o situaciones en las que tiene conflicto de intereses con la sociedad. El deber fiduciario que se reconoce no llega a ello. Dicho deber implica más bien que, si el accionista participa directa o indirectamente en la toma de decisión por el lado de la sociedad y no se observan las protecciones procedimentales antes indicadas, la decisión podrá ser sometida, a pedido de los accionistas minoritarios, a una revisión completa bajo el «*entire fairness standard*».

2.3. El derecho español

En España, el derecho de voto del accionista en las sociedades de capital, incluyendo las sociedades anónimas, se encuentra regulado en el capítulo V del título V de la Ley de Sociedades de Capital (LSC). El artículo 190 de esta ley, tal como fue modificado en la reforma del 2014,¹⁸ establece lo siguiente:

Artículo 190. Conflicto de intereses.

1. El socio no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a sus acciones o participaciones cuando se trate de adoptar un acuerdo que tenga por objeto:
 - a) autorizarle a transmitir acciones o participaciones sujetas a una restricción legal o estatutaria,
 - b) excluirle de la sociedad,
 - c) liberarle de una obligación o concederle un derecho,
 - d) facilitarle cualquier tipo de asistencia financiera, incluida la prestación de garantías a su favor, o
 - e) dispensarle de las obligaciones derivadas del deber de lealtad conforme a lo previsto en el artículo 230.

En las sociedades anónimas, la prohibición de ejercitar el derecho de voto en los supuestos contemplados en las letras a) y b) anteriores solo será de aplicación cuando dicha prohibición esté expresamente prevista en las correspondientes

¹⁸ Ley 31/2014, de 3 de diciembre.

cláusulas estatutarias reguladoras de la restricción a la libre transmisión o la exclusión.

2. Las acciones o participaciones del socio que se encuentre en algunas de las situaciones de conflicto de interés contempladas en el apartado anterior se deducirán del capital social para el cómputo de la mayoría de los votos que en cada caso sea necesaria.

3. En los casos de conflicto de interés distintos de los previstos en el apartado 1, los socios no estarán privados de su derecho de voto. No obstante, cuando el voto del socio o socios incurso en conflicto haya sido decisivo para la adopción del acuerdo, corresponderá, en caso de impugnación, a la sociedad y, en su caso, al socio o socios afectados por el conflicto, la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social. Al socio o socios que impugnen les corresponderá la acreditación del conflicto de interés. De esta regla se exceptúan los acuerdos relativos al nombramiento, el cese, la revocación y la exigencia de responsabilidad de los administradores y cualesquiera otros de análogo significado en los que el conflicto de interés se refiera exclusivamente a la posición que ostenta el socio en la sociedad. En estos casos, corresponderá a los que impugnen la acreditación del perjuicio al interés social.

El artículo 190 de la LSC estaba originalmente limitado solo a la sociedad limitada. No existía disposición alguna que restringiese el derecho de voto del accionista en una sociedad anónima en casos de conflicto de interés. El único remedio para un accionista minoritario insatisfecho por un acuerdo impuesto por el accionista controlador en situación de conflicto de intereses era optar por la impugnación.

El informe de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo (2013), que propuso las modificaciones que finalmente se incorporaron al artículo 190 de la LSC, explica de la siguiente manera la lógica de la incorporación de una regulación especial para el derecho de voto del accionista en situaciones de conflictos de interés:

La problemática de los conflictos de interés en las decisiones de la junta general plantea problemas delicados desde el punto de vista de la técnica y de la política del derecho. Una solución extrema, que ciertamente cuenta con precedentes en el derecho comparado, consiste en establecer una cláusula general de prohibición de voto en caso de conflicto de interés. Esta es la línea que sigue el artículo 231-63 de la PCM,¹⁹ que impone con carácter general la obligación de abstenerse de votar al socio que, por sí o por representante, tenga un interés en conflicto con la sociedad. La alternativa opuesta consiste en mantener la solución de la actual LSC, con arreglo a la cual los conflictos de interés del socio son irrelevantes en la junta general, de manera que el problema no se trata *ex ante* (con fines de prevención), sino solamente *ex post* (con el remedio de la impugnación).

La Comisión de Expertos considera que ninguna de estas fórmulas resulta adecuada. La primera peca por exceso porque conduce a generalizar de manera

19 Se refiere a la propuesta de Código Mercantil elaborada por la Comisión General de Codificación.

indiscriminada a todos los casos una solución prohibitiva, que tiene poco sentido en los conflictos meramente posicionales. No hay razón, en efecto, que justifique que el socio mayoritario no pueda votar cuando la minoría plantea, por ejemplo, su revocación como administrador. Tampoco está claro que sea adecuada en relación con las modificaciones estructurales y, en general, con las decisiones que afectan al contrato de sociedad. La segunda peca por defecto, ya que pasa por alto un elemento clave para garantizar el buen gobierno corporativo en el seno de las sociedades anónimas, tanto cotizadas como no cotizadas.

En este contexto, la Comisión de Expertos considera que debe plantearse una vía intermedia que se articula con tres piezas:

La primera consiste en establecer una cláusula específica de prohibición de derecho de voto en los casos más graves de conflicto de interés, para lo cual se propone generalizar a las sociedades anónimas, con ligeras modulaciones o restricciones, la norma actualmente prevista para las sociedades de responsabilidad limitada en el artículo 190.1 de la LSC y, por ende, a todas las sociedades de capital. No se encuentra justificación alguna para un tratamiento tan diferenciado de esta cuestión en uno y otro tipo de sociedades como el actualmente contenido en la LSC. [...]

La segunda pieza del sistema de la regulación de los conflictos de interés se basa en el establecimiento de una presunción de infracción del interés social en los casos en que el acuerdo social haya sido adoptado con el voto determinante del socio o socios incurso en un conflicto de interés. A tal efecto, la Comisión de Expertos, basándose en la idea del *entire fairness test* consagrada en la práctica norteamericana de buen gobierno, propone la adición de un nuevo apartado 3 al artículo 190 de la LSC antes comentado [...]

La tercera pieza del sistema se refiere a la exigencia de votaciones separadas de los distintos grupos de accionistas en las modificaciones estatutarias que los afecten de manera asimétrica en el plano sustancial, dando lugar a un tratamiento discriminatorio. No se trata ahora de introducir ninguna modificación sustancial, sino, simplemente, de retocar el artículo 293 de la LSC para aclarar que resulta aplicable incluso en supuestos en que exista una única clase de acciones y que el concepto de trato discriminatorio debe entenderse en sentido sustancial. (p. 20)

La propuesta de la Comisión sobre esta materia fue incorporada en la reforma e introducida en el texto de la LSC prácticamente en forma literal. Como resultado de la modificación, en el derecho español el tratamiento del voto del accionista en situación de conflicto tiene una estructura con tres niveles diferentes de regulación. En un primer nivel se encuentran los acuerdos que versen sobre las materias indicadas en los cinco literales del inciso 1 del artículo 190. En estos casos el accionista involucrado en la situación de conflicto enfrenta una prohibición absoluta de votar. Por lo tanto, la decisión se deberá adoptar en la junta con el voto favorable de la mayoría de los accionistas no conflictuados. En caso de que el accionista controlador sea el afectado por el conflicto, la regla será entonces la de la mayoría de la minoría.

El segundo nivel se refiere a los acuerdos de modificación de estatutos que afectan en forma desproporcionada a distintos grupos de accionistas —por ejemplo,

a la mayoría y a la minoría—. Para este tipo de situaciones, la LSC ha establecido un mecanismo de doble acuerdo similar al que existe para las modificaciones que afectan en particular a una clase especial de acciones. La modificación al inciso 2 del artículo 293 que fue realizada como parte de la reforma del 2014, siguiendo las recomendaciones de la Comisión de Expertos, es bastante clara al respecto. El texto de la norma establece ahora lo siguiente:

Quando la modificación solo afecte a una parte de las acciones pertenecientes a la misma y, en su caso, única clase y suponga un trato discriminatorio entre ellas, se considerará a efectos de lo dispuesto en este artículo que constituyen clases independientes las acciones afectadas y las no afectadas por la modificación; siendo preciso, por tanto, el acuerdo separado de cada una de ellas. Se reputará que entraña trato discriminatorio cualquier modificación que, en el plano sustancial, tenga un impacto, económico o político, claramente asimétrico en unas y otras acciones o en sus titulares.

De esta forma, un acuerdo de junta que afecte en forma particular las acciones de los minoritarios podría estar sujeto al requisito de la aprobación por la mayoría de estos, aunque tales acciones no constituyan una clase. La regla es, para los efectos prácticos, de efecto similar a la de la mayoría de la minoría.

Finalmente, el tercer nivel es el de los acuerdos en los que existe conflicto de intereses del accionista pero que no se encuentran dentro de los supuestos enumerados en el inciso 1 del artículo 190 ni en el caso de afectación desigual a los accionistas previsto en el artículo 293. En esta categoría residual no existe deber de abstención del accionista en conflicto ni necesidad de una votación separada de la minoría. Es de notar que esta categoría residual incluye los casos de transacciones entre el accionista controlador o sus vinculadas y la sociedad. De esta forma, un accionista controlador está facultado para votar en una transacción en la que él o una entidad de su propiedad es la contraparte de la sociedad. Ello se desprende inequívocamente de la redacción del artículo 190.

En estos casos, el socio controlador podrá votar libremente en la junta general a pesar del conflicto de intereses, pero la decisión adoptada por la junta estará sujeta a revisión por la vía de la impugnación. Esta posibilidad está abierta para los acuerdos que lesionan el interés social en beneficio de uno o varios socios o de terceros. A este respecto, a efectos de reforzar la protección de los accionistas minoritarios, el artículo 204 de la LSC señala: «La lesión del interés social se produce también cuando el acuerdo, aun no causando daño al patrimonio social, se impone de manera abusiva por la mayoría. Se entiende que el acuerdo se impone de forma abusiva cuando, sin responder a una necesidad razonable de la sociedad, se adopta por la mayoría en interés propio y en detrimento injustificado de los demás socios». Además, en estos casos, el voto determinante de accionista en situación de conflicto gatillará la inversión de la carga de la prueba sobre el carácter lesivo prevista en el numeral 3 del artículo 190: «[...] corresponderá, en caso de impugnación, a la sociedad y, en su caso, al socio o socios afectados por el conflicto, la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social. Al socio o socios que impugnen les corresponderá la acreditación del conflicto de interés».

Maribel Sáez Lacave observa que la modificación del artículo 190 de la LSC con respecto a la impugnación de los acuerdos con el voto determinante del accionista en situación de conflicto de intereses no es meramente procedimental e implica, en buena cuenta, el establecimiento de una regla análoga a la del *entire fairness standard* del derecho de Delaware, como lo adelantó la propia Comisión de Expertos. Escribe Sáez Lacave (2016, pp. 46-47):

Con todo, y a pesar de lo que parece a primera vista, el artículo 190 LSC en conexión con el artículo 204.1 LSC no introduce un mero ajuste procesal, sino derecho sustantivo: establece el estándar de la actuación del socio de control en caso de conflicto de interés. Se trata de un estándar reforzado para reprimir el riesgo de que los socios de control abusen de su posición de dominio en la sociedad, tanto en la junta como en el consejo, para extraer ventajas a costa de los socios externos, que quedan a sus expensas. Justamente para frenar esos comportamientos, el precio de la deslealtad ha de ser elevado. Si hay riesgo de expropiación, que es de lo que se trata, la revisión judicial ha de ser exigente y ha de examinar de manera exhaustiva los entresijos de la transacción para comprobar que tanto el procedimiento como los términos son equitativos.

Sociedades bursátiles

Es de indicar que, en adición a lo antes señalado, la Ley de Sociedades de Capital establece como facultad indelegable del Consejo de Administración, en el caso de sociedades bursátiles:

La aprobación, previo informe de la comisión de auditoría, de las operaciones que la sociedad o sociedades de su grupo realicen con consejeros, en los términos de los artículos 229 y 230, o con accionistas titulares, de forma individual o concertadamente con otros, de una participación significativa, incluyendo accionistas representados en el consejo de administración de la sociedad o de otras sociedades que formen parte del mismo grupo o con personas a ellos vinculadas.

La norma señala, además: «Los consejeros afectados o que representen o estén vinculados a los accionistas afectados deberán abstenerse de participar en la deliberación y votación del acuerdo en cuestión».²⁰ No obstante, no se incluye ninguna disposición especial en materia del voto de los accionistas conflictuados en la junta general.

No podemos concluir esta revisión del derecho español sin indicar que, como parte de la Unión Europea, España está sujeta a la Directiva (UE) 2017/828 del Par-

²⁰ Están exceptuadas de este requisito «las operaciones que reúnan simultáneamente las tres características siguientes: 1.º que se realicen en virtud de contratos cuyas condiciones estén estandarizadas y se apliquen en masa a un elevado número de clientes, 2.º que se realicen a precios o tarifas establecidos con carácter general por quien actúe como suministrador del bien o servicio de que se trate, y 3.º que su cuantía no supere el uno por ciento de los ingresos anuales de la sociedad». Ley de Sociedades de Capital, artículo 529 ter, numeral 1, inciso h. El texto recoge la propuesta de la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo (2013, pp. 45-47).

lamento Europeo y del Consejo que, entre otras cosas, establece la obligación de los países miembros de la Unión de uniformar sus legislaciones internas en materia de transacciones con partes relacionadas por sociedades cotizadas domiciliadas en los países de la Unión Europea. El numeral 4 del artículo 9 de la Directiva establece lo siguiente:

Los Estados miembros garantizarán que las operaciones importantes con partes vinculadas cuenten con la aprobación de la junta general o del órgano de administración o de supervisión de la sociedad con arreglo a procedimientos que eviten que una parte vinculada se aproveche de su posición y proporcionen una protección adecuada de los intereses de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios.

Los Estados miembros podrán disponer que los accionistas tengan derecho a votar en la junta general las operaciones importantes con partes vinculadas que hayan sido aprobadas por el órgano de administración o de supervisión de la sociedad. Cuando en las operaciones con partes vinculadas participe un administrador o un accionista, este no participará en la aprobación o la votación.

Los Estados miembros podrán permitir a los accionistas que sean partes vinculadas participar en la votación, siempre que el derecho nacional garantice unas salvaguardias adecuadas que se apliquen antes del proceso de votación o durante este para proteger los intereses de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, incluidos los accionistas minoritarios, impidiendo que la parte vinculada apruebe la operación a pesar de la opinión contraria de la mayoría de los accionistas que no sean partes vinculadas o pese a la opinión contraria de la mayoría de los administradores independientes.

De esta forma, la directiva prevé que, como regla general, la normativa interna de los Estados miembros deberá establecer que los accionistas conflictuados no pueden participar en la votación de la junta general cuando esta haya de aprobar una transacción con el accionista en cuestión o una parte relacionada, aunque se permite a los Estados miembros establecer en su legislación interna que tales accionistas sí podrán votar en tales transacciones siempre que la legislación interna prevea mecanismos de protección con las características que establece el último párrafo del numeral 4 del artículo 9 de la directiva antes citada.

A la fecha de redacción de este trabajo, España no ha promulgado aún la norma de adaptación de su legislación interna a la directiva. El Anteproyecto de ley correspondiente que ha sido publicado por el Ministerio de Economía establece que el socio de control de una sociedad bursátil no podrá votar en la junta para aprobar una operación con una parte relacionada, salvo que la misma haya sido aprobada por la mayoría de los consejeros independientes.²¹

21 Anteproyecto de Ley por el que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la

2.4. El derecho italiano

El artículo 2373 del Código Civil italiano establecía lo siguiente en su texto original:

El derecho al voto no podrá ser ejercido por el accionista en las deliberaciones en las que tenga, por su cuenta o en la de un tercero, un interés en conflicto con el de la sociedad.

En caso de incumplimiento de lo previsto del párrafo anterior, la resolución, si puede causar daño a la sociedad, es impugnabile bajo el artículo 2377 si, sin el voto de los socios que deberían haberse abstenido de la votación, no se habría logrado la mayoría necesaria.

Los directores no pueden votar en deliberaciones sobre su responsabilidad.

Las acciones por las que, en virtud de este artículo, no se puede ejercer el derecho de voto, se cuentan a los efectos de la regular la constitución de la asamblea. (2368 y siguientes, 2486; att. 209)

Luego de las reformas legislativas efectuadas en los años 2003 y 2010, el texto de esta disposición es ahora el siguiente:

La resolución aprobada por el voto determinante de aquellos que tienen, por su cuenta o por terceros, un interés en conflicto con el de la sociedad puede ser impugnada en virtud del artículo 2377 si puede causarle daño.

Los directores no podrán votar en deliberaciones sobre su responsabilidad. Los miembros del consejo de administración no podrán votar en deliberaciones sobre el nombramiento, la revocación o la responsabilidad de los consejeros de supervisión.

Antes de la modificación, podía distinguirse en el texto del artículo 2373 entre la prohibición de votar contenida en el primer párrafo de la disposición —que en el texto de la norma no estaba sujeta a la existencia o posibilidad de daño— de la sanción de anulabilidad establecida en el segundo párrafo, esta sí vinculada por el texto de la norma a la existencia o la potencialidad de daño. En este marco, la doctrina italiana había integrado la interpretación del primer y el segundo párrafos del artículo 2373, considerando que las consecuencias jurídicas del conflicto de intereses solo se producían si al votar el socio en conflicto dañaba o ponía en peligro el interés de la sociedad, como lo exigía el segundo párrafo para disponer la consecuencia de la impugnabilidad. Al respecto, comentando el texto original del artículo 2373, Galgano (1999, pp. 410-411) señalaba:

Hay conflicto de intereses entre socio y sociedad cuando el socio se encuentra en la situación de ser titular, ante una determinada decisión, de un doble interés: de su interés de socio y, además, de un interés externo de la sociedad, y esta duplicidad de intereses ha de ser de tal naturaleza que no pueda obtener el uno sin sacrificar el otro interés.

La simple duplicidad de la posición de intereses en cabeza de un mismo sujeto por sí sola no implica, sin embargo, una situación de conflicto en sentido técnico.

que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas. Disponible en http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/audiencia/ficheros/ECO_TES_190524_AP_APL_fomento_implicacion_largo_accionistas.pdf

Las dos posiciones pueden ser entre si solidarias, ya que el socio puede alcanzar su propio interés sin perjudicar el interés de la sociedad [...]

El socio es, según la hipótesis teórica que se suele formular, propietario de un inmueble (o es administrador de una sociedad propietaria de un inmueble), y en asamblea se debe decidir sobre la compra de ese inmueble por parte de la sociedad [...] No se puede saber, a priori, cuál de los dos intereses decidirá el socio satisfacer, si su interés de vendedor para obtener un precio alto o su interés de socio de la sociedad compradora en una compra con condiciones ventajosas; por esto, el artículo 2373, apartado 1, le ordena, preventivamente, abstenerse del voto. Si a pesar de la prohibición, el socio vota y si su voto ha sido decisivo en cuanto hace al cálculo de la mayoría en la asamblea (la llamada «prueba de la resistencia»), entonces cobra importancia el modo con el cual ha votado, esto es, si el socio ha sacrificado el interés personal o el social, o si logro un acuerdo del uno y del otro a fin de no perjudicar a la sociedad. El segundo apartado del artículo 2373, establece que la decisión puede ser impugnada, con arreglo a la norma del artículo 2373, «cuando pueda acarrearle daño a la sociedad», lo que equivale a decir que la decisión es anulable solo si, considerado el contenido de ella, resulta evidente que el socio sacrificó el interés social ante el interés personal. La norma es, por otra parte, muy rigurosa, ya que ella no exige, en cuanto a la anulación de la decisión, la prueba de un daño efectivo sufrido por la sociedad, sino que considera suficiente la prueba de un peligro de daño.

En el texto actual se ha eliminado la prohibición absoluta del voto del primer párrafo, estableciendo simplemente la consecuencia de la anulabilidad para cuando un acuerdo con potencialidad dañosa se adopta con el voto determinante de un socio en situación de conflicto de intereses. Con ello queda claro que el socio en situación de conflicto de intereses está autorizado a votar, pero el acuerdo es impugnable si daña o crea riesgo de daño a la sociedad. Señala al respecto Nicolini (2017, p. 14):

Antes de la reforma, la disposición tenía un énfasis particularmente importante en la prohibición de votar para el socio en conflicto de intereses. Con el cambio de la reforma, se elimina la prohibición de votar. Por lo tanto, no cabe duda de que el socio en conflicto de intereses tiene derecho a intervenir en la asamblea y votar sin afectar a la validez del acuerdo y que el Presidente de la Asamblea no tiene la facultad de excluirlo asumiendo un defecto de legitimidad [...].

No hay prohibición de voto. Lo que existe ahora es una regla de anulabilidad, en función de la cual el acuerdo puede ser impugnado si existe voto determinante de un accionista en situación de conflicto de intereses y además el acuerdo daña o puede causarle perjuicio a la sociedad.

Las posiciones de la doctrina respecto del grado de concreción de dicho riesgo de daño son distintas. Sostiene Nicolini (2017, pp. 16-17):

Se habla de la «potencial» nocividad de la decisión en contra de la sociedad. La doctrina se divide sobre el punto, en particular, sobre la esencialidad o no de

la potencialidad dañosa. La parte mayoritaria apoya su esencialidad alegando que la norma parece subordinar la anulabilidad del acuerdo a la existencia de ese elemento, es decir, la verdadera aptitud perjudicial de la operación prevista, convirtiéndose en de este modo, además de la constatación de la existencia de un interés extrasocial de la mayoría en relación con el contenido específico del acuerdo [...] La doctrina minoritaria es otra [...]. Se considera innecesario determinar el daño de la empresa. Según esta doctrina, es la correspondencia del acuerdo al interés contradictorio del accionista la que adquiere un carácter decisivo y no en sí misma su oposición al interés social o su idoneidad dañosa. Por lo tanto, se evitaría asignar al tribunal la tarea de hacer un «pronóstico sobre la probabilidad de acontecimientos futuros» o de un daño patrimonial actual o potencial; esto está reservado exclusivamente para la asamblea.

Es de destacar que el supuesto de conflicto de intereses tiene una clara diferenciación conceptual con la institución del abuso de la mayoría, que es reconocida en el derecho italiano, al igual que en muchos otros ordenamientos, y que también puede tener el efecto de limitar los poderes de un accionista controlador. En la institución del conflicto de intereses del socio se produce una contraposición entre el interés del socio y el de la sociedad. En cambio, en la institución del abuso de la mayoría esa contraposición no es esencial y puede más bien estarse ante un supuesto de conflicto entre los intereses de dos socios, que no afecta directamente a la sociedad. Dice Nicolini (2017, pp. 13-14):

Es clásico tomar, por ejemplo, el aumento del capital social porque nos permite percibir la peculiaridad del caso y una mejor representación de las diferencias con la hipótesis de conflicto de intereses desarrollada por la legislatura. En primer lugar, se observa que la peculiaridad a la que acabamos de referirnos se deriva de la posibilidad de acordar un aumento de capitales con el único fin de fortalecer las posiciones de control de la sociedad, sin una exclusión arbitraria del derecho de suscripción. En efecto, serían el tamaño, la forma y las circunstancias del aumento las que tienen el efecto práctico de desincentivar o incluso hacer prohibitiva la suscripción de acciones por parte de los socios minoritarios. En segundo lugar, cabe señalar que el interés de la mayoría, en este caso, no choca con el interés social, ya que efectivamente habrá un aumento del capital social y no una disminución del capital social, dando así una ventaja a la propia sociedad. A partir de esta última consideración es posible comprender los elementos diferenciales entre el caso en cuestión [abuso de la mayoría] y el que se rige por el art. 2373 civ. conflicto de intereses.

En este contexto, en la reciente jurisprudencia italiana, la institución del abuso de la mayoría no se inspira en el conflicto de intereses socio-sociedad, sino en un rompimiento de los principios de buena fe y equidad consagrados en los artículos 1175 y 1375 del Código Civil italiano, los cuales se estiman aplicables en la relación societaria (Nicolini, 2014, pp. 36 y ss.).

Sociedades bursátiles

Tratándose de sociedades bursátiles, las reglas de conflicto de intereses establecidas en el Código Civil y desarrolladas por la jurisprudencia han sido suplementadas por la atribución otorgada en 2004 al regulador del mercado de valores —la Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (Consob)— de establecer regulaciones adicionales aplicables a transacciones con partes vinculadas (ver Bianchi, Enriques & Mateja, 2018, p. 3). En este sentido, el artículo 2391 bis del Código Civil italiano establece actualmente lo siguiente:

Los órganos de administración de las sociedades que utilizan el mercado de capital de riesgo adoptan, de acuerdo con los principios generales establecidos por Consob, normas que garantizan la transparencia y la equidad sustancial y procesal de las transacciones con partes relacionadas y las dan a conocer en el informe de gestión; a tal fin pueden ser asistidos por expertos independientes, en razón de la naturaleza, el valor o las características de la transacción.

La Consob ha dispuesto que los emisores deben establecer en reglamentos internos, al menos:

(a) los límites pertinentes de las operaciones con partes relacionadas teniendo en cuenta los índices cuantitativos relacionados con el valor de la transacción o su impacto en uno o más parámetros dimensionales de la empresa. Consob también puede identificar los criterios pertinentes que tienen en cuenta la naturaleza de la transacción y el tipo de parte relacionada; (b) normas de procedimiento y transparencia proporcionales a la pertinencia y características de las transacciones, el tamaño de la empresa o el tipo de sociedad que utiliza el mercado de capital de riesgo, así como los casos de exención de todas o parte de las reglas anteriores; (c) los casos en que los consejeros, con sujeción al artículo 2391, y los accionistas que intervienen en la operación, estén obligados a abstenerse de votar sobre la operación o las garantías para proteger los intereses de la empresa y los accionistas para participar en la votación sobre la transacción.

Sobre este último tema, las regulaciones dictadas por la Consob disponen como norma general que si se somete a la junta de accionistas una transacción relevante con una parte relacionada que no cuente con el voto favorable de los directores independientes de la sociedad:

[...] sin perjuicio de la aplicación de los artículos 2368, 2369 y 2373 del Código Civil y con sujeción a las disposiciones legales exigidas por la ley, se preverán disposiciones destinadas a impedir la realización de la operación siempre que la mayoría de los accionistas con derecho a voto no vinculados voten en contra de la operación. Los procedimientos podrán prever que la realización de la transacción solo se impida si los accionistas no relacionados presentes en la junta representan

al menos un determinado porcentaje del capital social con derecho a voto, aunque en ningún caso superior a diez por ciento.²²

De esta forma, salvo que se cuente con los votos favorables de los directores independientes, una operación con partes relacionadas sometida a la Junta General de Accionistas de una sociedad bursátil italiana requerirá ser aprobada bajo la regla de la «mayoría de la minoría». La solución es radicalmente diferente a la aplicable en sociedades no bursátiles, en las que, como se ha visto, no existe una regla absoluta de abstención en cabeza de los accionistas en situación de conflicto de intereses, sino una posibilidad de impugnar acuerdos con potencialidad lesiva hacia la sociedad adoptados con el voto determinante del accionista conflictuado.²³

3. El conflicto de interés del accionista en el derecho peruano

3.1. Antecedentes del artículo 133 de la LGS

La pieza central en la regulación del conflicto de interés del accionista en el derecho peruano es el artículo 133 de la LGS. Como se recuerda, este artículo establece lo siguiente:

Suspensión del derecho de voto

El derecho de voto no puede ser ejercido por quien tenga, por cuenta propia o de tercero, interés en conflicto con el de la sociedad.

En este caso, las acciones respecto de las cuales no puede ejercitarse el derecho de voto son computables para establecer el quórum de la junta general e incomputables para establecer las mayorías en las votaciones.

El acuerdo adoptado sin observar lo dispuesto en el primer párrafo de este artículo es impugnabile a tenor del artículo 139 y los accionistas que votaron no obstante dicha prohibición responden solidariamente por los daños y perjuicios cuando no se hubiera logrado la mayoría sin su voto.

El antecedente inmediato de esta disposición se encuentra en el artículo 139 de la anterior Ley General de Sociedades, que tenía un texto bastante similar. La norma en cuestión señalaba:

El derecho de voto no puede ser ejercido por el socio en los casos en que tuviera, por cuenta propia o de tercero, interés en conflicto con el de la sociedad.

En caso de inobservancia de lo dispuesto en el párrafo anterior, el acuerdo sus-

22 Reglamento que contiene disposiciones relativas a las transacciones con partes relacionadas (adoptado por Consob con la Resolución 17221 de 12 de marzo de 2010, posteriormente modificada por las Resoluciones 17389 de 23 de junio de 2010 y 19925 de 22 de marzo de 2017 y 19974, de 24 de abril de 2017), artículo 13. Disponible en <http://www.consob.it>.

23 Italia también está sujeta a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, aunque al parecer su legislación interna cumple ya con los requisitos de la misma.

ceptible de causar daño a la sociedad es impugnabile a tenor del artículo 143, cuando no se hubiere logrado la mayoría necesaria sin su voto.

Los directores, miembros del consejo de vigilancia, gerente y mandatarios de la sociedad no pueden votar como accionistas cuando se trate del señalamiento de sus remuneraciones o de su responsabilidad en cualquier asunto.

Las acciones respecto de las cuales, conforme a este artículo y parte final del artículo 100, no se puede ejercitar el derecho de voto, son computables para establecer el quorum de la junta, e incomputables para establecer la mayoría de las votaciones.

El artículo 139 de nuestra antigua Ley General de Sociedades, a su vez, tenía una clara raigambre en el artículo 2373 del Código Civil italiano, cuyo texto original, como se ha visto, era el siguiente:

El derecho al voto no podrá ser ejercido por el accionista en las deliberaciones en las que tenga, por su cuenta o en la de un tercero, un interés en conflicto con el de la sociedad.

En caso de incumplimiento de lo previsto del párrafo anterior, la resolución, si puede causar daño a la sociedad, es impugnabile bajo el artículo 2377 si, sin el voto de los socios que deberían haberse abstenido de la votación, no se habría logrado la mayoría necesaria.

Los directores no pueden votar en deliberaciones sobre su responsabilidad (2393). Las acciones por las que, en virtud de este artículo, no se puede ejercer el derecho de voto, se cuentan a los efectos de la regular la constitución de la asamblea (2368 y siguientes, 2486; att. 209).

También es pertinente referir como antecedente de nuestro artículo 133 el artículo 248 de la Ley de Sociedades Comerciales de Argentina, que es mencionado por Elías Laroza (2015, p. 504) en sus comentarios a la LGS. Dicha disposición tiene el siguiente texto:

Accionista con interés contrario al social.

El accionista o su representante que en una operación determinada tenga por cuenta propia o ajena un interés contrario al de la sociedad, tiene obligación de abstenerse de votar los acuerdos relativos a aquélla. Si contraviniese esta disposición será responsable de los daños y perjuicios, cuando sin su voto no se hubiera logrado la mayoría necesaria para una decisión válida.

A continuación revisaremos la estructura y el sentido del artículo 133 de la LGS, y luego realizaremos algunos comentarios y sugerencias con respecto a la problemática que aborda.

3.2. ¿Qué es el conflicto de intereses?

El punto de partida en el correcto entendimiento del artículo 133 de la LGS es la noción de «interés en conflicto» o, conforme a la terminología más habitual, de «con-

flicto de intereses». La noción de conflicto de intereses es transversal al derecho —no es propia del derecho societario y ni siquiera del derecho privado, sino que tiene una muy importante aplicación en el derecho administrativo (ver Morón Urbina, 2014, p. 254)²⁴— e incluso dimensiones más allá de las propiamente jurídicas, como es el caso de la dimensión ética del conflicto de intereses.

En el tema que nos concierne, el conflicto de intereses se produce cuando una persona que, por razón de determinadas relaciones jurídicas legales o convencionales (por ejemplo, su carácter de apoderado) tiene el poder jurídico de afectar la esfera patrimonial de otra persona, puede ver afectado su juicio en cuanto a las decisiones que debe adoptar sobre dicho patrimonio, por determinados intereses contradictorios o contrapuestos.

Un representante, por ejemplo, por virtud de la relación jurídica de representación, tiene el poder de afectar la esfera patrimonial del representado. Lo mismo sucede en el caso del integrante de un órgano de administración de una persona jurídica, como podría ser el del integrante del directorio de una sociedad anónima. Normalmente, este poder de afectar la esfera jurídica de otro viene asociado a algún tipo de deber legal o convencional de actuar en función del mejor interés del representado.

Ahora bien: es posible y de hecho frecuente que, en determinadas circunstancias, el representante enfrente una situación en la cual existan otros intereses (por ejemplo, propios) que puedan distorsionar su juicio en cuanto a la decisión que debe tomar respecto del patrimonio de su representado. Si el representante ha de vender una propiedad de su representado, ¿puede al mismo tiempo ser comprador de esa propiedad? Si un abogado debe patrocinar un proceso judicial contra una determinada persona, ¿puede a la misma vez prestar servicios al demandado? Si una persona es director de un banco y a la misma vez accionista de una empresa cliente, ¿puede participar en la negociación o decisión de los términos de la operación de crédito? Estas son las típicas situaciones de conflicto de intereses.

Señala al respecto Anne Peters (2012, pp. 4-5), citando a Michael Davies:

El conflicto de interés ha sido definido como una situación en la que algún interés de una persona tiene una tendencia a interferir con el ejercicio apropiado de su juicio en beneficio de otro. El concepto de conflicto de interés en tal sentido se relaciona con situaciones de toma de decisiones con una relevancia práctica, tales como la deliberación y toma de decisión de una corte o tribunal, actividad administrativa, decisiones de un directorio de una sociedad, decisiones médicas de un doctor, o incluso las decisiones de los «agentes de decisión subrogados» de personas que adolecen de falta de capacidad de discernimiento. De manera que el conflicto con el que estamos tratando es un conflicto intrapersonal que surge dentro de un ser humano o una institución. No es un conflicto entre diferentes actores.

24 Por ejemplo, la Ley 27815, Ley del Código de Ética de la Función Pública, establece en su artículo 8 que: «El servidor público está prohibido de [...] [m]antener relaciones o de aceptar situaciones en cuyo contexto sus intereses personales, laborales, económicos o financieros pudieran estar en conflicto con el cumplimiento de los deberes y funciones a su cargo».

El conflicto se da en el seno de la persona que ha de tomar una decisión que afecta a otro, respecto de los intereses de ese otro que está llamada a proteger, y los intereses propios o de otra persona, que, en el caso concreto, se presentan como contrapuestos.

En el campo de las finanzas corporativas, el conflicto de intereses se ha estudiado en el marco de la relación agente-principal. La existencia de intereses en conflicto genera lo que se ha denominado costos de agencia, que, en buena cuenta, no son más que los costos del desalineamiento generado por los conflictos de intereses. En palabras de Jensen (2000, pp. 85-86):

[...] una relación de agencia [es] un contrato bajo el cual una o más personas — los principales— contratan a otra persona —el agente— para que realice algún servicio en su beneficio que involucra delegar algún grado de discreción al agente. Si ambas partes de la relación buscan maximizar su beneficio personal, hay buenas razones para pensar que el agente no siempre actuará en el mejor interés del principal. Dado que la relación entre los accionistas y los administradores de una sociedad encaja en la definición de una relación pura de agencia, no debería causar sorpresa descubrir que los problemas asociados con la separación entre propiedad y control en las sociedades modernas de accionariado difundido estén íntimamente asociados con el problema general de agencia.

En la estructura de este conflicto existe un interés que el agente de decisión tiene el deber de servir o cuidar de acuerdo con las normas aplicables en la ejecución de la función o encargo que le corresponde. Este es el que se denomina «interés primario». El conflicto de intereses se produce cuando el agente enfrenta o tiene otros intereses que pueden estar en conflicto con el interés primario y distorsionar su proceso de toma de decisiones en cuanto a cómo servir a los intereses de su mandante o principal. Cito nuevamente a Peters (2012, p. 20):

En el análisis de conflictos de intereses en el marco de una relación agente-principal, el interés del principal es denominado con frecuencia como el interés primario, esto es el interés que debería «oficialmente» ser perseguido por el agente. El agente tiene sus propios intereses «secundarios» [...]. ¿Qué son esos intereses «secundarios» que interfieren y que en el contexto concreto son «indebidos»? [...] [L]os intereses secundarios pueden ser financieros o personales (tales como la búsqueda de ventajas profesionales), pero también el deseo de favorecer amigos, familiares, colegas o alumnos.

El conflicto de intereses no solo se puede producir entre los intereses propios del agente y los intereses de su mandante; puede ocurrir también cuando un agente sirve a dos principales o mandantes. Señala Peters (2012, p. 27): «A diferencia del primer tipo de conflicto, aquí los intereses (hacia ambos lados) son primarios, pues están centrados en las [respectivas] relaciones fiduciarias [...]. Un ejemplo podría ser el miembro del directorio de una compañía que a la misma vez representa a un

acreedor importante de la misma empresa». Como lo dice el Evangelio: «Nadie puede servir a dos señores, pues menospreciará a uno y amará al otro, o querrá mucho a uno y despreciará al otro» (Mateo 6:24-26).

En el derecho civil, la problemática del conflicto de intereses se plantea a propósito de la representación y la autocontratación, donde las limitaciones a las facultades del representante de celebrar contratos consigo mismo, por derecho propio o como representante de tercero, se justifican en la noción de conflicto de intereses. Anota Flume (1998, p. 492), comentando la disposición del Código Civil alemán sobre autocontratación: «[L]a prohibición del negocio consigo mismo [está] establecida básicamente por razón de la colisión de intereses». A este respecto, por ejemplo, el artículo 166 del Código Civil peruano establece que el acto jurídico celebrado por el representante consigo mismo, en nombre propio o como representante de terceros, es anulable a no ser que la ley lo permita, el representado lo hubiere autorizado «o que el contenido del acto jurídico hubiera sido determinado de modo que excluya la posibilidad de un conflicto de intereses».

Como lo explica Pardow (2007, pp. 567 y ss.):

[...] un contrato supone dos partes independientes y diferenciadas, cuyos intereses contrapuestos terminan por armonizarse como resultado de la finalidad económica que cada una persigue. Puede ocurrir, sin embargo, que una misma persona tenga a su cargo varios patrimonios y pueda disponer, por lo tanto, de intereses que debieran estar opuestos en un contrato. Es lo que sucede con todo el que administra un patrimonio ajeno, quien puede disponer tanto de los bienes de su propiedad como de los bienes que se le ha confiado administrar. Por ello, la manera más sencilla en la que puede presentarse un conflicto de intereses es la que se produce en el autocontrato.

Añade más adelante este autor que lo que se encuentra detrás de las limitaciones legales a la autocontratación «es la idea de que en toda relación de intercambio las ganancias se obtienen a costa de la contraparte, por lo que cada vez que el titular de la potestad organice el autocontrato en función de su propio interés, necesariamente deberá sacrificar el patrimonio del dueño» (2007, pp. 567 y ss.).

En el campo del derecho de sociedades, la regulación del conflicto de intereses se da generalmente a propósito de los deberes de los administradores. Como se sabe, en su condición de representantes o de integrantes de los órganos de administración de la sociedad, los administradores tienen un conjunto de deberes frente a la sociedad, los que incluyen el deber de lealtad. Una de las concretas aplicaciones del deber de lealtad que es parte de los deberes fiduciarios del administrador frente a la sociedad es precisamente el deber de evitar situaciones de conflicto. Como explica Paz-Ares (2015, p. 53):

La obligación de evitar ponerse en una situación de conflicto de interés impuesta a los administradores por la letra e) del repetido artículo 228 LSC constituye el nervio central del deber de lealtad y representa, sin duda alguna, la regulación más sobresaliente de toda la materia. La manera más eficaz de impedir que el ad-

ministrador obtenga un beneficio personal indebido no es prohibiéndole alcanzar dicho resultado, sino prohibiéndole ponerse en una situación de riesgo, en la que pueda sucumbir a la tentación de alcanzarlo. La función del precepto es profiláctica, por eso define un supuesto de peligro abstracto.

Como veremos más adelante, en el caso del socio de control existe también la posibilidad de un conflicto de intereses, aunque la estructura jurídica del conflicto no es plenamente asimilable a la situación de un administrador o un representante.

La contraposición entre el interés de la sociedad y el interés del socio que se exige para que se configure una situación de conflicto de intereses puede ilustrarse con dos ejemplos provenientes de nuestra revisión del derecho comparado. El primero es el del caso *Sinclair v. Levien*, resuelto por la Corte Suprema de Delaware, que vimos al revisar el derecho de los Estados Unidos, el cual permite vislumbrar cuándo existe y cuándo no existe contraposición o conflicto de intereses. En ese caso, la Corte analizó tres decisiones que habían sido impuestas por el accionista mayoritario (Sinclair Oil) en su subsidiaria (Sinven): la distribución supuestamente excesiva de dividendos, la falta de participación de Sinven en oportunidades de negocios del grupo y la inacción de Sinven ante el incumplimiento de un contrato por otra empresa del grupo participada al 100 % por la matriz (Sinclair International).

La Corte distinguió en qué casos existía verdaderamente un conflicto de intereses de aquellos en los que no existía propiamente tal conflicto, analizando si se daba en cada caso una contraposición de intereses entre el interés del socio mayoritario y el interés del conjunto de los socios de Sinven:

Una matriz sí tiene un deber fiduciario frente a su subsidiaria cuando hay negocios entre la matriz y la subsidiaria. Sin embargo, esto por sí mismo no evoca el *intrinsic fairness standard*. Este estándar sería de aplicación solo cuando el deber fiduciario está acompañado de una situación de *self-dealing* donde la matriz está a ambos lados de una transacción con la subsidiaria. El *self-dealing* ocurre cuando la matriz, por virtud de su dominio sobre la subsidiaria, causa que la subsidiaria actúe de tal manera que la matriz recibe algo de la subsidiaria con exclusión y en perjuicio de los accionistas minoritarios de la subsidiaria.

Ello sí ocurría en el caso del contrato de suministro con Sinclair International, pues la ventaja allí (de existir) la recibía la matriz con exclusión de los demás accionistas. En cambio, no ocurría en el caso de las distribuciones de dividendos, donde todos los accionistas recibían el porcentaje correspondiente, ni en el caso de nuevos negocios, pues no había existido apropiación de oportunidades que pertenecían a Sinven. Sinclair podía tener un interés propio para promover y acordar la distribución de dividendos (como podría ser, por ejemplo, la necesidad de efectivo para acometer nuevos proyectos en otros países), pero ese interés no era contrario u opuesto al de la sociedad o al del conjunto de los accionistas. En cambio, en el contrato de suministro Sinven era una parte y Sinclair International (sociedad en la que no participaban los accionistas minoritarios de Sinven) la otra parte, de manera que la ventaja de uno era la desventaja de otro. Los intereses no eran concurrentes

sino contrapuestos. De esta forma, existirá conflicto en un acuerdo de junta general que versa sobre una operación o negocio en el cual el accionista es directa o indirectamente la contraparte de la sociedad, de manera que el mayor beneficio del accionista en cuestión (por ejemplo, un menor precio en el suministro de petróleo) se da a costa de la sociedad (que recibirá un precio menor por su producción); y no cuando se trata de una operación en el que el interés del accionista (en este caso controlador) es concordante o unívoco con el de la sociedad o el conjunto de los accionistas (como sería una transacción con un tercero no relacionado o una distribución de dividendos).

La segunda situación es la del aumento de capital dilutivo que mencionamos en nuestra revisión del derecho italiano. Al respecto, como señalaba Nicolini, un acuerdo de aumento de capital adoptado con el efecto de diluir a los accionistas externos al controlador no es un acuerdo violatorio del artículo 2373 del Código Civil, porque no existe un conflicto entre el interés del socio y el interés de la sociedad. Se distingue acá el interés de la sociedad del interés de algunos de los socios. Entendemos acá por interés social el interés común de todos los socios en la sociedad, el cual, *prima facie*, será la maximización del valor de la empresa (ver Lengua Peña, 2004). Es posible que exista un conflicto entre los intereses del socio de control y los intereses de todos o algunos de los socios minoritarios, pero la vía para solucionar esta problemática no es la de la institución del conflicto de intereses entre el socio y la sociedad regulada por el artículo 2373, sino la institución del abuso de la mayoría. El mismo razonamiento es aplicable bajo el artículo 133 de la LGS. Un acuerdo adoptado con el voto de un socio, que vulnera los intereses de otro socio sin afectar el interés de la sociedad, no es cuestionable bajo la institución del conflicto de intereses regulada en el artículo 133 de la LGS, independientemente de que pueda existir otra vía para resolver la controversia. Si no hay conflicto de intereses entre el socio y la sociedad, no es de aplicación el artículo 133 de la LGS.

3.3. Conflicto de interés y lesión al interés social

Es importante precisar que el conflicto de interés no requiere, para existir, de una efectiva vulneración del interés de la sociedad, por hacer prevalecer el accionista su propio interés sobre el de la sociedad al adoptarse el acuerdo. Por su naturaleza, el conflicto de interés se configura por la mera existencia de los intereses en conflicto, situación en la que existe un factor de riesgo que afecta el juicio del fiduciario (en este caso el accionista) en cuanto a las decisiones que ha de adoptar en beneficio de la sociedad a la que sirve. La existencia de intereses propios o de intereses de personas relacionadas que son contrarios al interés de la sociedad constituye en sí misma la situación de conflicto de intereses.

En palabras de Paz-Ares (2019, pp. 75-76):

No se olvide que el supuesto de hecho «conflicto de interés» constituye un tipo de peligro, no un tipo de lesión, y el peligro está en la propia inclinación de la naturaleza humana a favorecer lo propio o lo próximo en detrimento de lo ajeno o lejano, incluso aunque no haya una voluntad deliberada de hacerlo, debido a

los sesgos cognitivos y morales que nos acechan. Cuando una persona ejercita su juicio en una situación de conflicto, puede ser difícil para ella, incluso aunque subjetivamente quiera actuar con total honestidad, tener la certeza de que ha excluido de su proceso mental consideraciones relativas a sus propios intereses.

Por ello, no es correcta la posición que considera necesario que el accionista haga prevalecer su interés (o el del tercero relacionado) sobre el de la sociedad para que se configure el «conflicto de intereses». El conflicto de intereses es la situación en sí en la que el representante está expuesto a los intereses contrapuestos, independientemente de que actúe en un sentido o en el otro. En palabras de Ribas (2011, p. 1637):

[E]l conflicto de intereses se caracteriza por dos elementos: la contraposición de intereses entre la sociedad y el administrador y el riesgo de lesión de los intereses sociales [...] Al fundamentar el conflicto en una situación de riesgo para los intereses del principal, el hecho de que el resultado eficiente, fruto de la ejecución del negocio o conducta del administrador, no comporte una lesión al interés social, no excluye la deslealtad del acto. De esta suerte, la existencia de una lesión del interés del principal es irrelevante para la determinación del supuesto. Por el contrario, la acreditación del daño puede tener su importancia a los efectos de determinar la responsabilidad del administrador interesado.²⁵

En la misma línea, Iraculis (2012, p. 20) señala: «El conflicto de intereses refleja una concurrencia de intereses opuestos correspondientes a sujetos distintos —en nuestro caso, el interés personal o particular del socio, por un lado, y el interés social o común a todos los socios, por otro—; esto es, una relación idónea para perjudicar o lesionar el interés social». Más adelante, la misma autora (2012, pp. 131-132) sostiene:

[P]ara acreditar la existencia de un conflicto de intereses entre el socio y la sociedad no se requiere que se produzca un daño al interés social. Simplemente hace falta constatar la incompatibilidad de los intereses en cuestión, porque con ello se constata la potencialidad de causación de daño o perjuicio al interés social [...] A estos efectos, el conflicto de interés no se refiere a una actuación sino a una concreta situación en que se encuentran dos partes, por lo que la configuración del conflicto de intereses como situación de peligro o riesgo de lesión del interés social depende de la incompatibilidad de los intereses en juego.

Como lo explica Paz-Ares (2015, p. 53), en cita que nos permitimos reiterar: «La función del precepto es profiláctica, por eso define un supuesto de peligro abstracto».

De esta manera, la vulneración de la prohibición absoluta de voto o deber puro de abstención en situación de conflicto se produce por el solo hecho de participar

²⁵ Ribas escribe a propósito del conflicto de interés del administrador, pero en este caso el razonamiento es plenamente aplicable también al conflicto de interés del socio.

el socio conflictuado en la votación del asunto, aunque el acuerdo no resulte siendo lesivo al interés social. El conflicto de intereses genera un riesgo de que la decisión del agente sea contraria al interés social. La regla busca precisamente prevenir ese riesgo ordenando la abstención de la persona en conflicto. Este es el sentido del artículo 133 de la LGS, pues su primer párrafo contiene un mandato imperativo que no está limitado a situaciones en las que el acuerdo en el que se ejerce el derecho de voto sea lesivo para la sociedad: «El derecho de voto no puede ser ejercido por quien tenga, por cuenta propia o de tercero, interés en conflicto con el de la sociedad». La ilicitud o antijuridicidad de la conducta del accionista que vota en situación de conflicto de intereses se da por el solo hecho de participar en la votación. A continuación revisaremos las consecuencias previstas legalmente de esta antijuridicidad.

3.4. Consecuencias de la vulneración de la prohibición

Las consecuencias de la vulneración de la prohibición de voto o deber de abstención del accionista en situación de conflicto de intereses con la sociedad se describen en el tercer párrafo del artículo 133 de la LGS: «El acuerdo adoptado sin observar lo dispuesto en el primer párrafo de este artículo es impugnabile a tenor del artículo 139 y los accionistas que votaron no obstante dicha prohibición responden solidariamente por los daños y perjuicios cuando no se hubiera logrado la mayoría sin su voto». De esta manera, la disposición establece dos potenciales consecuencias para el acuerdo adoptado con infracción de la prohibición de voto del accionista en situación de conflicto de intereses: la «impugnabilidad» del acuerdo y la responsabilidad por daños y perjuicios del accionista infractor.

La «impugnabilidad»

El artículo 133 de la LGS ha señalado expresamente que un acuerdo adoptado con el voto determinante de un accionista en conflicto en contra de la prohibición establecida en dicho artículo es «impugnabile a tenor del artículo 139». Con ello, la norma establece la anulabilidad del acuerdo.

Como se sabe, el artículo 139 de la LGS señala que pueden ser impugnados «los acuerdos de la junta general cuyo contenido sea contrario a 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», así como «los acuerdos que incurran en causal de anulabilidad prevista en la Ley o en el Código Civil». No obstante la deficiente sistemática que tiene el tratamiento de la impugnación, la anulabilidad y la nulidad de los acuerdos societarios en nuestra LGS,²⁶ se debe concluir que el artículo 139 de la LGS regula el supuesto de anulabilidad de los acuerdos de junta general de accionistas. Es verdad que la LGS no señala expresamente que los casos

26 Explica Olivas (2010): «Nuestra realidad legislativa —entiéndase principalmente artículos 38, 139 a 151 de la Ley General de Sociedades— carece de la claridad necesaria a efectos de erigir una justicia predecible. A nuestro parecer, no merece elogio alguno, puesto que en esta se preceptúan una serie de supuestos sin diferenciar claramente la categoría jurídica invalidante, originando que diversos aspectos

comprendidos en el artículo 139 son de anulabilidad. Sin embargo, ello es lo que corresponde por la naturaleza de los supuestos contemplados en dicha disposición y por la sistemática — con todo lo confusa que es— de nuestra LGS. La impugnación no es una forma de patología de un acuerdo societario, sino la facultad que corresponde a determinadas personas —en particular un accionista— para cuestionar jurisdiccionalmente un acuerdo societario afectado con un vicio de invalidez. Como explica Román Olivás (2010):

La invalidez como situación de anormalidad estructural de un acuerdo societario —en tanto negocio jurídico mercantil— no puede dejar de considerar sus dos únicas consecuencias jurídicas: la nulidad y la anulabilidad. Así, la existencia del régimen jurídico que planteamos, se verifica a partir de la norma contenida en el artículo 139 de la Ley General de Sociedades, la cual ha previsto una serie de supuestos de «anulabilidad de los acuerdos societarios», siendo que el artículo 150° de la ley acotada ha establecido las «causales de nulidad» de los negocios jurídicos mercantiles antes referidos.

De acuerdo con Román Olivás, considero, en efecto, que los acuerdos comprendidos en el artículo 139 de la LGS (incluyendo el supuesto del primer párrafo del artículo 133) son acuerdos anulables.

Ausencia de exigencia de daño al interés social

Otra cuestión que suscita la interpretación de la norma es determinar si la consecuencia de ser el acuerdo «impugnable a tenor del artículo 139» —es decir, anulable— requiere de la existencia de daño o lesión al interés social, o es simplemente resultado de la vulneración de la prohibición de voto establecida por el artículo 133 de la LGS. En mi opinión, la norma no exige que exista daño o lesión al interés social para que se produzca la consecuencia de la anulabilidad.

En efecto, a diferencia de la redacción del artículo 139 de la antigua Ley General de Sociedades y del artículo 2373 del Código Civil italiano en el que aquella se inspiró, el tercer párrafo del artículo 133 de la LGS omite señalar que las consecuencias allí establecidas —la impugnabilidad y la responsabilidad por daños y perjuicios— están sujetas a la existencia de una potencialidad dañosa del acuerdo con respecto al interés social. Así, en el artículo 139 de la antigua Ley General de Sociedades se establecía que «en caso de inobservancia de lo dispuesto en el párrafo anterior, el acuerdo *susceptible de causar daño a la sociedad* es impugnable» (cursivas nuestras). Asimismo, el artículo 2373 del Código Civil señalaba que «en caso de incumplimiento de lo previsto del párrafo anterior, la resolución, *si puede causar daño a la sociedad*, es impugnable bajo el artículo 2377» (cursivas nuestras). La referencia al potencial lesivo está ausente en la redacción del artículo 133 de la LGS.

prácticos tan sencillos como el determinar a quién corresponde la legitimidad para obrar activa, o cual resultaría ser el plazo de caducidad aplicable, o bien verificar si la vía procedimental asignada es la correcta, no puedan ser definidas claramente» (pp. 93-94).

La existencia de daño a la sociedad es un requisito ineludible para la responsabilidad civil, de manera que, respecto de ese punto, no era necesario que la LGS señale expresamente la necesidad de que exista perjuicio. En cambio, en el caso de la anulabilidad, esta, en abstracto, no requiere siempre de la existencia o potencialidad de un daño para su configuración. En este sentido, creo que, aun estando en desacuerdo con el sentido de la norma desde el punto de vista de la política normativa, es ineludible concluir que, según el artículo 133 de la LGS, los acuerdos adoptados con el voto determinante de un accionista de conflicto de intereses son acuerdos anulables por el solo hecho de la vulneración de la prohibición y sin que se requiera acreditar una lesión al interés social. El artículo vincula la consecuencia jurídica de la anulabilidad solo a la vulneración de la prohibición de voto del accionista en conflicto, de modo que si el voto del accionista conflictuado es determinante para el acuerdo, ese solo hecho hace el acuerdo anulable. Una interpretación contraria —que exija para la anulabilidad la lesión al interés social— haría redundante la referencia a la impugnación en el artículo 133 de la LGS, pues su artículo 139 ya establece que los acuerdos lesivos son anulables. Más bien, se trata, en este caso, de uno de los supuestos de «acuerdos que incurran en causal de anulabilidad prevista en la Ley», a los que se refiere el segundo párrafo del artículo 139. La «Ley» es, en este caso, el artículo 133 de la LGS.

¿El acuerdo también sería nulo?

Por otro lado, dentro de la verdadera maraña conceptual que es el tratamiento de la ineficacia de los acuerdos societarios en nuestra LGS, no podemos olvidar el artículo 150, que señala que: «Procede acción de nulidad para invalidar los acuerdos de junta contrarios a normas imperativas o que incurran en causales de nulidad previstas en esta ley o en el Código Civil [...]», y que «cualquier persona que tenga legítimo interés puede interponer acciones de nulidad contra los acuerdos mencionados [...]».²⁷ La prohibición de voto contenida en el primer párrafo del artículo 133 de la LGS es ciertamente una norma imperativa, lo que se desprende no solo de su redacción prohibitiva (el «derecho de voto no puede ser ejercido»), sino de la materia que regula, que es el deber de lealtad del socio y la protección de los intereses de la sociedad y de los accionistas minoritarios frente a un socio potencialmente desleal.

Por ello, ¿un acuerdo de junta general adoptado con vulneración de dicha prohibición debería también ser considerado como un acuerdo nulo por ser «contrario a normas imperativas» de acuerdo con el artículo 150 de la LGS?, ¿podría sostenerse que la LGS debe ser interpretada en el sentido de que un acuerdo societario puede ser a la misma vez nulo y anulable? Podría pensarse que dado que el texto de la ley atribuye consecuencias distintas al mismo supuesto, aunque esto sea asistemático y técnicamente incorrecto, después de todo es lo que la ley establece y, por lo tanto,

27 Tampoco podemos olvidar el artículo 38 de la LGS, conforme al cual «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 varios socios». Sin embargo, esta disposición claramente no es aplicable al supuesto de hecho, pues éste está regulado en normas especiales aplicables a las sociedades anónimas.

lo que se debe aplicar. Parte de los problemas de sistemática de los que —justificadamente— se acusa al tratamiento de la impugnación de acuerdos en la LGS proviene precisamente de la aparente atribución de consecuencias jurídicas distintas a los mismos supuestos fácticos.²⁸ En este caos normativo, podría decir alguien que efectivamente la ley ha atribuido dos consecuencias distintas (aunque sean incompatibles) al mismo supuesto, por lo que un acuerdo societario adoptado en violación de la prohibición de voto contemplada en el primer párrafo del artículo 133 de la LGS podría ser, a la misma vez, un acuerdo anulable susceptible de impugnación bajo el artículo 139 de la LGS (por expresa referencia del artículo 133) y un acuerdo nulo a tenor del artículo 150 de la LGS.

Niego enfáticamente la admisibilidad en derecho de una interpretación de ese corte. Es función del intérprete identificar una lectura de la ley que tenga sentido a la luz de la naturaleza de las instituciones jurídicas y de la lógica que las inspira. Por ello, no es admisible una interpretación que preconice esa sanción «dual» para el mismo acuerdo. No lo es porque la sanción de nulidad prevista en el artículo 150 de la LGS es incompatible con la sanción de anulabilidad contemplada bajo el artículo 139 de la LGS, que es la consecuencia jurídica prevista para el acuerdo adoptado con el voto determinante del accionista en conflicto según el artículo 133. Es un principio lógico ineludible que las cosas no pueden ser y no ser al mismo tiempo. Dada la incompatibilidad entre la naturaleza y los efectos de las situaciones jurídicas de nulidad y anulabilidad, no es posible que un negocio jurídico sea al mismo tiempo nulo y anulable. La anulabilidad solo puede predicarse de negocios jurídicos que no son nulos (ver, por ejemplo, Galgano, 1992, p. 316). La LGS ha establecido expresamente que el acuerdo adoptado en violación de la prohibición establecida en el primer párrafo del artículo 133 es susceptible de impugnación a tenor del artículo 139. Ello implica que es anulable. Consiguientemente, no puede considerarse que ese mismo acuerdo es nulo por aplicación del artículo 150 de la LGS. La consecuencia de esta interpretación sería un imposible: un negocio jurídico que a la misma vez es nulo y anulable. Por ello, en mi opinión, la consecuencia que la ley atribuye a este tipo de acuerdos es únicamente la anulabilidad de conformidad con el artículo 139 de la LGS y no la nulidad.

Responsabilidad por daños y perjuicios

La segunda consecuencia de la vulneración de la prohibición del voto aplicable al accionista en conflicto de intereses es la responsabilidad por los daños y perjuicios irrogados. Naturalmente, para la existencia de esta responsabilidad deberán concurrir, además del acto ilegítimo de votar contra la prohibición legal y el carácter determinante del voto, los demás elementos de la responsabilidad civil: el daño y la relación de causalidad entre el acuerdo y este. La ley no establece, sin embargo,

28 Cito nuevamente el excelente trabajo de Román Olivás (2010, p. 83): «[L]a antinomia aludida se verifica por la presencia de dos condiciones, a saber: a) la existencia de normas contradictorias (artículos 38, 139 y 150 de la Ley General de Sociedades) que al parecer se refieren al mismo supuesto de hecho, y b) las consecuencias jurídicas asignadas por las normas involucradas, que son a su vez incompatibles entre sí».

la obligación de devolver las ganancias obtenidas indebidamente por el socio en conflicto como consecuencia de la vulneración de la prohibición.

3.5. Sociedades bursátiles

Para las sociedades bursátiles rige, además del artículo 133 de la LGS, lo establecido en el inciso 'c' del artículo 51 de la Ley del Mercado de Valores, que regula las transacciones entre partes relacionadas. Esta disposición no se refiere al voto en junta general del accionista en situación de conflicto, pero requiere de la intervención de directores desinteresados en la aprobación de la operación:

Para la celebración de cada acto o contrato que involucre al menos el cinco por ciento de los activos de la sociedad emisora con personas naturales o jurídicas vinculadas a sus directores, gerentes o accionistas que directa o indirectamente representen más del diez por ciento del capital de la sociedad, se requiere la aprobación previa del directorio, sin la participación del director que tenga vinculación [...] En las transacciones en las cuales el accionista de control de la sociedad emisora también ejerza control de la persona jurídica que participa como contraparte en el respectivo acto o contrato sujeto a aprobación previa por el directorio, se requiere adicionalmente la revisión de los términos de dicha transacción por parte de una entidad externa a la sociedad emisora [...].

Mediante Resolución 029-2018-SMV/01, la Superintendencia del Mercado de Valores dictó las disposiciones reglamentarias necesarias para la aplicación del referido artículo 51 'c'. Entre otras cosas, dichas normas reglamentarias dispusieron que el artículo 51 'c' de la LMV solo sería de aplicación a las sociedades con acciones con derecho a voto inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores.²⁹ De esta forma, para las sociedades con acciones inscritas en el referido registro, en el caso de transacciones con partes relacionadas, serán de aplicación las disposiciones del artículo 51 'c' de la LMV y su Reglamento, además de las normas correspondientes de la LGS, incluyendo, entre ellas, el artículo 133.

4. Comentarios finales

4.1. Conflicto de interés y deber fiduciario: la posición del accionista

Como se ha visto, la noción de conflicto de intereses y las limitaciones y reglas especiales aplicables a la actuación del agente o representante en este tipo de situaciones obedecen a la existencia de un deber que obliga al agente a proteger el interés de su mandante incluso por encima del propio. Este deber puede tener origen legal o contractual. Como lo explica Peters (2012, p. 13):

²⁹ De acuerdo con el texto del encabezado del artículo 51 de la LMV, este es de aplicación a todos los emisores con valores inscritos en el referido Registro Público del Mercado de Valores.

Crucialmente, el conflicto de interés es un problema solo con respecto a decisiones hechas para otro (el cliente o el público). Un conflicto de intereses no emerge en toda situación en la cual una persona debe respetar —pasivamente— varios intereses. Lo que se necesita es una obligación de defender activamente los intereses de otros. Si esto no fuera una pre-condición para usar el concepto de conflicto de intereses, entonces el conflicto de intereses no sería distinguible del simple abuso del derecho.

En el derecho de sociedades, las normas sobre conflicto de intereses aparecen normalmente vinculadas a la actuación de los administradores, que, se reconoce, tienen deberes fiduciarios frente a la sociedad. En palabras de Llebot (2013, p. 24), la relación jurídica entre los administradores y la sociedad «surge plagada de potenciales conflictos de intereses entre los administradores y los socios como consecuencia de la separación entre la función de asunción del riesgo empresarial, asumida por los socios, y la función de administración de la empresa social, desarrollada por las personas titulares del cargo de administrador [...]». Es como respuesta a estos potenciales conflictos de intereses que surgen los deberes fiduciarios. Añade Llebot (2013, p. 25):

La posición fiduciaria de los administradores de las sociedades se define por el deber de fidelidad que éstos están obligados a cumplir frente a la sociedad en el desempeño del cargo y cuyo significado reside en anteponer siempre el interés social al interés particular de modo que ante cualquier situación de conflicto entre ambos el administrador está obligado a no sobreponer sus intereses particulares a los intereses de la sociedad.

En concreto, las disposiciones sobre conflicto de intereses forman parte del deber de lealtad que corresponde a los administradores. Incluso en aquellos ordenamientos que no contienen una prohibición absoluta a la actuación del administrador en situación de conflicto de interés, la normativa societaria buscará requerir la intervención ratificatoria de la junta general o garantizar que los términos de los contratos en los cuales haya posibilidad de intereses contrapuestos se celebren en términos justos y equitativos frente a la sociedad, de modo que el administrador no haga prevalecer su propio interés o el interés de terceros.

Parte de la discusión sobre la situación del accionista en situación de conflicto de interés gira alrededor de si puede considerarse que el accionista de una sociedad anónima tiene deberes de lealtad similares a los de un administrador, que puedan obligarlo a abstenerse de participar en una decisión en la que tenga conflicto de intereses o participar en dicha decisión pero con la obligación de priorizar el interés social sobre el propio o de no hacer prevalecer sus intereses propios o los de terceros relacionados por sobre los de la sociedad. Esta cuestión es claramente debatible y tiene una trascendencia fundamental en cuanto al gobierno de las sociedades. A diferencia del accionista, el administrador tiene la facultad de afectar el patrimonio de la sociedad debido a poderes que provienen de una designación, otorgada por la sociedad y aceptada por él, que por sus términos le obliga a actuar representando o

administrando lealmente el patrimonio de la compañía. El representante o administrador actúa con el poder conferido por la sociedad de afectar el patrimonio de esta, por lo que es enteramente lógico que, como parte de ese poder, tenga la obligación de actuar buscando el mayor beneficio de su representado o administrado. La situación del accionista es diferente, pues este, cuando ejerce su derecho de voto, pone en práctica una facultad que le corresponde como principal, como propietario de las acciones a las que corresponde el derecho de voto. De ahí la posición clásica en la jurisprudencia inglesa en el sentido «los votos son derechos propietarios, como otros inherentes a las acciones, que el tenedor puede ejercer en función de sus propios intereses egoístas, incluso si éstos son opuestos a los de la compañía» (Davies & Worthington, 2012, p. 691). Por lo demás, como titular del interés residual en la empresa, es en el accionista —no el administrador— sobre quien recae el perjuicio o el beneficio de las decisiones en la sociedad. Consiguientemente, la posición jurídica y financiera del accionista en una sociedad anónima es inherentemente distinta a la del administrador.

Sin perjuicio de ello, no se puede dejar de observar alguna similitud entre el poder de los administradores y el del accionista de control. Producto de la aplicación de la regla de las mayorías en una sociedad anónima, en los casos en que existe un accionista de control, este, en la práctica, tiene un poder jurídico que le permite tomar decisiones que impactan en el patrimonio de la sociedad y, consiguientemente, no solo en su propio patrimonio sino también en el de los demás accionistas —algo parecido a lo que ocurre en el caso de los representantes o administradores—. Como señalé hace unos buenos años:

En los casos en los que existe uno o un grupo de accionistas que ejercen el control de la sociedad, los problemas clásicos de agencia en la sociedad anónima pueden disminuir, en la medida que existen propietarios que sí participan activamente en la gestión o que la supervisan cercanamente. Sin embargo, surge también una dimensión adicional, consistente en los potenciales conflictos de intereses entre accionistas mayoritarios o de control y accionistas minoritarios o externos al bloque de control. El accionista mayoritario o controlador puede asumir un rol similar al del administrador con relación al accionista minoritario: producto de la aplicación de la regla de las mayorías en la sociedad anónima, tiene —directamente o a través de la administración que ha designado— la capacidad de tomar decisiones sobre el uso de los recursos sociales que, a fin de cuentas pertenecen también a los accionistas externos ... [E]sta realidad hace surgir los problemas de agencia que la literatura clásica analiza a propósito de la separación entre propiedad y control. El accionista minoritario es propietario, pero no controla; y, a propósito de éste y de su relación con el bloque de control se presentan problemas similares o los que existen en lo relación entre accionistas dispersos y administradores en las grandes sociedades de accionariado difundido (ver Payet, 2003, pp. 82 y ss.).

El peligro generado por este poder lo advierte claramente Sáez Lacave (2016, p. 36):

Por otro lado —señala— tenemos el pacto de reparto de las ganancias sociales. Los socios han acordado en el contrato la cuota que corresponde a cada cual en la participación del resultado. Este es el principal interés de los socios que les lleva a participar en la sociedad. La distribución asimétrica, en consecuencia, es el peor de los riesgos en este campo. Pero el sistema de toma de decisiones de la organización en manos de algunos socios produce dos consecuencias. [...] [L]os socios de control, al controlar la sociedad y sus órganos de decisión, tienen el poder de decidir sobre el uso de bienes que, en rigor, no les pertenecen (por entero, al menos). Es decir, tienen incentivos para desviar a su favor —mediante, por ejemplo, la amplia panoplia de las operaciones vinculadas—, parte de las ganancias generadas por la sociedad que, por tanto, no entrarán en la bolsa de los beneficios repartibles conforme a los criterios fijados ex ante en el contrato social —la regla de la prorrata o proporcionalidad.

Esta situación, sin embargo, no es la misma que la de un administrador, que es únicamente un agente y no un principal. El accionista es agente y es principal a la misma vez. Por lo tanto, su facultad de controlar no solo genera costos de agencia, sino que también los remedia. Como lo indican Gilson y Gordon (2003, pp. 785 y ss.), las reglas aplicables a las decisiones del accionista controlador están en la intersección de dos caras del problema de agencia:

La primera es la del conocido problema agente-principal que surge de la separación entre propiedad y control. Con solo esta faceta en mente, la presencia de un accionista importante puede monitorear mejor a la administración que las distintas técnicas de mercado. La segunda es el problema de agencia que surge entre los accionistas controladores y los accionistas no controladores, que produce el potencial de beneficios privados del control —beneficios para el accionista controlador que no son otorgados a los accionistas no controladores.

De hecho, muchas veces el accionista controlador tiene una exposición financiera relativa superior a la de los accionistas minoritarios en una sociedad, pues estos últimos tienden a diversificar más, de manera que sus incentivos para una adecuada supervisión y monitoreo del *management* pueden ser superiores (Means, 2019, p. 913).

Además del rol de monitoreo y supervisión, otros autores han destacado la importancia que puede tener la presencia de un controlador en una sociedad para dar liderazgo estratégico y generar valor en beneficio de todos los accionistas. Dicen Goshen y Hamdani (2016, p. 565): «[El] control permite a los emprendedores desarrollar estrategias de negocios que ellos consideran que generarán retornos por encima del mercado, asegurándoles la posibilidad de implementar su visión de la manera que consideren más conveniente». Estos autores ponen el ejemplo de Henry Ford, que luego de intentar dos veces construir una gran empresa automovilística cediendo el control a los inversionistas externos y fracasando al no poder implementar su visión de negocio por no tener el control absoluto de la sociedad, insistió, en su tercer intento, en retener para sí el control de la empresa. Esta tercera empresa fue la Ford Motor Company, que hasta el día de hoy es controlada por la familia Ford

a través de una clase especial de acciones (Goshen & Hamdani, 2016, p. 567; ver también Muller, 2014). Esta misma razón, a criterio de Goshen y Hamdani, explica el uso de estructuras duales de acciones con voto y sin voto, o de acciones comunes y acciones con voto múltiple, que permiten a los fundadores retener el control luego de los *initial public offerings* (IPOs) en compañías tecnológicas como Facebook y Google (2016, p. 590). En un reciente artículo, Choi (2018, p. 54) advierte: «Cuando analizan la estructura corporativa, los académicos en el campo del derecho y las finanzas típicamente tratan la presencia de un accionista controlador como una fuente (o síntoma) de un mal gobierno corporativo y resultado de un derecho de sociedades deficiente». Añade, sin embargo, que, no obstante la preocupación que pueden generar las posibilidades de explotación de la minoría:

[...] la estructura de propiedad concentrada no solo es algo prevalente, sino que las compañías con accionistas controladores son con frecuencia exitosas. Compañías como BMW, Ikea, Fiat, Lego, LVMH y Samsung, así como Amazon, Facebook y Google, destacan en ofrecer productos y servicios que son bien recibidos por los consumidores y generan flujos de caja y utilidades sólidos para sus accionistas. Todas estas compañías tienen un accionista (o un pequeño grupo de accionistas), con control de iure o de facto.

También debe resaltarse la importancia que tiene el control unitario en las sociedades que integran grupos empresariales, en las que la pertenencia al grupo permite a todos los accionistas de las compañías integrantes —incluyendo los accionistas minoritarios de subsidiarias— beneficiarse de las eficiencias generadas por el grupo. Como dice Paz-Ares (2019, pp. 82-83):

[...] puede afirmarse que la organización de la empresa como grupo es eficiente en la medida en que produce más valor que el que podría producirse bajo formas alternativas de organización. La propia extensión del fenómeno —en España, por ejemplo, aproximadamente el 80% de los ingresos del Impuesto sobre Sociedades proceden de grupos de sociedades— puede tomarse como evidencia empírica de que efectivamente es así. La existencia de economías de grupo no está pues en tela de juicio, es casi una verdad de Perogrullo.

Y es precisamente la existencia de un control único lo que permite generar esas eficiencias. En palabras de Paz-Ares (2019, pp. 82-83): «[e]l factor crítico que explica la eficiencia de estas operaciones reside en la considerable rebaja de los costes de información y los costes de enforcement que procura el grupo como sistema de gobernanza contractual». Esto no es más que aplicación práctica de la teoría de la firma de Ronald Coase (1937, p. 87).

Por las consideraciones antes señaladas, si bien no puede soslayarse la necesidad de enfrentar legislativamente la problemática del conflicto de interés del accionista, para hacerlo es importante entender la dinámica de la participación de un accionista controlador en una sociedad, la cual, como se ha visto, no solo tiene ciertos riesgos, sino que puede generar importantes beneficios.

4.2. Opciones frente al conflicto de intereses del accionista

La existencia de un conflicto de intereses puede trastocar la eficiencia del mecanismo de decisión por votación mayoritaria, y ello no es privativo del directorio de una sociedad anónima, sino que puede también producirse en la junta general de accionistas, incluso con mayor impacto por tratarse del órgano supremo de la sociedad. Como lo explica Goshen (2003, p. 400):

En una situación de conflicto de intereses, la votación no necesariamente refleja la «preferencia del grupo». Este problema es bastante común cuando una transacción entre el grupo y uno de sus miembros está agendada para voto. En esas circunstancias, la base para la decisión del votante se basará sin duda en sus intereses personales antes que en el valor de la transacción para el grupo en su conjunto. Una situación de *self-dealing* puede, por tanto, neutralizar la capacidad del mecanismo de votación para establecer la preferencia grupal.

En esta situación, existen varias opciones disponibles desde el punto de vista del diseño del sistema jurídico. La primera es la que Goshen denomina «no intervención», es decir, no establecer ninguna prohibición o limitación normativa a la realización de transacciones entre la sociedad y sus directores o accionistas controladores (2003, pp. 404-407). En esta posición, un accionista controlador o unos directores vinculados podrán libremente adoptar en la sociedad decisiones que los beneficien a ellos y perjudiquen a la compañía, transfiriendo recursos de esta a su favor en desmedro de los accionistas minoritarios. La tesis que sustentaría esta opción es que el mercado regulará adecuadamente el problema de potencial expropiación.³⁰ Debido a que los administradores o accionistas controladores de la sociedad requieren del capital que proporcionan los accionistas minoritarios, entonces tendrán que ofrecer y brindar a los inversionistas una protección contractual adecuada contra el riesgo de expropiación a través de transacciones interesadas, pues de lo contrario no podrán obtener ese capital o lo obtendrán en condiciones muy onerosas. Sin embargo, ello solo sucedería en un mundo sin costos de transacción o en el que los costos de transacción sean muy bajos. En el mundo real, los costos de información vinculados a un análisis por cada inversionista del nivel de protección contractual ofrecido por cada emisor serían tan elevados que harían impracticable esta solución (Goshen, 2003, p. 406).

Otra posibilidad teórica es la prohibición absoluta de cualquier situación en la que exista un conflicto de interés entre un accionista controlador o un director y la sociedad. En materia de transacciones con partes vinculadas, esta fue la posición del derecho en los Estados Unidos en el siglo XIX para los contratos entre la sociedad y sus directores (Clark, 1986, p. 160). En muchos ordenamientos societarios, las limitaciones para la celebración de actos y contratos entre los administradores y la sociedad son la regla general. No obstante, existen situaciones de potencial conflicto entre administradores o accionistas y la sociedad en las que sin duda es beneficioso

³⁰ Incluso algunos autores sostienen que es necesario permitir que el accionista controlador se apropie de algún grado razonable de «beneficios privados del control», con el fin de compensar los costos de dirección y monitoreo en los que incurre (ver por ejemplo, Gilson y Gordon, 2003).

para esta última permitir que se realice una transacción. Ello será especialmente notorio en el caso de transacciones con accionistas. Como lo explica Goshen (2003, p. 400), «en muchos casos una transacción con un accionista será la mejor opción para la compañía. Por ejemplo, una compañía necesitada de crédito podría encontrar que, en ciertos casos, el financiamiento otorgado por sus accionistas controladores es la alternativa más conveniente». La organización de la actividad empresarial a través de grupos de sociedades es otro ejemplo que demuestra la eficiencia que muchas veces tienen las transacciones entre entidades vinculadas en las que existe un potencial de conflicto de intereses (Paz-Ares, 2019, pp. 81 y ss.).

Dentro de estos dos extremos —la prohibición absoluta y la permisibilidad ilimitada—, los sistemas jurídicos con frecuencia establecen mecanismos intermedios. Uno de ellos es el del control por parte de una autoridad independiente —normalmente el Poder Judicial— de los términos de la operación entre la sociedad y una parte relacionada, para asegurar que estos sean justos y equitativos. Dicha alternativa, añade Goshen (2003), está normalmente vinculada a un remedio indemnizatorio y no a una prohibición de votar. Bajo este tipo de reglas, el accionista mayoritario o los directores vinculados pueden aprobar la operación incluso contra la oposición de la minoría, pero quedan expuestos a una revisión judicial a pedido de la minoría, en la que puede establecerse una obligación de compensar a la sociedad o a los accionistas minoritarios si los términos de la transacción no fueron justos y equitativos (pp. 403-404).

Otro mecanismo utilizado en algunas ocasiones es el deber de abstención de la persona conflictuada en la adopción de la decisión respecto de la operación, de manera que la decisión sobre realizar o no la operación recae exclusivamente en las personas no afectadas por el conflicto de intereses. Esta opción es bastante común tratándose de los administradores de las sociedades y se apoya frecuentemente en la figura de los directores independientes o los directores no relacionados. En cambio, es menos común en los casos de accionistas. Señala Goshen (2003, p. 42): «En lugar de prohibir completamente las transacciones relacionadas, la solución de la mayoría de la minoría usa el mecanismo de votación para determinar el consentimiento del grupo excluyendo a aquellos accionistas con conflicto de interés de la votación. Esta solución asume que solo los votos de los miembros del grupo sin conflicto de interés son relevantes para determinar la “preferencia grupal”».

Goshen anota dos ventajas de la regla de la mayoría de la minoría. La primera es que impide a un accionista conflictuado imponer una transacción a una minoría que se opone a ella, generando un espacio de negociación entre mayoría y minoría. Y la segunda es que, debido a que la decisión la toman agentes privados, no se requiere recurrir a una corte para que revise los términos sustantivos de la transacción. Sin embargo, destaca también el peligro de que la potestad otorgada a la minoría para impedir la realización de la transacción genere comportamientos estratégicos o extorsivos que incluso puedan llegar a impedir la realización de transacciones beneficiosas para la sociedad (Goshen, 2003, p. 402). Asimismo, puede generar importantes costos al privar al controlador —que es al final quien más riesgo tiene expuesto en la sociedad— de la posibilidad de dirigir la estrategia empresarial y tomar las decisiones claves en la organización.

Por otro lado, en cuanto a los remedios o consecuencias jurídicas que se pueden aplicar en una situación de conflicto, siguiendo la metodología de Calabresi (Calabresi & Melamed, 1972, pp. 1089 y ss.), Goshen distingue entre reglas de propiedad y reglas de indemnización:

Una regla de propiedad impide que cualquier transacción con conflicto de intereses contemplada pueda proceder sin el consentimiento de los propietarios de la minoría. Esto es, una transacción solo puede ser realizada con el consentimiento del grupo desinteresado a un precio que sea función de la evaluación subjetiva de dicho grupo sobre su valor. Esta categoría incluye sistemas que o niegan a las partes interesadas el derecho a votar en el asunto o requieren la aprobación de una mayoría de la minoría desinteresada. Una regla de responsabilidad permite que una transacción con conflicto de intereses sea impuesta a una minoría que se opone pero asegura que la minoría sea compensada en términos objetivos de valor de mercado. Esta categoría incluye sistemas que permiten a un accionista controlador en conflicto de intereses poder votar pero requieren que la transacción sea «justa». (Goshen, 2003, p. 392)

4.3. La necesidad de una modificación del estándar

El artículo 133 de la LGS establece una prohibición absoluta de voto aplicable al accionista en situación de conflicto de intereses y sanciona la violación de dicha prohibición con la anulabilidad del acuerdo y la responsabilidad por daños en caso de que el voto del accionista en conflicto haya resultado determinante para obtener la mayoría. En mi opinión, esta regla de prohibición —en esencia, la regla de la mayoría de la minoría— tiene más costos que beneficios y genera una grave distorsión en el gobierno corporativo de las sociedades en el Perú.

Como señala Elías Laroza en sus comentarios sobre la Ley General de Sociedades, al establecer la prohibición de voto del accionista en situación de conflicto de intereses, «el artículo 133 de la Ley establece un principio que no siempre ha sido común ni frecuente en el derecho comparado». Y es que prohibir, en absoluto, el voto de un accionista con interés en conflicto con la sociedad puede afectar en un grado muy importante la capacidad de la mayoría accionaria de controlar la dirección estratégica y las operaciones de una empresa, trastocando así un principio fundamental en la sociedad anónima, que es, precisamente, la regla de las mayorías.³¹ Por ello, no es casual que jurisdicciones con un derecho de sociedades altamente desarrollado, como el Estado de Delaware de los Estados Unidos de América, el Reino Unido y España no hayan adoptado una regla similar. Tampoco es casual que, en el caso italiano, la regla establecida originalmente en el artículo 2373 haya sido modificada

31 Ver Payet (2003). En este artículo señalé lo siguiente sobre el artículo 133 de la LGS: «Como se comprenderá fácilmente, en la realidad actual, donde la existencia de grupos de sociedades es una realidad generalizada, privar al accionista controlador de la facultad de ejercer su derecho de voto en la junta en cualquier operación entre sociedades del grupo, y conferir el derecho de aprobar estas operaciones en exclusiva a los accionistas externos es, por decir lo menos, exagerado. Las posibilidades de extorsión provenientes de la consagración de esta regla de gobierno por la minoría son evidentes» (p. 92).

en 2003, como se ha visto, para evitar los problemas que generaba el primer párrafo del artículo, que parecía prohibir a ciegas el voto del accionista en conflicto.

La regla del artículo 133 de la LGS es tan inconveniente para el adecuado gobierno de una sociedad que con frecuencia es simplemente ignorada. Son muchos los casos en los que accionistas controladores no se abstienen de ejercer su derecho a voto en, por ejemplo, transacciones con vinculadas. Asimismo, lo inconveniente de la regla ha originado incluso que algunos juristas intenten reducir al máximo la noción de conflicto de intereses para restringir su aplicación, confundiendo la noción de conflicto de intereses con la lesión misma al interés social.³² Todo esto resulta más grave aún en una situación en la que no existe un marco legal que dé cauce a las transacciones entre partes vinculadas en el seno de los grupos de sociedades.

Adicionalmente, considero que la prohibición establecida en el primer párrafo del artículo 133 de la LGS, que en esencia trata de la misma manera a un accionista que a un administrador desde el punto de vista del conflicto de intereses,³³ no es acorde con la distinta posición jurídica que ambos tienen en una sociedad anónima. Si bien el accionista controlador por vía de sus decisiones con respecto a la dirección de la sociedad puede, efectivamente, tomar decisiones que impacten en la esfera patrimonial de los accionistas minoritarios e incurrir en situaciones de conflicto de intereses, ello no lo convierte en un puro mandatario o administrador, puesto que dicho accionista tiene una exposición económica en la sociedad incluso mayor que los demás accionistas. Su condición de «principal» o «propietario» no debe ser desconocida o soslayada. Por lo tanto, el grado de imposición de deberes debe ser claramente diferente. No me inclino por una regla de «no intervención», como la que menciona Goshen, pues pienso que ella no operaría en un contexto de altos costos de transacción (como el que existe en nuestro mercado) y, consiguientemente, implicaría una desprotección absoluta y podría permitir abusos. Sin embargo, sí considero que una prohibición absoluta de voto como la establecida en el artículo 133 de la LGS carece de sustento adecuado.

En este contexto, me inclino por una solución en la línea de la adoptada en España por la Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo en su informe de 2013. El accionista no debe estar prohibido de ejercer su derecho de voto en una junta general de accionistas por razón de conflicto de intereses, y el acuerdo adoptado no debe ser considerado anulable por el solo hecho de la participación de dicho accionista en la votación, así su voto haya sido determinante. Sin embargo, todo acuerdo de junta general lesivo (definido como el acuerdo que lesiona el interés social en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas) debe ser anulable y dar lugar a responsabilidad del accionista que haya generado el daño a

32 Por ejemplo, Elías (2015) señala lo siguiente, con respecto al artículo 133: «Es necesario que haya verdaderamente conflicto entre las dos partes y no simplemente una leve contraposición, *como en los casos de ausencia de perjuicio para la sociedad* [...]» (p. 505) (cursivas nuestras).

33 No encuentro el fundamento de la diferencia semántica que hace Elías Laroza (2015) entre la expresión «interés en contrario» que utiliza la LGS en el artículo 180 para referirse a los administradores y la expresión «interés en conflicto» que utiliza para referirse a los accionistas en el artículo 133. Por lo demás, el título del artículo 180 de la LGS, que usa la expresión «interés en contrario» es, precisamente, «conflicto de intereses».

la sociedad y a su obligación de devolver los beneficios obtenidos por la actuación indebida. Adicionalmente, considero que en el caso de que el voto del accionista conflictuado haya sido determinante para la adopción del acuerdo en una junta general de accionista y haya existido un voto significativo en contra de la minoría accionaria (por ejemplo, un 5 % o 10 % del capital con derecho a voto), se deberá colocar sobre el accionista conflictuado la carga de probar que el acuerdo es justo y equitativo para la sociedad. Evidentemente, esta presunción no deberá ser de aplicación si el accionista conflictuado se abstiene de votar en la junta general, en cuyo caso quien cuestione el acuerdo deberá probar que es lesivo a la sociedad en beneficio de uno o varios accionistas.³⁴ Por último, en adición a ello, en las sociedades bursátiles deberá ser requisito previo a la votación en la junta general de accionistas de una propuesta sobre una transacción con una parte relacionada, la divulgación del informe de los directores no relacionados, en los casos en los que se requiere la aprobación por estos de acuerdo con el artículo 51 'c' de la LMV.

No puedo dejar de reconocer que esta solución es susceptible de ser criticada como una solución «de laboratorio» que tendría grandes dificultades de aplicación en un Poder Judicial con las características del peruano. Sin embargo, creo que desde este punto de vista la solución no es peor que la regulación que existe hoy para esta problemática en la LGS. Queda también el campo relativamente amplio de los casos en que los conflictos sobre esta materia son sometidos a la vía arbitral por aplicación de convenios arbitrales en pactos de accionistas o en estatutos. Finalmente, no podemos perder la ambición de que —algún día— nuestro país pueda tener un Poder Judicial más honesto, transparente y técnico.

³⁴ El Grupo de Trabajo creado por Resolución Ministerial 108-2017-JUS para la elaboración de una propuesta de reforma de la Ley General de Sociedades, ha formulado un articulado que en términos generales va en esta línea.

Bibliografía

Bianchi, M., Enriques, L., & Mateja, M. (2018). *Enforcing rules on related party transactions in Italy: one securities regulator's challenge*. European Corporate Governance Institute. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=3188063>

Calabresi, G., & Melamed, D. (1972). Property rules, liability rules and inalienability: one view of the Cathedral. *Harvard Law Review*, vol. 85.

Choi, A. (2018). Concentrated ownership and long term shareholder value. *Harvard Business Law Review*, vol. 8. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2619462>

Clark, R. (1986). *Corporate law*. Boston y Toronto: Little Brown and Company.

Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica* (new series), vol., 4, N.º 16, pp. 386-405. Disponible en <https://ssrn.com/abstract=1506378>

Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo. (14 de octubre de 2013). Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas . Madrid. Recuperado de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC_EstModif_20131014.pdf

Dalley, P. J. (2004). The misguided doctrine of stockholder fiduciary duties. *Hofstra Law Review*, 33(1), artículo 4. Recuperado de <https://scholarlycommons.law.hofstra.edu/hlr/vol33/iss1/4>

Davies, P. (2018). *Related party transactions: UK model*. European Corporate Governance Institute. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=3126996>

Davies, P., & Worthington, S. (2012). *Gower and Davies: principles of modern company law*. Londres: Sweet & Maxwell.

Elías Laroza, E. (2015). *Derecho societario peruano*. Tomo I. Lima: Gaceta Jurídica Editores.

Enriques, L., & Tröger, T. (2018). *The law and (some) finance of related party transactions: an introduction*. European Corporate Governance Institute. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=3214101>

Flume, W. (1998). *El negocio jurídico*. Madrid: Fundación Cultural del Notariado.

Frankel, T. (2010). *Legal duties of fiduciaries*. Anchorage, Alaska: Fathom Publishing Company.

Galgano, F. (1992). *El negocio jurídico*. Valencia: Tirant lo Blanch.

Galgano, F. (1999). *Derecho comercial*. Tomo I. Bogotá: Editorial Themis.

Gilson, R. J., & Gordon, J. N. (2003). *Controlling shareholders*. University of Pennsylvania Law Review. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=417181>

Goshen, Z. (2003). The efficiency of controlling corporate self sealing: theory meets reality. *California Law Review*, vol. 91.

- Goshen, Z., & Hamdani, A. (2016). Corporate control and idiosyncratic vision. *Yale Law Journal*, vol. 125. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2228194>
- Hannigan, B. (2016). *Company law*. Oxford: Oxford University Press.
- Hill, C., & McDonnell, B. (2011). Sanitizing interested transactions. *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 36. Recuperado de https://scholarship.law.umn.edu/faculty_articles/81
- Iráculis Arregeui, N. (2012). *Conflictos de interés del socio*. Madrid: Marcial Pons.
- Jensen, M. (2000). *A theory of the firm*. Cambridge: Harvard University Press.
- Lengua Peña, R. (2004). La cláusula normativa general del interés social en las sociedades cotizadas. *Ius et Veritas*, 14(28), 313-339.
- Means, B. (2019). *The value of insider control*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=3216762>
- Moore, C. R. (2016). *Obligations in the shade: the application of fiduciary directors' duties to shadow directors*. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/lest.12110>
- Morón Urbina, J. C. (diciembre de 2014). La regulación de los conflictos de intereses y el buen gobierno en el Perú. *Revista Ius et Veritas*, 49.
- Muller, J. (9 de marzo de 2014). *William Clay Ford's Legacy cemented family's dynasty*. Recuperado de Forbes: <https://www.forbes.com/sites/joannmuller/2014/03/09/william-clay-fords-legacy-cemented-familys-dynasty/#244a6cc245e8>
- Nicolini, S. (2017). *L'abusso del diritto e buona fe nei rapporti societari*. Università degli Studi di Macerata. Recuperado de <https://u-pad.unimc.it/retrieve/handle/11393/239960/42481/Tesi%20Sara%20Nicolini.pdf>
- Oriol Llebot, J. (2013). Los deberes y la responsabilidad de los administradores. En Á. Rojo & E. Beltrán, *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*. Valencia: Tirant lo Blanch.
- Pardow, D. (2007). La parábola del administrador infiel. En *Estudios de Derecho Civil III*. Santiago de Chile: Lexis Nexis.
- Payet, J. A. (2003). Empresa, gobierno corporativo y derecho de sociedades: Reflexiones sobre la protección de las minorías. *Themis Revista de Derecho*, 46.
- Payet, J. A. (2014). Transacciones entre partes relacionadas. *Revista Ius et Veritas*, vol. 48.
- Paz-Ares, C. (2015). Anatomía del deber de lealtad. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 39, 43-65.
- Paz-Ares, C. (2019). *¿Derecho común o derecho especial de grupos? Esa es la cuestión*. Pamplona: Civitas Thomson Reuters.
- Peters, A. (2012). Conflict of interest as a cross-cutting problem of governance. En A. Peters & L. Handschin (Eds.), *Conflict of interest in global, public and corporate governance*. Cambridge: Cambridge University Press. Recuperado de https://edoc.unibas.ch/23631/3/20121212125617_50c870e1a1d44.pdf

Ribas, V. (2011). Situaciones de conflicto de intereses. En A. Rojo & E. Beltran, *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*. Tomo I. Madrid: Thomson Reuters.

Rock, E. B. (2018). *MOM approval in a world of active shareholders*. Law and Economics Research Papers Series, Working Paper 10-02, New York University School of Law. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=3122681>

Román Olivas, M. (2010). *El derecho de impugnación de acuerdos societarios. Análisis del régimen jurídico de impugnación (e invalidez) de los acuerdos adoptados por la junta general de socios*. Lima: Grijley.

Rosemberg, J., & Lewis-Reisen, A. (30 de agosto de 2017). *Cotrolling shareholder related-party transactions under Delaware law – A primer and practical guide*. Recuperado de Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/08/30/controlling-shareholder-related-party->

Sáez Lacave, M. (2016). Reconsiderando los deberes de lealtad de los socios: el caso particular de los socios de las sociedades cotizadas Indret. *InDret*. Recuperado de http://www.indret.com/pdf/1211_es.pdf

Strine, L. E. (2005). The Delaware way: how we do corporate law and some of the new challenges we (and Europe) face. *Delaware Journal of Corporate Law*, 30(3), 673-696. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=893940>

Thompson, R. B. (2008). *Mapping judicial review: Sinclair Oil v. Levien*. Vanderbilt University Law School. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1161299>

Cuórum y mayorías en la sociedad anónima

Daniel Abramovich Ackerman

1. Felicitación, agradecimiento y aclaración gramatical

Antes de entrar en el tema de este artículo, me gustaría brindar una felicitación y un agradecimiento, y realizar una pequeña aclaración gramatical.

La felicitación es para la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP), «mi» facultad. En estos tiempos en los que el buen nombre y el prestigio no son algo sencillo de obtener —y menos de mantener—, la Facultad de Derecho de la PUCP es un destacable ejemplo. Cuando decidí estudiar la carrera de Derecho, no tuve dudas de a qué universidad postular, y, pasados más de 20 años de haber concluido mis estudios, veo con orgullo que nuestra Facultad sigue siendo un referente para el estudio del Derecho en el Perú. Por ello felicito —y agradezco— a la Facultad de Derecho de la PUCP por estos primeros 100 años. Los que hemos estudiado en la Facultad, y con mayor razón aún los que hemos tenido el privilegio de ser profesores en ella, estamos seguros de que tiene un futuro extraordinario.

Por otro lado, quiero agradecer a los encargados de coordinar la elaboración del tomo de derecho societario de la colección en homenaje a los 100 años de la Facultad de Derecho de la PUCP. De más está decir que para mí es un gran honor que me hayan invitado a participar en una obra tan relevante y en compañía de destacados colegas.

Finalmente, y porque estoy seguro de que a más de uno le debe haber llamado la atención la forma en la que está escrita la palabra «cuórum» en el título de este artículo, solo señalo que esa forma de escribirla cuenta con el aval de la Real Academia Española (<http://www.rae.es/consultas/en-espanol-cuorum-y-catar-en-lugar-de-quorum-y-qatar>), aunque confieso que tuve que verlo escrito para creerle a quien me informó acerca de la novedad.

2. Introducción

Por motivos que desconozco, desde un inicio me gustó el derecho societario en general, y, en él, los aspectos relacionados con los cuórum y mayorías en cualesquiera órganos societarios y sucedáneos, como los convenios entre socios.

Por casualidades de la vida, el primer artículo que escribí (Abramovich, 1997), hace algo más de 20 años, fue sobre este tema y en una circunstancia muy parecida a la actual: existía una Ley General de Sociedades vigente pero ya se había publicado el proyecto de LGS sustitutorio que finalmente —con pocos cambios— terminó convirtiéndose en la actual Ley General de Sociedades (LGS). Luego de transcurridos más de 20 años de vigencia de la actual LGS, también tenemos una LGS vigente y un Anteproyecto de nueva Ley General de Sociedad (el Anteproyecto, que se puede consultar en https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/194426/04_Anteproyecto_ley_General_de_Sociedades.pdf) que fue fruto del arduo trabajo realizado por un grupo conformado por el Ministerio de Justicia, del que tuve el honor y el placer de formar parte. Por ello, al igual que hace más de 20 años, en esta ocasión, además de tratar cuestiones conceptuales generales, también me referiré —cuando sea relevante— a lo que establecen tanto la LGS como el Anteproyecto.

El enfoque de este artículo es eminentemente práctico. Más allá de tratar también cuestiones conceptuales necesarias, lo medular será afrontar aspectos prácticos que generan dudas o discusiones —no siempre resueltas o con una respuesta clara— en la aplicación de estos aspectos tanto en lo que se refiere a juntas generales de accionistas y sesiones de directorio, como a convenios entre accionistas.

3. Definiciones relevantes: cuórum y mayoría

3.1. Cuórum

Conforme al *Diccionario de la lengua española* editado por la Real Academia Española, la palabra cuórum tiene dos acepciones: (i) número de individuos necesario para que un cuerpo deliberante tome ciertos acuerdos, y (ii) proporción de votos favorables para que haya acuerdo.

Desde el punto de vista societario, la definición lingüística no nos es suficiente —y más bien puede llevar a confusión—, ya que, por un lado, hace referencia a «número de individuos», y por otro, a «proporción de votos» para que pueda existir un «acuerdo». Traducido ello en términos societarios, esta definición no tiene en cuenta la naturaleza capitalista de una sociedad anónima, ya que en primer lugar se refiere a número de individuos en lugar de proporción en el capital social con derecho a voto, y además hace referencia a votos favorables para tomar un acuerdo, cuando este aspecto está relacionado con la mayoría y no con el cuórum.

Por ello, para los efectos de este artículo, más adecuada es la definición contenida en el *Diccionario de derecho usual* de Guillermo Cabanellas, quien señala que cuórum se dice en el lenguaje parlamentario y de otras asambleas para referirse al número de miembros que deben encontrarse presentes para su constitución, deliberación y, sobre todo, en las votaciones, para eficacia de sus acuerdos.

No obstante, la definición de Cabanellas debe ser tomada con cambios para el caso peruano, ya que Cabanellas se refiere a la existencia de cuórum de constitución, deliberación y votación, cuando en la legislación societaria peruana —como veremos más adelante— el cuórum es solo de constitución o instalación.

Por lo anterior, para el caso concreto de la celebración de sesiones de juntas generales de accionistas y de directorio, el término «cuórum» debe ser entendido como el número o porcentaje de acciones —en el caso de junta general de accionistas— o de miembros —en el caso del directorio— requeridos para que el correspondiente órgano social pueda instalarse, deliberar válidamente y adoptar acuerdos.

3.2. Mayoría

El *Diccionario de la lengua española* contiene varias acepciones de la palabra «mayoría». En lo que puede ser útil para los efectos de este trabajo, esta palabra es definida como el mayor número de votos conformes en una votación.

El mismo diccionario define lo que se entiende por «mayoría absoluta» y «mayoría relativa». La mayoría absoluta es definida como la que consta de más de la mitad de los votos, y la relativa como la formada por el mayor número de votos, no con relación al total de estos, sino al número que obtiene cada una de las personas o cuestiones que se votan a la vez.

No obstante, el citado diccionario no contiene definición de otra mayoría relevante para efectos societarios; nos referimos a la «mayoría calificada». Para ello recurrimos nuevamente a Guillermo Cabanellas, quien en su *Diccionario de derecho usual* define la mayoría calificada como la exigida por encima de la mayoría absoluta. Agrega Cabanellas que esta mayoría se reserva para decisiones importantes, en que no se quiere exponer a una precipitación o un apasionamiento momentáneo la actitud, quizá irrevocable, de un grave asunto. Como ejemplo, señala Cabanellas, se exige contar con mayoría calificada para aprobar las modificaciones del capital social o del estatuto de una sociedad.

De acuerdo con lo anterior, para los efectos del presente trabajo, el término «mayoría» debe ser entendido como la proporción —ya sea referida al capital, número de acciones o de personas— requerida para que, luego de comprobado el cuórum en el momento correspondiente, proceda la adopción de un determinado acuerdo.

4. Cuórum y mayoría en la junta general de accionistas

4.1. Cuórum de instalación y mayorías para la adopción de acuerdos por la junta general de accionistas

Los artículos 124 a 126 de la LGS¹ tratan lo relacionado con los cuórum requeridos

1 «Artículo 124.- Normas generales sobre el quórum

El quórum se computa y establece al inicio de la junta. Comprobado el quórum el presidente la declara instalada. En las juntas generales convocadas para tratar asuntos que, conforme a ley o al estatuto, requieren concurrencias distintas, cuando un accionista así lo señale expresamente y deje constancia al momento de formularse la lista de asistentes, sus acciones no serán computadas para establecer el quórum requerido para tratar alguno o algunos de los asuntos a que se refiere el artículo 126.

Las acciones de los accionistas que ingresan a la junta después de instalada, no se computan para establecer el quórum pero respecto de ellas se puede ejercer el derecho de voto.

para que proceda la celebración de juntas generales de accionistas. Dichos artículos exigen cuórum distintos para que proceda la instalación de la junta general de accionistas en función de los asuntos por ser tratados, pero en esencia exigen lo mismo: la necesidad de contar con un cuórum de asistencia determinado para que proceda la instalación de la junta general de accionistas.

El aspecto esencial de lo establecido en los referidos artículos de la LGS es que para que proceda la celebración de una junta general de accionistas se requiere únicamente comprobar el cuórum al inicio de la sesión, puesto que conforme al artículo 124 el cuórum «se computa y establece al inicio de la junta»; en otras palabras, el cuórum no se pierde —ni se gana— luego de instalada la sesión por el retiro de algún accionista. Y este hecho puede tener implicancias prácticas relevantes.

En efecto, como resulta evidente, los requerimientos de cuórum deben ser menores —o en el extremo iguales, pero nunca superiores— a la mayoría requerida, puesto que no tendría ningún sentido que pueda instalarse una junta —con cuórum suficiente—, esta debata largamente sobre determinados asuntos y, finalmente, no se cuente con la mayoría necesaria para adoptar el correspondiente acuerdo. Por ello, aunque no existe una disposición expresa al respecto, resulta evidente que los requisitos de cuórum regulados en los artículos 124 y 125 de la LGS deben ser menores —o en el extremo iguales— a las mayorías requeridas conforme al artículo 127.²

Siguiendo este ejemplo —y asumiendo que el estatuto de nuestra sociedad de referencia «La Anónima S.A.» no contiene requisitos de cuórum ni mayorías distintos a los de la LGS—, el hecho de que el cuórum no «se pierda» luego de instalada la junta puede ser particularmente relevante. Veámoslo con un ejemplo.

Supongamos que en nuestra sociedad «La Anónima S.A.» existen únicamente dos accionistas: «A», con el 55 % de las acciones con derecho a voto, y «B», con el 45 % restante. Asumiendo que un punto de agenda se refiere a la aprobación de una modi-

Artículo 125.- Quórum simple

Salvo lo previsto en el artículo siguiente, la junta general queda válidamente constituida en primera convocatoria cuando se encuentre representado, cuando menos, el cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

En segunda convocatoria, será suficiente la concurrencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto.

En todo caso podrá llevarse a cabo la Junta, aun cuando las acciones representadas en ella pertenezcan a un solo titular.

Artículo 126.- Quórum calificado

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.

2 «Artículo 127.- Adopción de acuerdos

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, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.

El estatuto puede establecer quórum y mayorías superiores a los señalados en este artículo y en los artículos 125° y 126°, pero nunca inferiores».

ficación estatutaria a ser tratada en segunda convocatoria, para que la junta se instale se requiere un cuórum del 60 %, y, para adoptar el acuerdo correspondiente, del voto favorable del 50 % más una acción de la totalidad de las acciones con derecho a voto emitidas por la sociedad.

En aplicación de la normativa de la LGS, el retiro del accionista «B» (titular del 45 %) antes de ser tratado el punto de agenda correspondiente a la modificación estatutaria no afectará la posibilidad de que el asunto sea tratado y aprobado, puesto que el cuórum ya fue establecido y quedó fijo —y por tanto no se pierde— al momento de instalarse la junta. Por tanto «A», al ser titular del 55 % de las acciones, estará en la situación de poder aprobar por sí solo la modificación estatutaria materia de agenda. De acuerdo con lo anterior, como regla general, luego de verificado el cuórum de instalación, para la adopción de un determinado acuerdo únicamente deberá verificarse que se cuenta con la mayoría exigida por la LGS o por el estatuto, ya que el cuórum de instalación —su nombre lo indica— debe ser verificado únicamente al inicio de la junta general de accionistas.

En el Anteproyecto los aspectos relacionados con cuórum y mayorías en junta general de accionistas se encuentran regulados en los artículos 115 al 118.³ En cuanto al

3 «Artículo 115.- Normas generales sobre el cuórum

- 1.1 El cuórum se computa y establece al inicio de la junta general. Comprobado el cuórum el presidente la declara instalada.
- 1.2 Cuando un accionista así lo señale expresamente y deje constancia antes de instalarse la junta general, sus acciones no serán computadas para establecer el cuórum requerido para tratar alguno o algunos de los asuntos de la convocatoria.
- 1.3 La junta general solo podrá instalarse cuando haya cuórum para tratar por lo menos uno de los puntos de la agenda. La junta general solo podrá tratar sobre aquellos asuntos para los cuales, al inicio de la junta general, había cuórum suficiente.
- 1.4 Las acciones de los accionistas que ingresan a la junta general después de instalada, no se computan para establecer el cuórum, pero respecto de ellas se puede ejercer el derecho de voto.

Artículo 116.- Cuórum simple

- 1.1 Salvo lo previsto en el artículo 117, la junta general queda válidamente constituida en primera convocatoria cuando se encuentre representado, por lo menos, el cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.
- 1.2 En segunda convocatoria, será suficiente la concurrencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto.
- 1.3 En todo caso podrá llevarse a cabo la junta general, aun cuando las acciones representadas en ella pertenezcan a un solo titular.

Artículo 117.- Cuórum calificado

- 1.1 Para que la junta general adopte válidamente acuerdos relacionados con los asuntos mencionados en los literales b), c), d), e) y g) del numeral 105.1 del artículo 105, es necesaria en primera convocatoria, cuando menos, la concurrencia de dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto.
- 1.2 En segunda convocatoria basta la concurrencia de, al menos, tres quintas partes de las acciones suscritas con derecho a voto.
- 1.3 Cuando la adopción de acuerdos relacionados con los asuntos señalados en el numeral 117.1 debe hacerse en cumplimiento de disposición legal imperativa, no se requieren el cuórum ni la mayoría calificada establecidos en el presente artículo 117 y en el artículo 118.

Artículo 118.- Adopción de acuerdos

- 1.1 Los acuerdos se adoptan con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones con derecho a voto representadas en la junta general.

fondo de los aspectos anteriormente comentados, el Anteproyecto no contiene cambios particularmente relevantes, con un par de excepciones: (i) agendas con asuntos que requieren cuórum diferenciado, y (ii) juntas con participación de un solo accionista.

Por un lado, la redacción del artículo 124 de la LGS no es totalmente clara —al menos la norma no expresa y puede prestarse a más de una interpretación— respecto a qué ocurre en el caso de que la agenda incluya puntos que conforme a la ley o al estatuto requieran cuórum distintos. Una posición es que la agenda es una sola, y para efectos de determinar si la junta puede llevarse a cabo debe verificarse que se cuente con la asistencia de un porcentaje de acciones que permita tratar el punto con requerimiento de cuórum más elevado.⁴ La otra posición es que, a falta del cuórum necesario para tratar un asunto calificado, se podrán tratar el resto de puntos para lo que sí se contaría con cuórum. Más allá de cuál sea la interpretación correcta o más adecuada del artículo 124 de la LGS, el artículo 115.3 del Anteproyecto establece una regla clara al respecto: en caso de puntos que requieran cuórum diferentes, sí se podrán tratar aquellos asuntos para los que exista cuórum.

El segundo agregado relevante —en mi opinión innecesario desde el punto de vista conceptual, pero no exento de utilidad práctica— consiste en haberse establecido expresamente en el artículo 116.3 que es posible llevar a cabo una junta general incluso cuando todas las acciones representadas en junta pertenecen a un solo titular.

4.2. Exclusión de acciones para el cómputo del cuórum

El segundo párrafo del artículo 124 de la LGS contiene una de las novedades más interesantes y útiles con relación a la normativa societaria anterior, al contemplar en su segundo párrafo la posibilidad de que en las juntas generales convocadas para tratar asuntos que requieren concurrencias distintas, cualquier accionista determine que sus acciones no sean computadas para establecer el cuórum requerido para tratar alguno o algunos de los asuntos a que se refiere el artículo 126 de la LGS.

Esta norma es útil tanto desde la perspectiva del accionista como de la sociedad. Veámoslo a través de un ejemplo retomando como base nuestra sociedad «La Anónima S.A.» con los accionistas «A» y «B» (con un 55 % y 45 % de las acciones respectivamente), y una junta de accionistas convocada para tratar únicamente dos puntos de agenda: (1) modificación de determinados artículos del estatuto, y (2) distribución de dividendos. Como se ha visto, de conformidad con los artículos 125 y 126 de la LGS, estamos ante asuntos que requieren concurrencias distintas.

1.2 Cuando se trata de los acuerdos para los que se requiere cuórum calificado, es necesario que el acuerdo se adopte por un número de acciones que represente, cuando menos, la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto emitidas por la sociedad.

1.3 El estatuto puede establecer cuórums superiores a los establecidos en los artículos 116 y 117 y mayorías superiores a las establecidas en los numerales 118.1 y 118.2, pero nunca inferiores. También puede requerir la asistencia de todos los accionistas para la conformación del cuórum y la unanimidad para la validez de la votación para determinados asuntos.

4 Esa es mi postura al respecto (Abramovich, 1997).

Asumamos también que en este caso concreto el accionista «B» está interesado en que se trate el punto (2) de la agenda convocada, pero no el punto (1), mientras que el accionista «A» está interesado en que sean tratados ambos.

Con anterioridad a la entrada en vigencia de la LGS, el accionista «B» hubiese tenido únicamente dos alternativas: (i) no acudir a la junta general y con ello impedir —al menos desde mi punto de vista— que la junta general se lleve a cabo —lo que adicionalmente hubiese impedido que sea tratado el punto (2) de la agenda, en el que este accionista tenía interés—; o (ii) acudir a la junta con la finalidad de que se trate el punto (2) de la agenda, pero su presencia hubiese causado que existiese también el cuórum necesario para tratar el punto (2) de la agenda, lo que resultaba contrario a sus intereses, habida cuenta de que el accionista «A» cuenta con la mayoría necesaria para aprobar por sí solo ese punto.

Con la innovación introducida en el segundo párrafo del artículo 124 de la LGS, quedan eliminados estos inconvenientes para el accionista «B», puesto que le permite excluir sus acciones del cómputo del cuórum para tratar el punto (1) de la agenda, permitiendo por otro lado que sea tratado el punto (2).

Sin duda, esta innovación es beneficiosa para los accionistas, al darles un mayor margen de actuación, pero también lo es para la sociedad como tal —si la entendemos como un ente separado de sus accionistas—, puesto que permite la celebración de juntas generales de accionistas —en las que en muchos casos se adoptarán acuerdos en beneficio de la sociedad— en supuestos en los que con la anterior normativa no se hubiese llevado a cabo junta general por falta de cuórum.

Pero el artículo 124 de la LGS tiene, en mi opinión, un defecto que ya anoté en una ocasión anterior (Abramovich, 2002), y se refiere a la posibilidad de realizar la exclusión únicamente con respecto a «alguno o algunos de los asuntos a que se refiere el artículo 126». Esto quiere decir, por ejemplo, que un accionista no podría excluir sus acciones del cómputo del cuórum para disponer investigaciones y auditorías especiales —ya que este no es un asunto comprendido (por remisión) en el artículo 126— o respecto a cualquier otro asunto no comprendido en el artículo 126 y que requiere un cuórum más alto porque así ha sido estipulado en el estatuto social —conforme lo permite la última parte del artículo 127 de la LGS—. No encuentro ninguna razón para haber limitado la posibilidad de excluir acciones del cómputo del cuórum únicamente respecto de asuntos comprendidos en el artículo 126 de la LGS, y ni siquiera para asuntos que no requieran cuórum calificado.

Afortunadamente, este aspecto ya ha sido corregido en el Anteproyecto, en cuyo artículo 115.1 se establece en forma general que «[c]uando un accionista así lo señale expresamente y deje constancia antes de instalarse la junta general, sus acciones no serán computadas para establecer el cuórum requerido para tratar alguno o algunos de los asuntos de la convocatoria». Por tanto, conforme a este artículo será posible excluir acciones del cómputo del cuórum para cualquier asunto de la agenda, sin distinción ni limitación alguna respecto a si se trata de asuntos «calificados» o regulares.

4.3. Conflicto de interés y cómputo del cuórum y mayoría en junta general de accionistas

El Anteproyecto contiene varias novedades relevantes y útiles respecto a la regulación de la existencia —o inexistencia— de conflicto de interés por parte de un accionista y, por tanto, la limitación a ejercer el derecho de voto en junta general de accionistas.

Este aspecto —de gran interés y relevancia práctica— excede los alcances de este trabajo, por lo que me centraré exclusivamente en la parte relativa a las consecuencias que se derivan luego de ya determinada la existencia de una situación de conflicto de interés. Y a ese respecto, tanto la LGS como el Anteproyecto tienen una regulación similar.

En efecto, tanto el artículo 133 de la LGS como los artículos 123.3 y 123.4 del Anteproyecto estipulan que el derecho de voto no puede ser ejercido por quien tenga —y, adicionalmente, por quien «pueda tener» en el caso del Anteproyecto— interés en conflicto con el de la sociedad; en tales casos, las acciones respecto de las cuales no puede ejercitarse el derecho de voto son computables para establecer el cuórum de la junta general e incomputables para establecer las mayorías en las votaciones.

Intuitivamente parece claro que quien se encuentra en una situación de conflicto de interés no puede votar en un asunto que le atañe, ya que no puede actuar como una suerte de «juez y parte» al mismo tiempo. Sin entrar al detalle de cuándo se configura una situación de conflicto de interés —que no es objeto de este trabajo—, veamos esta situación a través de un ejemplo paradigmático: la junta general de accionistas va a deliberar y decidir acerca de la compra de un inmueble de propiedad de un accionista, por lo que resulta evidente que el accionista involucrado no podrá ejercer el derecho a voto al tener un interés directo en el resultado de la decisión.

Lo que no necesariamente resulta tan evidente de concluir es por qué las acciones del accionista en cuestión, a pesar de no poder votar, sí serán tomadas en cuenta para el cómputo del cuórum. Veámoslo a través de un caso práctico.

Haciendo uso nuevamente de nuestra sociedad «La Anónima S.A.» (55 % de propiedad de «A» y 45 % de «B»), asumamos asimismo que el estatuto social estipula que para aprobar la compra de un inmueble se requiere de un cuórum del 55 % y del voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones emitidas por la sociedad y que, en el caso concreto, la sociedad se propone deliberar y decidir sobre la compra de un inmueble de propiedad de «A», siendo ésta además una adquisición conveniente para la sociedad.

Puesto que, como ya hemos visto, «A» no puede votar en el caso concreto por tener un conflicto de interés, al aprobar la operación en cuestión podrá deliberar y votar únicamente «B», que es titular de solo el 45 % de las acciones emitidas por «La Anónima S.A.». Por tanto, en principio pareciera que no puede adoptarse el acuerdo, ya que el estatuto social requiere del voto favorable de acciones que representen al menos el 50 % más una del total de acciones emitidas. Por tanto, la única forma en la que sería posible adoptar un acuerdo válido es que las acciones de titularidad de «A» no sean contadas para el cómputo de la mayoría. En el caso concreto, el 45 % de las acciones emitidas por la sociedad —de titularidad de «B» o de todos los demás accionistas en caso la sociedad contase con más accionistas— pasarían a ser consideradas como el nuevo 100 % respecto del cual se verificará si se cuenta con la mayoría necesaria.

Otro aspecto por el que en mi opinión es adecuado y sí deben computarse como parte del cuórum las acciones de titularidad de «A» es para evitar situaciones de «abuso del poder de la minoría», en los que un accionista minoritario —con el solo interés de ejercer algún tipo de presión sobre el accionista mayoritario— solicitase la convocatoria a juntas generales de accionistas para tratar asuntos en los que el accionista mayoritario no estuviese en la posibilidad de votar, por la existencia de una forzada situación de conflicto de interés. Con la solución legal antes apuntada, el accionista mayoritario podrá «desactivar» una maniobra de este tipo simplemente no asistiendo a la junta de accionistas en cuestión o excluyendo sus acciones para el cómputo del cuórum del punto en cuestión.

Sobre este punto creo que vale la pena tocar una situación particular que es menos frecuente en el caso de la LGS, pero que podrá darse frecuentemente en caso de que el Anteproyecto⁵ se convierta en ley; me refiero a la situación en que la sociedad cuente con un solo accionista y se presente una situación de conflicto de interés como la anteriormente apuntada. En este muy particular caso, soy de la opinión que no aplicará el impedimento de que el accionista en situación de conflicto ejerza el derecho al voto, por la sencilla razón de que ello impediría que la sociedad esté en la posibilidad de adoptar un acuerdo potencialmente beneficioso para ella. La razón de existir de la regulación sobre conflicto de interés es justamente proteger el interés social, y no debería ser aceptable una lectura en extremo literal que desconozca la razón de ser de la norma y los efectos de la aplicación de la regulación sobre exclusión de las acciones del accionista en conflicto en la votación.

Lo señalado en el párrafo anterior no resulta un impedimento, naturalmente, para que dentro del plazo y en los supuestos estipulados por la LGS o el Anteproyecto, un nuevo accionista de la sociedad inicie las acciones impugnatorias correspondientes en caso el acuerdo no hubiese sido adoptado en condiciones de mercado y en beneficio del interés social.

4.4. Cuórum y mayorías en la sociedad anónima abierta

Atendiendo a que la sociedad anónima abierta (S.A.A.) es —al menos en teoría— una sociedad de accionariado difundido y, en todo caso, casi siempre una sociedad con un número elevado de accionistas, la LGS establece reglas especiales respecto a cuórum y mayorías para este tipo de sociedad.

En concreto, el artículo 257⁶ de la LGS estipula con respecto al cuórum para los

5 En el artículo 3.2 del Anteproyecto se establece que «La sociedad anónima y la sociedad comercial de responsabilidad limitada pueden constituirse con el acuerdo de dos o más personas, naturales o jurídicas, o mediante un acto unilateral. En estas formas societarias no es exigible la pluralidad de socios».

6 «Artículo 257.- Quórum y mayoría

En la sociedad anónima abierta para que la junta general adopte válidamente acuerdos relacionados con los asuntos mencionados en el artículo 126 es necesario cuando menos la concurrencia, en primera convocatoria, del cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

En segunda convocatoria basta la concurrencia de al menos el veinticinco por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

En caso no se logre este quórum en segunda convocatoria, la junta general se realiza en tercera con-

asuntos a los que se refiere el artículo 126 de la LGS —asuntos «calificados»— que es necesario en primera convocatoria la concurrencia de al menos el 50 % de las acciones suscritas con derecho a voto, en segunda convocatoria del 25 % y en tercera convocatoria cualquier número de acciones. En cuanto a la mayoría requerida, el mismo artículo estipulaba que los acuerdos se adoptan por mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en junta —cuando la norma general se refiere a la mayoría absoluta de la totalidad de las acciones con derecho a voto emitidas—. Como aspecto final, el mismo artículo —en forma opuesta a lo estipulado por el artículo 127 de la LGS para el caso general— establece que el estatuto no puede determinar cuórum ni mayorías más altos.

Antes de entrar a comentar un vacío o error de redacción que parece evidente en la norma anteriormente reseñada, veamos cuál es la racionalidad que está detrás del cambio respecto a la regulación general. Como se ha señalado, al menos en teoría —en la práctica ello no se cumple en el Perú—, una buena parte de las S.A.A. son sociedades de accionariado difundido en las que ningún accionista en forma individual tendría la posibilidad de formar cuórum y aprobar asuntos que requieren de cuórum y mayorías calificadas. Ante esta situación, y con la finalidad de impedir que la sociedad quede en una situación de parálisis, en la LGS se consideró conveniente efectuar varios cambios con respecto al régimen general aplicable a la sociedad anónima: (i) se redujeron en primera y segunda convocatoria los cuórum requeridos al 50 % y 25 % (de 2/3 y 60 % en el régimen general) y se incorporó la posibilidad de una tercera convocatoria en la que basta la concurrencia de cualquier número de acciones; (ii) conformado el cuórum se redujo —como resulta natural con motivo del cambio referido en (i)— la mayoría requerida al 50 % más una de las acciones representadas en la junta —en lugar del 50 % más una de la totalidad de acciones suscritas con derecho a voto emitidas—; y (iii) se estipuló que por la vía estatutaria no podían establecerse cuórum ni mayorías más altos a los anteriormente referidos —regla contraria a la general contenida en el artículo 127 de la LGS—, de lo que se deriva que sí es posible establecer cuórum o mayorías inferiores.

Por otro lado, el error que parece evidente en el caso de la regulación sobre cuórum y mayorías en la LGS para la S.A.A. es el haber señalado que no pueden establecerse cuórum y mayorías más altos únicamente para los asuntos «calificados» a los que se refiere el artículo 126 de la LGS. ¿Quiere ello decir que el legislador pretendió evitar la situación de «parálisis» únicamente para el caso de la aprobación de asuntos de particular relevancia —como son los regulados en el artículo 126— pero quiso que puedan establecerse cuórum y mayorías más altos para asuntos «ordinarios», pero mu-

vocatoria, bastando la concurrencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto. Salvo cuando conforme a lo dispuesto en el artículo siguiente se publique en un solo aviso dos o más convocatorias, la junta general en segunda convocatoria debe celebrarse dentro de los treinta días de la primera y la tercera convocatoria dentro de igual plazo de la segunda.

Los acuerdos se adoptan, en cualquier caso, por la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la junta.

El estatuto no puede exigir quórum ni mayoría más altas.

Lo establecido en este artículo también es de aplicación, en su caso, a las juntas especiales de la sociedad anónima abierta».

chas veces fundamentales, como podría ser la aprobación de la memoria anual y los estados financieros? Una respuesta positiva a la interrogante anterior no pareciera tener mucho sentido, por lo que una hipótesis más probable es que simplemente por error no se incluyó esa misma limitación para el caso de los asuntos «ordinarios». Más allá de ese vacío o error de redacción, no parece tener lógica que se establezcan cuórum y mayorías máximos para el caso de los asuntos calificados y que esa limitación no aplique para el caso de los asuntos «ordinarios», por lo que, en mi opinión, tampoco sería posible incrementar los cuórum o mayorías para casos «ordinarios» por encima del límite establecido en el artículo 257 de la LGS.

Al redactar el Anteproyecto, la Comisión tuvo en cuenta los aspectos antes referidos, pero también se tomó en consideración —como se ha señalado anteriormente— que no todas las S.A.A. son iguales, pudiendo existir sociedades con accionariado difundido, pero siendo la gran mayoría —sino todas— de las S.A.A. peruanas sociedades con bloques accionarios relevantes claros, e incluso simple y llanamente con un accionista de control.

Por tal motivo, en el artículo 234 del Anteproyecto⁷ se ha mantenido en buena parte la esencia de la regulación de la S.A.A. en la LGS, pero con un cambio sustancial. Por un lado, se mantuvo como regla general la reducción de los cuórum y mayorías para la adopción de asuntos calificados, pero por otro lado se permite también —en contraposición a la norma actual de la LGS— que el estatuto establezca cuórum y mayorías más altos a los determinados por defecto en el artículo 234. Así, dicho artículo permite que se eleve el cuórum o la mayoría para la aprobación de uno o más asuntos con la finalidad, por ejemplo, de establecer la necesidad de contar con un consenso mínimo —para que el accionista de control no pueda aprobar asuntos sin apoyo adicional—, o de concederle una suerte de derecho de veto a uno o más accionistas en atención a la situación particular de cada sociedad. En otras palabras, lo que se ha pretendido en el Anteproyecto es dar mayor libertad para que cada sociedad, en atención a sus condiciones particulares, ya que no todas las S.A.A. son similares, pueda pactar las reglas que más le convengan.

7 «Artículo 234.- Cuórum y mayoría

1.1. En la sociedad anónima abierta para que la junta general adopte válidamente acuerdos relacionados con los asuntos mencionados en el artículo 116 es necesario cuando menos la concurrencia, en primera convocatoria, del cincuenta por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

1.2. En segunda convocatoria basta la concurrencia de al menos el veinticinco por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

1.1. En caso de que no se logre cuórum en segunda convocatoria, la junta general se realiza en tercera convocatoria, bastando la concurrencia de cualquier número de acciones suscritas con derecho a voto.

1.2. Salvo cuando conforme a lo dispuesto en el numeral 235.2 del artículo 235 se publique en un solo aviso dos o más convocatorias, la junta general debe celebrarse en segunda convocatoria dentro de los treinta días de la primera convocatoria y en tercera convocatoria dentro de igual plazo desde la segunda convocatoria.

1.3. Los acuerdos se adoptan, en cualquier caso, por la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la junta general al momento de la votación.

1.4. El estatuto puede exigir cuórum y mayoría más altas.

Lo establecido en el presente artículo también es de aplicación, en su caso, a las juntas especiales de la sociedad anónima abierta».

Podría argumentarse que una disposición que permite elevar los cuórum y mayorías en la S.A.A. va contra la esencia —sin reflejo en el caso peruano— de esta modalidad de sociedad anónima, pero creo que los beneficios son mayores que los potenciales perjuicios. En efecto, por un lado se sigue manteniendo la regla general de aplicación de cuórum y mayorías reducidos, por lo que, salvo estipulación distinta del estatuto, este riesgo no se presentará; y, por otro lado, resulta evidente que la elevación de cuórum y mayorías en una S.A.A. se dará únicamente con el consentimiento —de existir— del accionista de control como una suerte de concesión o contrapeso que quiera darse a los accionistas minoritarios. Confiando en que por regla general las personas no actúan en forma irracional, es presumible que si se elevan los cuórum o mayorías en una determinada S.A.A., se hace porque esa regla resulta beneficiosa para el gobierno de esa sociedad en particular, solución que no debiera ser prohibida por la norma societaria.

4.5. Los convenios de accionistas y su relación con el cuórum y mayorías en la junta general de accionistas

Antes de entrar a una descripción más doctrinaria de los convenios de accionistas y su alcance, resulta conveniente hacer una reflexión general de para qué existen y qué esperan sus firmantes de acuerdos de este tipo.

Conforme a los artículos 8 de la LGS⁸ y 7 del Anteproyecto,⁹ los convenios pueden ser tanto entre socios como entre estos y terceros.

A los efectos de este trabajo, lo relevante son los convenios entre socios, puesto

8 «Artículo 8.- Convenios entre socios o entre éstos y terceros

Son válidos ante la sociedad y le son exigibles en todo cuanto le sea concerniente, los convenios entre socios o entre éstos y terceros, a partir del momento en que le sean debidamente comunicados.

Si hubiera contradicción entre alguna estipulación de dichos convenios y el pacto social o el estatuto, prevalecerán estos últimos, sin perjuicio de la relación que pudiera establecer el convenio entre quienes lo celebraron».

9 «Artículo 7.- Convenios entre socios o entre estos y terceros

1.1. Son válidos y exigibles entre las partes los convenios entre socios o entre estos y terceros. Los referidos convenios son exigibles frente a la sociedad, únicamente en todo cuanto le sea concerniente, a partir del momento en que le sean debidamente comunicados por escrito, siempre que no contravengan normas imperativas o disposiciones estatutarias o del pacto social.

1.2. El convenio, o la parte pertinente de este, comunicado a la sociedad, se registra en la matrícula de acciones, o en el libro de convenios, en el caso de las sociedades que no emiten acciones. La comunicación debe contener la transcripción o copia exacta de las cláusulas o acuerdos que se registran en la matrícula de acciones o en el libro de convenios. Salvo pacto en contrario, la comunicación podrá ser firmada por cualquiera de las partes del convenio.

1.3. Sin perjuicio de la exigibilidad de los convenios frente a la sociedad desde el momento en que le son comunicados, la sociedad está facultada a solicitar a las partes de dichos convenios las aclaraciones que considere necesarias para el cumplimiento adecuado de lo dispuesto por estos.

1.4. En los convenios que obliguen a las partes a alguna manifestación de voluntad en sentido determinado, o a algún comportamiento o actuación específicos, lo estipulado en tales convenios prevalecerá frente a la sociedad aun si la parte obligada, incumpliendo su obligación, se manifiesta, comporta o actúa en sentido contrario a lo indicado en estos.

1.5. Es válido fijar el plazo de vigencia de un convenio en función de la existencia de la sociedad o el mantenimiento de la calidad de socio de una o más partes del convenio. En estos casos, se

que parece que solo en estos pueden establecerse pactos con capacidad de afectar el derecho de asistencia y voto de los socios o accionistas y, por tanto, los aspectos que pueden tener relación con el cuórum y la mayoría.

Pero más allá de la redacción de la norma actual y la del Anteproyecto —que tienen diferencias sustanciales—, resulta claro que la finalidad de estos debería ser que —salvo afectación para la sociedad o los demás accionistas— lo que estipulen los socios o accionistas sea no solo obligatorio para las partes firmantes sino también ejecutable frente a la sociedad. Ello, en la medida en que un convenio de socios que termine siendo discutido en un proceso judicial o arbitral por imposibilidad de llevar a efecto lo ahí estipulado sería un «pacto fallido», ya que cualquier indemnización que se pudiese obtener en un proceso constituirá un sustituto imperfecto de lo que buscaban las partes, al menos al momento de su firma: su ejecución conforme a los términos pactados.

Pasemos ahora a un breve resumen conceptual de los convenios de socios o accionistas para luego analizar su aplicación para la determinación de cuórum y mayorías en las juntas generales de accionistas.

4.5.1. Los sindicatos de acciones

De acuerdo con el *Diccionario de la lengua española*, la palabra «sindicato» tiene dos acepciones: (i) asociación de trabajadores para la defensa y promoción de sus intereses, y (ii) junta de síndicos.

La definición castellana resulta claramente inaplicable para los efectos de este trabajo, así que resulta necesario acudir a definiciones jurídicas. Rodrigo Uría y Aurelio Menéndez (1999, p. 882), al referirse a los pactos privados para el ejercicio del derecho al voto, señalan:

En la sociedad anónima moderna, los pactos sobre el voto se suelen establecer con la finalidad primordial de conseguir un influjo estable y seguro en la marcha de la sociedad, consolidando una mayoría que imponga su criterio en las Juntas y que garantice la estabilidad de la administración; otras veces sin embargo, sirven para agrupar a accionistas de escasa participación social y tutelar así, mediante la combinación de sus votos, el interés de las minorías. Estos pactos van unidos de ordinario a los llamados sindicatos de accionistas, que agrupan a todos o a una parte de los socios para someterlos a una disciplina común en el ejercicio del derecho de voto. Se trata de pactos que anteriormente suscitaban fuertes reticencias jurídicas (básicamente por entenderse que privaban a los socios de la libertad de voto), pero cuya validez y licitud general no son, actualmente, objeto de discusión.

considera que el plazo del convenio es determinable, por lo que no serán aplicables las reglas referidas a la finalización de los contratos de ejecución continuada que no tienen plazo determinado».

Teniendo en cuenta la definición citada en el párrafo anterior y la que más adelante se dará acerca de los meros pactos de accionistas, los sindicatos de acciones constituyen una agrupación o afectación de acciones que, mediante el establecimiento de un mecanismo interno determinado, buscan la actuación o falta de actuación coordinada de sus miembros. En tal sentido, el establecimiento de un mecanismo interno de toma de decisiones es el que le da la naturaleza de especie a los sindicatos de accionistas dentro del género de los convenios entre accionistas, distinguiéndolos de esta manera —como veremos más adelante— de los meros pactos de accionistas.

Por otro lado, la sindicación de acciones se manifiesta a través de dos formas concretas: (i) el sindicato de voto o de mando y (ii) el sindicato de bloqueo. En este sentido se pronuncian Rodrigo Uría y Aurelio Menéndez (1999, pp. 882-883), quienes al comentar la forma en la que se hacen efectivos los sindicatos de accionistas indican que:

Las modalidades que en la práctica presentan los sindicatos de accionistas son variadísimas, pero, en general, se agrupan en torno a estos dos modelos: a) sindicación en la que el accionista conserva la posesión de sus valores y se obliga sencillamente a votar en las Juntas Generales en el sentido previamente acordado por el sindicato (los llamados «sindicatos de mando»); b) sindicación en la que el accionista entrega sus acciones al sindicato y otorga poder a la persona que éste determine (generalmente el síndico o presidente) para que en su nombre y representación acuda a las Juntas y vote en ellas (previsión que suele ir acompañada de la exclusión de la transmisibilidad de las acciones a favor de cualquier persona ajena al sindicato, en cuyo caso suele hablarse de «sindicato de bloqueo»).

4.5.1.1. El sindicato de voto o de mando

El sindicato de voto es tal vez la forma más usual y compleja en la que se presentan los sindicatos de accionistas. Siguiendo a Aránzazu Pérez Moriones (1996) se puede definir a los sindicatos de voto como «[...] aquellos contratos por los que uno o varios miembros de una agrupación voluntaria de personas, ya sean personas físicas o personas jurídicas, se comprometen entre sí o frente a terceros a no ejercitar su voto o a ejercerlo en los órganos de aquélla, bien por sí, bien por medio de representante, en el sentido decidido previamente, con el fin de llevar a cabo un influjo más o menos estable en la marcha de la agrupación [...]».

La autora agrega que los sindicatos de voto:

[...] se caracterizan por el deseo de sus miembros de influir de una manera estable y permanente en la vida de la agrupación voluntaria de personas sobre la que aquéllos actúan, no circunscrita a una única y concreta adopción de acuerdos sociales. Para la satisfacción de tal intención, se instaura a través de los mismos una estructura organizativa más o menos completa y compleja, reflejada en la redacción, que regula tanto las relaciones internas, entre los participantes en el sindicato, como las relaciones externas, del sindicato frente a terceros (pp. 48-50).

Según la definición de Pérez Moriones, que comparto, el sindicato de voto se caracteriza principalmente por ser un pacto estable. La estabilidad del sindicato de voto implica normalmente que este se celebre con la finalidad de garantizar una actuación uniforme de sus miembros en junta general de accionistas. Por referirse a la obligación de actuar de manera estable por un período normalmente largo y sobre materias que no pueden conocerse de antemano, resulta connatural a todo sindicato de voto —y a los sindicatos de accionistas en general— que sus miembros deban ponerse previamente de acuerdo con respecto a la forma en que van a votar o, en su caso, no asistir o excluir sus acciones del cómputo del cuórum.

La forma en que los miembros del sindicato de voto ejercerían dicha facultad en junta general de accionistas puede ser diversa. Por ejemplo, se puede establecer que cada uno de sus miembros deberá votar en determinado sentido en junta, o bien se puede designar a un representante común que ejercerá el derecho de voto en representación de todos los miembros del sindicato.

Por tanto, y aun cuando no es objeto de este trabajo entrar en ese nivel de detalle respecto a los pactos concretos de este tipo de documento, podemos intuir que estos contratos deberán contener previsiones muy concretas y específicas respecto a asuntos tales como: (i) citación a los miembros del sindicato, (ii) cuórum y mayorías necesarias para la adopción de acuerdos, (iii) la forma en que se ejercerá el derecho de voto, etcétera.

4.5.1.2. El sindicato de bloqueo

La otra forma tradicional de sindicatos de accionistas está constituida por los sindicatos de bloqueo. Siguiendo nuevamente a Pérez Moriones (1996, p. 49), una forma de definir a los sindicatos de bloqueo es como:

[...] aquellos contratos por los que varios miembros de una agrupación voluntaria de personas, ya sean personas físicas o personas jurídicas, se obligan, durante un periodo de tiempo determinado, bien a no transmitir sus acciones, bien a someter la transmisión de las mismas a determinadas limitaciones, ya a la autorización del sindicato, ya a un derecho de adquisición preferente reconocido a favor del resto de los sindicatos, ya a la exigencia de que el eventual adquirente cumpla con determinados requisitos.

El concepto de sindicato de bloqueo pareciera —de una lectura ligera— no ser relevante para los efectos de este trabajo. No obstante, si se tiene en cuenta que normalmente las prohibiciones o limitaciones de transferencia están íntimamente relacionadas —véase Uría y Menéndez (1999, pp. 882-883)— con el ejercicio del voto, sí pueden ser relevantes para los efectos de cuórum y mayorías.

4.5.2. *Meros pactos entre socios o accionistas*

Como se ha visto, los sindicatos de accionistas se caracterizan por requerir de un mecanismo complejo y —si está bien redactado— completo a través del cual los fir-

mantes del sindicato adoptan determinados acuerdos. A diferencia de estos, dentro del género de los convenios de accionistas encontramos a los meros pactos entre accionistas.

Una excelente definición de lo que son los pactos de accionistas en contraposición a los sindicatos de accionistas la podemos obtener nuevamente de Aránzazu Pérez Moriones (1996, p. 50), quien al referirse a los sindicatos de voto señala que: «Esta nota específica de los sindicatos de voto, la de su permanencia, determina que reservemos exclusivamente el término “pacto” para aquellos supuestos de negocios sobre el ejercicio del derecho de voto que carecen de una estructura organizativa propia y se limitan, simplemente, a constituir un compromiso sobre el ejercicio de aquel derecho para un asunto concreto y determinado [...]».

No tengo nada que agregar a dicha definición, salvo aclarar que cuando hace referencia a que estos sirven para regular la forma de actuación respecto a un asunto concreto determinado, parece evidente que también pueden regular la forma de actuar respecto a varios asuntos.

Dicho en otras palabras, en un mero pacto de accionistas se establecen obligaciones concretas que, justamente por estar detalladas en el correspondiente documento, pueden ser cumplidas por todos los firmantes sin la necesidad de realizar consulta alguna o adoptar acuerdos previos entre sus firmantes.

4.6. La relación de los pactos de accionistas con el cuórum y mayorías en junta de accionistas en la LGS y el Anteproyecto

Como se ha visto, tanto la LGS como el Anteproyecto (artículos 8 y 7, respectivamente) coinciden al establecer que los convenios entre socios o accionistas son tanto válidos entre las partes como exigibles frente a la sociedad. Pero ambos contienen otra disposición que puede llevar a pensar que esta validez y exigibilidad no son tan fuertes.

En efecto, tanto la LGS como el Anteproyecto —con algunos matices relevantes— sostienen que en caso de contravención de los convenios con lo estipulado en el pacto social o en el estatuto prevalecerá lo establecido en estos.

Antes de entrar en el análisis específico conviene indicar que, normalmente —por no decir siempre—, los convenios de accionistas establecerán algo distinto o adicional a lo estipulado por el pacto social o el estatuto puesto que, de no ser así, sencillamente no tendría ninguna utilidad celebrar ese tipo de convenios, al menos en lo que respecta a la oponibilidad frente a la sociedad.

Para poner un ejemplo sencillo, los artículos 121 de la LGS y 112 del Anteproyecto estipulan —con idéntica redacción— que pueden asistir a la junta general y ejercer sus derechos los titulares de acciones con derecho a voto que figuren inscritas a su nombre en la matrícula de acciones con una anticipación no menor de dos días al de la celebración de la junta general. ¿Quiere decir esto que todo convenio o sindicato de voto resulta inoponible frente a la sociedad, ya que la norma societaria establece que todo accionista goza del derecho a acudir a junta si tiene sus acciones inscritas con dos días de anticipación cuando un sindicato de voto en muchos casos limitará esta posibilidad? En mi opinión, la respuesta es claramente negativa.

Lo relevante es que por la vía de un convenio de accionistas no se puedan vulnerar derechos de los accionistas que no formaron parte del convenio o alterar las reglas generales de funcionamiento de la sociedad, pero ello no implica en modo alguno que los firmantes no puedan disponer de derechos que afectan solo a los firmantes de este y no a los demás accionistas.

Por ejemplo, no será válido un convenio que incremente los requisitos de cuórum o mayoría por encima de los estatutariamente establecidos, o que establezca un plazo mayor al de dos días de inscripción en la matrícula de acciones a los efectos de contar con el derecho a acudir a junta. Pero sí deberían ser —y en mi opinión lo son, incluso con la incompleta redacción del artículo 8 de la LGS— los convenios en los que los accionistas «autorrestringan» derechos individuales y disponibles, como son los derechos de asistencia y voto en junta general de accionistas.

Este tema fue materia de amplia discusión en el grupo de trabajo que tuvo a su cargo la redacción del Anteproyecto y, a pesar de que hubo consenso —o al menos esa fue mi impresión— en el sentido de que el artículo 8 de la LGS permite claramente la coexistencia de disposiciones de un convenio de accionistas «contradictorias» con la LGS o el estatuto, en el Anteproyecto se quiso eliminar cualquier duda interpretativa.

Por ello, en el artículo 7.4 del Anteproyecto se estipula en forma clara e indubitable que: «En los convenios que obliguen a las partes a alguna manifestación de voluntad en sentido determinado, o a algún comportamiento o actuación específicos, lo estipulado en tales convenios prevalecerá frente a la sociedad aun si la parte obligada, incumpliendo su obligación, se manifiesta, comporta o actúa en sentido contrario a lo indicado en estos».

Como se puede apreciar, el Anteproyecto reconoce expresamente que lo estipulado en los convenios respecto a la asistencia y ejercicio del derecho de voto prevalece respecto a lo regulado por la disposición estatutaria, ya que implica únicamente una limitación o renuncia a un derecho personal, sin afectar a la sociedad o a los accionistas. Pero, naturalmente, ello no implica que un convenio pueda modificar —aunque indirectamente se puede lograr ese efecto dependiendo del número de acciones sujetas al convenio— los cuórum o mayorías regulados en la ley o el estatuto social. Por ejemplo, sería claramente inoponible frente a la sociedad y los demás accionistas un convenio suscrito por accionistas titulares del 70 % de las acciones con derecho a voto emitidas por la sociedad que estipule la elevación del cuórum y la mayoría para la aprobación de acuerdos de modificación de estatutos al 70 %.^{10,11}

10 Cuando de conformidad con la norma societaria —tanto en la LGS como en el Anteproyecto— a falta de incremento por el estatuto el cuórum en primera convocatoria es de dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto y en segunda convocatoria de tres quintos y, en ambos casos, se requiere del voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto emitidas.

11 Aunque hacemos notar que el artículo 43º del Reglamento del Registro de Sociedades estipula que: «En todas las inscripciones que sean consecuencia de un acuerdo de junta general, el Registrador comprobará que se han cumplido las normas legales, del estatuto y de los convenios de accionistas inscritos en el Registro sobre convocatoria, *quórum y mayorías*, salvo las excepciones previstas en este Reglamento» (cursivas nuestras). No efectúo un mayor análisis de esta norma reglamentaria por la sencilla razón que no encuentro una situación en la que sería aplicable. Como señalé anteriormente, en mi opinión en

No obstante lo anterior, y a pesar de la claridad de lo estipulado por el artículo 7.4 del Anteproyecto, siempre resulta conveniente que los firmantes del convenio «faciliten» a la sociedad que este sea adecuada y cabalmente cumplido. En tal sentido, resultará beneficioso para los firmantes que en el convenio se establezcan reglas claras, detalladas y expresas con respecto a aspectos tales como: (i) en el caso de sindicatos, cómo se adoptan los acuerdos previos para definir en qué sentido deberán votar los miembros del sindicato; (ii) quién y cómo ejercerá el derecho de voto respecto a las acciones sujetas al sindicato —por ejemplo, a través de un apoderado o representante común—; (iii) penalidades en caso algún miembro del pacto o sindicato pretenda desconocer su obligación; entre otras.

5. Cuórum y mayoría en el directorio

5.1. Cuórum de instalación y mayorías para la adopción de acuerdos por el directorio

El artículo 168 de la LGS dispone que el cuórum del directorio es la mitad más uno de sus miembros. El mismo artículo agrega que en caso de que el número de directores fuese impar, el cuórum lo constituyen el número entero inmediato superior al del total de directores. Asimismo, en el último párrafo del mismo artículo se establece que el estatuto puede señalar un cuórum mayor, ya sea en forma general o para determinada categoría de actos, no siendo válida la disposición que exija la concurrencia de todos los directores.

En cuanto a la mayoría para la adopción de acuerdos, el artículo 169 de la LGS dispone que cada director tiene un voto, y que los acuerdos —salvo que el estatuto establezca una mayoría más alta— se adoptan por mayoría absoluta de votos de los directores participantes. Finalmente, la norma establece que en caso de empate decide quien preside la sesión.

Con algunas pequeñas diferencias de redacción, los artículos 142 y 143 del Anteproyecto¹² contienen una regulación muy similar.

ningún caso por la vía de un convenio de accionistas pueden modificarse las reglas estatutarias sobre cuórum ni mayoría (y, por cierto, tampoco los requisitos de convocatoria como señala el mismo artículo).

12 *Artículo 142.- Cuórum de asistencia

142.1 El cuórum del directorio se forma al inicio de la sesión, pudiendo suscribirse para tal efecto la lista de asistencia.

142.2 El cuórum del directorio es la mitad más uno de sus miembros. Si el número de directores es impar, el cuórum es el número entero inmediato superior al de la mitad de aquel.

142.3 El estatuto puede señalar un cuórum mayor en forma general o para determinados asuntos, siendo válida la disposición que exija la concurrencia de todos los directores.

Artículo 143.- Acuerdos. Resoluciones fuera de sesión. Sesiones no presenciales

143.1 Cada director tiene derecho a un voto. Los acuerdos del directorio se adoptan por mayoría absoluta de votos de los directores asistentes. El estatuto puede establecer mayorías más altas o la unanimidad para determinados asuntos o en general para todos los temas que se traten en el directorio.

A los efectos de apreciar la aplicación práctica de lo anterior, supongamos un directorio compuesto por seis miembros; en ese caso el cuórum para que se pueda instalar el directorio válidamente es de cuatro de sus miembros —la mitad más uno—, y si el directorio estuviese compuesto por cinco miembros, el cuórum sería de tres —el número entero inmediato superior a la mitad del total de miembros—.

Pero con relación al tema que nos ocupa, el punto que parece ser de mayor interés es el referido a la adopción de acuerdos por parte del directorio.

Para el análisis, supongamos que en nuestra sociedad, «La Anónima S.A.» —cuyo directorio está compuesto por seis miembros—, se lleva a cabo una sesión de directorio con la asistencia de la totalidad de directores, en la cual sobre determinado punto hay tres votos a favor y tres en contra. Adicionalmente, supongamos que el presidente del directorio está a favor de la aprobación de dicho asunto.

En este supuesto la solución sería clara: ante el empate el presidente decide y se adopta el correspondiente acuerdo. Solo queda un asunto meramente terminológico por aclarar: ¿debe considerarse que la moción fue aprobada con cuatro votos a favor y tres en contra? En mi opinión, no.

Los artículos 169 de la LGS y 143.2 del Anteproyecto disponen que en caso de empate decide quien preside la sesión —que puede ser el presidente o, a falta de este, quien asume el cargo conforme a la disposición estatutaria correspondiente o quien designe el propio directorio—. Sin embargo, propiamente, ni la LGS ni el Anteproyecto le confieren al presidente o a quien preside la sesión un doble voto, sino únicamente la capacidad de decidir. Por tanto, la herramienta con la que cuenta el presidente del directorio o quien preside la sesión es, en estricto, un voto calificado y no un voto doble. En consecuencia, en el ejemplo planteado, el acuerdo se habría adoptado con tres votos a favor y tres en contra, con el voto calificado del presidente o de quien preside la sesión.

Pero supongamos ahora que sobre determinado asunto puesto a la consideración del directorio de nuestra sociedad «La Anónima S.A.» existen dos votos a favor —dentro de los cuales se encuentra el voto del presidente o de quien preside la sesión—, dos votos en contra y dos abstenciones. ¿Habrá sido aprobado el asunto deliberado con la utilización del voto dirimente del presidente?

Al respecto, Francesco Messineo (1955), en opinión que comparto plenamente, señala:

-
- 143.2 Si el estatuto no dispone de otra manera, en caso de que se requiera de un voto adicional para que alguna de las posiciones logre la mayoría absoluta a la que se refiere el párrafo anterior, tal voto se considera otorgado si dicha posición cuenta con el voto favorable de quien preside la sesión de directorio.
- 143.3 Las resoluciones tomadas fuera de sesión de directorio, por unanimidad de sus miembros, tienen la misma validez que si hubieran sido adoptadas en sesión siempre que se confirmen por escrito.
- 143.4 Salvo que el estatuto disponga lo contrario, es válida la realización de sesiones no presenciales, a través de medios telemáticos o similares que, cuando menos, permitan la comunicación y garanticen la identidad de los directores o de sus representantes debidamente acreditados, la voluntad expresada por los directores y la autenticidad del acuerdo».

Al hacerse el cómputo de los votos, debe calcularse el número de los eventuales *abstenidos*, aun cuando se trate de *presentes*, puesto que ha de tomarse en cuenta el número de los presentes, no el número de los votantes, al efecto de establecer si se ha alcanzado la mayoría requerida. Así, si los presentes son, por ejemplo, tres mil, la mayoría absoluta está constituida por mil quinientos un votos, aunque los votantes sean menos de tres mil y aunque las abstenciones no constituyan votos contrarios.

Reforzando lo anterior, algunos párrafos más adelante el mismo autor agrega, citando a Betti, que:

Las necesidades prácticas que más arriba hemos indicado, implican que la voluntad colegial (la cual, en último análisis, debe ser, y es, *unitaria*, aunque no sea unánime) resulta del contraste entre voluntad de votantes singulares, con signo positivo, y voluntad de votantes singulares, con signo negativo, y que, por consiguiente, en realidad la misma *no es voluntad de todos*, sino que es voluntad *de un cierto número* de votantes que domina a los otros contrarios. (pp. 445-446)

La respuesta a la pregunta formulada fluye de la opinión de Messineo: en el ejemplo planteado no habrá acuerdo porque se cuenta únicamente con el voto favorable de dos de los miembros del directorio, cuando en el caso de un directorio conformado por seis miembros se requiere contar con el voto favorable de cuatro de ellos o, en todo caso, de tres de estos si quien preside la sesión se encuentra dentro de los que votaron a favor de la propuesta.

Dejando de lado la posición doctrinal de Messineo, de un análisis directo de lo dispuesto por la LGS y el Anteproyecto se llega a la misma conclusión. En efecto, los artículos 169 de la LGS y 143.1 del Anteproyecto estipulan que los acuerdos del directorio deben adoptarse por mayoría absoluta de los directores participantes. Resulta claro que en la LGS y el Anteproyecto, al referirse a los «directores participantes», se está haciendo referencia a los directores que se encuentran reunidos válidamente y están votando o absteniéndose de votar respecto a un punto concreto de la agenda.

5.2. La adopción de acuerdos en caso de conflicto de interés

No es objeto de este trabajo analizar en forma general la problemática de los conflictos de interés —y por ello no voy a hacerlo—, pero la existencia de una situación de este tipo tiene una relevancia particular en el caso de situaciones de conflicto de interés.

Por un lado, el artículo 180 de la LGS estipula que «[e]l 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 asunto»; y, en forma similar, el acápite 3 del artículo 149 del Anteproyecto establece como una obligación derivada del deber de lealtad el «[a]bstenerse de participar en la deliberación y votación de acuerdos o decisiones en las que él o una persona vinculada a él tenga un

conflicto de intereses, directo o indirecto, salvo acuerdos o decisiones que afecten su designación como director o dispongan su revocación del cargo».

En aplicación de esta regla, por norma general, no debiera ser problemático adoptar acuerdos en los casos en que existan directores en situación de conflicto de interés, puesto que, conforme a los referidos artículos 169 de la LGS y 143.1 del Anteproyecto, los acuerdos del directorio se adoptan por mayoría absoluta de los directores participantes. Y, como se ha visto, ya que los directores en situación de conflicto están impedidos de participar en la deliberación y votación respectivas, debe realizarse un recálculo, adoptándose el acuerdo tomando en consideración únicamente a los directores que no se encuentran en situación de conflicto.

Utilizando nuevamente el caso de nuestra sociedad «La Anónima S.A.», compuesta por seis directores, en una situación normal de participación de la totalidad de los directores, para adoptar un acuerdo se requerirá del voto favorable de cuatro de ellos —o de tres y del presidente en caso de empate, cuando el presidente tenga voto dirimente—. Pero en una hipotética situación de conflicto de interés de tres de los directores —asumiendo para facilitar el ejemplo que entre los conflictuados también está el presidente— podría concluirse que resulta imposible adoptar un acuerdo, ya que la mayoría requerida es de cuatro directores.

No obstante, como se ha visto, tanto la LGS como el Anteproyecto establecen que los votos se computan sobre los directores «participantes», y como en los casos de conflicto de interés los directores en conflicto se encuentran impedidos de participar en la deliberación y votación correspondientes, en el ejemplo planteado el universo de directores relevantes se reduce de seis a tres. Por tanto, para adoptar un acuerdo en el caso planteado se requerirá únicamente del voto favorable de la mayoría de los directores participantes: es decir, de dos de los tres directores que no están en situación de conflicto.

Esta solución aplica en forma directa a la mayoría de los casos, pero no a todos. En concreto, los artículos 346 y 371 de la LGS y 330.1 y 355.1 del Anteproyecto estipulan que los proyectos de fusión y escisión deben aprobarse por los directorios de cada una de las sociedades participantes en la fusión o escisión «con el voto favorable de la mayoría absoluta de sus miembros». De una lectura literal de las normas antes referidas podría concluirse que, utilizando el mismo caso de nuestra sociedad «La Anónima S.A.», para la aprobación de un proyecto de fusión o escisión este no podría ser aprobado, ya que la norma en forma directa hace referencia a la necesidad de contar con el voto favorable de la mayoría absoluta de los miembros del directorio. Ello, en el caso de un directorio compuesto por seis miembros, implica requerir del voto favorable de al menos cuatro de los seis directores.

Recordemos que en el ejemplo de nuestra sociedad «La Anónima S.A.», tres de los seis directores se encuentran en situación de conflicto por lo que, bajo una interpretación literal y rígida de las normas antes referidas, se llegaría a la conclusión de que no es posible aprobar el proyecto de fusión o escisión. Esta conclusión o «solución» —sobra decirlo— al menos no es muy práctica ni lógica.

Salvo que se recurra a la «solución» de recomponer el directorio para tener al menos cuatro directores no conflictuados y, así, poder aprobar el proyecto de fusión o escisión sin chocar con la literalidad de las normas antes citadas, esta «solución» no

parece ser muy razonable. En mi opinión, la respuesta es más sencilla y directa: se debe utilizar la misma interpretación antes desarrollada para el caso general, lo que implicaría simplemente considerar como el universo a efectos de calcular a la «mayoría absoluta de sus miembros» a los directores que no se encuentren en situación de conflicto. Y para ser consistentes con el espíritu de las normas que requieren una mayoría calificada con referencia específica al voto favorable de un número mínimo de directores (mayoría absoluta), no cabría que el proyecto de fusión o escisión sea aprobado con el voto dirimente del presidente o de quien preside la sesión, sino que necesariamente deberá contarse con el voto favorable de la mayoría absoluta de los directores participantes.

Bibliografía

Abramovich Ackerman, D. (1997). Apuntes acerca del quórum y mayoría según la Ley General de Sociedades y el proyecto sustitutorio. *Ius et Veritas*, 8(15), 51-61.

Abramovich Ackerman, D. (2002). Exclusión de acciones para el cómputo del quórum. *Advocatus*, 6, 178-186.

Messineo, F. (1955). *Manual de derecho civil y comercial*. Tomo V. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América.

Pérez Moriones, A. (1996). *Los sindicatos de voto para la Junta General de Sociedad Anónima*. Valencia: Tirant lo Blanch.

Uría, R., & Menéndez, A. (1999). *Curso de derecho mercantil*. Madrid: Civitas.

Racionalidad económica y deber de lealtad entre socios

Ángel Carrasco Perera

1. El deber de lealtad en el derecho societario español

1.1. El consenso

Ampliamente influidas por la doctrina alemana, consolidada en más de sesenta años (Winder, 1988; Jilg, 1996), la literatura jurídica (Girón Tena, 1976, p. 296; Paz-Ares, 1991, pp. 1327, 1510; Sánchez Ruiz, 2000, pp. 233-235; Sánchez Calero, 2004, p. 516; Hernando Cebriá, 2012) y la praxis judicial española —STS 12 julio 2002, RJ 5233; STS 17 enero 2012, RJ 4981; STS 7 diciembre 2011, RJ 2012/3521¹— parecen haber dado por finalizado cualquier debate que eventualmente pudiera existir sobre la existencia de un deber de lealtad (DL) entre socios y entre socios y sociedad, personalista o de capital. Así, se postula incuestionablemente la existencia de un deber de esta clase, como elemento indispensable de la estructura causal de cualquier tipo de sociedad mercantil o civil, y se está de acuerdo en que este DL se impone tanto a la mayoría como a la minoría social.

Semejante obligación implícita tendría un alcance más intenso que el que pudiera conseguirse con la aplicación en el derecho de sociedades de la regla clásica que prohíbe el ejercicio abusivo de derechos y que, en derecho español, se formula en el artículo 7 del Código Civil español. No se trataría solo de una cualificación específicamente societaria de la regla general, sino de una más agresiva restricción de la libertad individual que aquella que comportaría la regla general, explicable por ser de esencia del contrato de sociedad que los socios subordinen la realización de sus propios intereses extrasociales a la satisfacción del interés social.

1.2. Excepción: dilución del minoritario por acuerdo de aumento de capital

En la jurisprudencia la unanimidad de posición es más aparente que real, y parece quedarse en el nivel superficial de la argumentación general del caso, sin constituirse en *ratio decidendi* de las sentencias. Se justifica esta afirmación porque, hasta

¹ La jurisprudencia del Tribunal Supremo español se cita por fecha y referencia de la base de datos Westlaw/Aranzadi (RJ). Otro repertorio de la misma base para sentencias de Audiencias se corresponde con los acrónimos AC y JUR.

ahora, la jurisprudencia ha adoptado una posición contraria a anular acuerdos sociales tomados por la mayoría que tienen por objeto la realización de un aumento de capital, cuando el minoritario impugnante argumenta que el acuerdo no tuvo más propósito que contribuir a diluir aún más su cuota social, el cual, en las condiciones de poder social, no tiene ningún incentivo real —a veces tampoco posibilidad financiera— de acudir al aumento en la parte que corresponde a su participación accionarial. Según la serie constante de los fallos judiciales, la mayoría dispone de un poder incondicional de aprobar aumentos de capital, siempre que conserven el derecho del minoritario de acudir al aumento en su parte proporcional. Si el minoritario no quiere o no puede concurrir al nuevo desembolso es problema suyo, y la dilución resultante no sería sino una manifestación más del funcionamiento normal del entramado societario como una «lucha de bandos» con intereses contrapuestos, en donde no tienen que entrometerse los tribunales —STS 4 abril 1994—; así, se da una victoria de la mayoría que, como toda victoria de esta clase, refuerza el efecto normal de debilitamiento de la posición minoritaria —STS 12 julio 2002—. ²

1.3. Crítica

Creemos que tanto la teoría como la praxis del DL se fundamentan en presupuestos erróneos y defienden inadmisibles restricciones a la libertad de acción de los socios y de las mayorías. No podemos aquí reconstruir el edificio teórico que sustenta la exposición que sigue, ni entrar en debates sobre conceptos generales. No obstante, remitiremos para ello al lector a un desarrollo mucho más amplio contenido en la obra *Abuso de derecho y fraude de ley*, que verá la luz próximamente. En la presente digresión nos limitamos a entresacar una serie de clásicos *loci communes* de la doctrina del DL, para hacer inteligible el hecho de que en la presente contienda se ventila algo más que un simple modo de hablar y que existe una divergencia de sustancia sobre los límites de la libertad individual y la mística sustancialista del interés social.

Es seguro que estas propuestas encontrarán más eco en el futuro, si se reafirma y generaliza la doctrina contenida en la STS 23 octubre 2012, RJ 10123, que acaba de admitir la división de la condición de socio y de los distintos derechos políticos que la componen, así como considera válida la cesión de los derechos políticos al vendedor de las acciones en garantía del cobro del resto aplazado de precio. Si este *Auspaltung* es admitido en España, ya no podrá seguir sosteniéndose que, por su mera condición, el titular del derecho de voto no puede emplearlo para maximizar sus intereses extrasocietarios. El presupuesto teórico que sustenta la presente exposición es la convicción de que, más allá del ámbito de aplicación clásico del abuso de derecho, no existe un DL como técnica específica para inferir obligaciones implícitas ni limitar el ejercicio de los derechos de socio.

2 SSTS 4 abril 1994, RJ 3567; 4 marzo 2000, RJ 1502; STS 13 julio 2000, RJ 6175; 17 julio 2000, RJ 5498; 11 septiembre 2000, RJ 6175; 27 marzo 2001, RJ 4767 12 julio 2002, RJ 8252; 22 noviembre 2004, RJ 7246; 14 septiembre 2007, RJ 6009; SAP Sevilla 25 enero 2001, AC 2001/427; SAP Alicante 14 septiembre 2010, AC 2010/1703; SAP Zaragoza 29 diciembre 2000, JUR 2001\81215; SAP Madrid 22 junio 2011, JUR 2011/289251.

2. El acuerdo de no repartir dividendos

En la fenomenología de casos que se abordarán, comenzamos con el supuesto estelar del acuerdo social tomado con «abuso» de la minoría, que, sin embargo, no es reconducible directamente a la cláusula de «interés social» del artículo 240 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC),³ porque la sociedad es neutral ante la medida acordada. La Sentencia del Tribunal Supremo Español (STS), del 7 diciembre de 2011, versaba sobre la licitud y límites de los acuerdos sociales por los que los beneficios repartibles se destinan a reservas, sin distribuirse entre los socios. Se trataba de tomar partido sobre la cuestión fundamental de si un acuerdo de tal clase constituía o no una conducta desleal con la minoría, susceptible de ser anulada por incurrir en lesión del DL o en la prohibición de abuso de derecho. El tribunal sostuvo que bajo determinadas condiciones —repetidos ejercicios económicos sin repartir ganancias, etcétera— el acuerdo podía ser contrario al deber de lealtad.

2.1. Hay que conceder un derecho de salida

La solución óptima a lo anterior se encuentra en el artículo 348 bis LSC. El precepto contiene una concreción de la regla general del artículo 1707 del Código Civil, que debe extenderse hasta permitir el desistimiento por justa causa en toda forma de sociedad, cualquiera sea su tipo, que presente el modelo de una sociedad cerrada. Según el tenor del precepto:

[...] a partir del quinto ejercicio a contar desde la inscripción en el registro mercantil de la sociedad, el socio que hubiera votado a favor de la distribución de los beneficios sociales tendrá derecho de separación en el caso de que la junta general no acordara la distribución como dividendo de, al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación [...].

Ni el abuso de derecho ni el DL suministran criterios aceptables alternativos. El derecho de salida y el recurso al abuso de derecho, vía impugnación de acuerdos, son remedios no acumulables y el recurso específico del artículo 348 bis LSC cierra el control de abusividad de los acuerdos de no reparto (contra, Megías Gómez, 2012, p. 449). El minoritario ha de disponer de un derecho incondicional a marcharse si repetidamente se acuerda no repartir dividendos, pero, por la misma lógica, la mayoría debe gozar de irrestricto criterio para disponer la retención social de los beneficios y remitir a la minoría a la puerta de salida: «si no te gusta, puedes marcharte».

Como la decisión de no repartir beneficios es una opción, como poco, neutral para los intereses sociales, el debate sobre la justicia del caso acaba metiéndose en lo más interno de las divergencias particulares entre los socios mayoritarios y los minoritarios, donde el interés social se limita a oficiar como espectador. Desde luego, en contra de lo que dice la sentencia glosada, si algo no cabe hacer aquí es apelar a la cláusula de interés social. Las soluciones impugnativas no son efi-

³ Real Decreto Legislativo 1/2010, que aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

caces, ni siquiera son construibles en derecho y el DL o el artículo 7 del Código Civil solo admiten aquí soluciones impugnativas, anulatorias de acuerdos que el juzgador no puede sustituir por un contraacuerdo de propia fabricación, solución que deja a los contendientes en un limbo que no presagia el fin del conflicto, sino su radicalización.

No es buena solución invertir costes en controlar caso por caso la justicia intrínseca de decisiones soberanas sobre la base de, pretendidas o reales, injurias sufridas por la minoría, siempre que esta disponga de una vía de salida en la que tenga asegurada una justa liquidación de su parte en el haber social. Porque si el juzgador opera por medio de la resolución caso por caso de procesos de impugnación, la controversia promete hacerse perpetua y repetitiva en cada ejercicio social, a cada nueva ocasión en que pueda aflorar el conflicto o el odio, con altísimos costes sociales y daños al funcionamiento ordinario de la empresa, en un sinfín de pleitos capaces de consumir a todos los contendientes y con complejísimas ejecuciones de condena a un *facere* inespecífico —¡tómese un acuerdo que apruebe algún reparto de dividendos!—. Ante tesis de esta suerte, un análisis consecuencialista del conflicto acaba concluyendo que el socio descontento no puede optar por quedarse y litigar.

2.2. ¿Derecho de salida y derecho a impugnar?

El artículo 348 bis LSC ha sido suspendido durante dos años por la Ley 1ª/2012. ¿Qué inferir de todo ello? La situación ante la que el artículo 348 bis LSC habilitaba la salida del socio minoritario es una que típicamente se define como un abuso de mayoría, que durante cinco años se abstiene de repartir dividendos cuando estos existen. El artículo 348 bis LSC había convertido en restricción típica lo que, hasta el momento, solo podía cursar como restricción ocasional del derecho soberano de la junta de socios. Ahora, el legislador ha decidido que de momento no se provee remedio legal a este *impasse*. Puede pensarse que hemos de acudir al artículo 7 Código Civil. Pero, en mi opinión, este artículo no debe servir como remedio, precisamente porque el legislador no ha querido que, de momento, el socio de minoría pueda ejercitar su derecho de salida siendo sometido a un acoso prolongado que, de manera típica, se definiría como abuso de derecho ordinario. Si no hay abuso de derecho tipificado para salir de la sociedad, comportará una contradicción teleológica admitir que existe para idéntica situación un abuso de derecho circunstanciado que exige la impugnación del acuerdo de no reparto.

Como consecuencia de lo anterior, *ceteris paribus* no puede impugnarse por abusivo un acuerdo social de no reparto de dividendos si el supuesto de hecho exclusivo a partir del cual se construye el predicado de abuso de derecho es el mismo que el legislador societario tuvo en cuenta para conferir un derecho de salida en el artículo 348 bis LSC, luego suspendido. Abuso de derecho solo podrá declararse si, además de la continuada negativa a repartir dividendos, en los términos de la norma citada, existen otras circunstancias que permitan introducir una restricción circunstancial. Por ejemplo, que los socios estén sujetos a prestaciones accesorias no retribuidas o que las remuneraciones de los administradores incorporen subrepticamente la partida de

dividendos que se está negando a los otros. Cuando el artículo 348 bis LSC recupere su vigencia —si alguna vez ocurre—, el recurso al abuso del derecho habrá dejado de tener sentido. Mientras esté suspendido, solo podrá acudir al abuso de derecho si existen circunstancias adicionales a aquellas que han sido tenidas en cuenta por el legislador para atribuir un derecho de salida en la norma referida.

3. La libertad de acción del accionista minoritario de una sociedad abierta

De socio minoritario solo podemos hablar cuando la sociedad está sujeta a una estructura corporativa que permita la producción de acuerdos no unánimes conforme a un procedimiento legal y estatutariamente establecidos. Para no comprometer de partida nuestra exposición con una posición que parezca radical, me limito en este epígrafe a considerar al socio minoritario típico de una sociedad abierta. Este socio puede votar o no lo que quiera, puede «vender» su voto, entregarlo fiduciariamente a quien le dé más por ello, competir con la sociedad.

Asimismo, es lícita la conducta del accionista de minoría que toma «posiciones adversas» en derivados o instrumentos financieros concertados con terceros, cuya rentabilidad dependa de la no realización de ventajas por la sociedad. Es igualmente lícito tomar posiciones adversas en dos sociedades distintas de las que simultáneamente se es socio. Por supuesto, es lícito mantener estrategias cortoplacistas con objeto de aumentar el valor actual de las acciones a costa de su rentabilidad futura. Si la sociedad considera que esto es un problema que amenaza su supervivencia, puede elaborar las reglas estatutarias convenientes que permitan disponer de un blindaje frente a las estrategias de «tiburoneo» de los socios no comprometidos con el largo plazo (Bebchuk, 2005, pp. 833, 870-875, 883-84).

4. Deber de votar

El socio minoritario —cualquier socio— puede estar comprometido a emitir el voto en determinado sentido, normalmente, si existe un acuerdo de accionistas que prevé esta circunstancia o si resulta obligado en méritos de la confianza creada en terceros por una previa conducta concluyente del socio. Esto último revela que la regla del abuso de derecho puede imponer la emisión positiva del voto, o, mejor, tener el voto por emitido en determinado sentido por aplicación de la regla que prohíbe actuar en contradicción con los propios actos anteriores. Fuera de este caso, no se puede imponer o imputar a un socio la emisión de un voto por aplicación del artículo 7 del Código Civil o del DL societario. ¿Por qué el minoritario tiene que votar una medida necesaria para la continuidad de la sociedad, cuando el mayoritario puede votar la disolución de la sociedad para librarse del minoritario? En contra de lo decidido por el Tribunal Federal Alemán (BGH WM 1986, 1348), el socio no está sujeto a hacerse imputar un voto que no emite ni aunque a aquel le resulte indiferente votar a favor del acuerdo de aumento porque su posición societaria no se modifique.

Basta reflexionar sin prejuicios sobre aquellas ocasiones en que la ley exige un consentimiento individual del socio, o un consentimiento mayoritario de la clase de socios afectados (cfr. artículos 89, 103, 347, 351 de la LSC), para comprender que, en tales casos, no puede exigirse a ningún socio la emisión de un voto positivo contrario a sus propios intereses, presentes o futuros, cualquiera sea el peso respectivo que su propio daño temido y la urgencia que el interés social alcancen en la balanza de la ponderación, sin importar si el interés de reserva del socio renuente es o no «societario». Las razones se exponen a continuación.

5. El socio de minoría que extorsiona para acudir socorro social

5.1. «Girmes»

El *greenmail*, la extorsión egoísta y desconsiderada hecha valer por la minoría insolidaria, es otro de los demonios a batir con el empleo del DL (Anabtawi/Stout, pp. 38-39; Hässemeyer, 1996, pp. 109-132). Vamos a seleccionar hipótesis que de una u otra manera se han hecho típicas. Empezamos por el caso *Girmes*, devenido probablemente del *leading case* por excelencia en materia de DL societario (Heinrichs, 195, p. 225). La mayoría reprochó a la minoría que su obstinada oposición a una medida de reducción del capital social, que hubiera podido sanear la compañía, había obligado a la sociedad a solicitar el concurso. Se demandó alegando que, en virtud del DL, la minoría debía haberse sumado a las propuestas de saneamiento de la mayoría. El BGH reafirmó la existencia de un deber de lealtad a cargo de la minoría.

Según el comentarista Altmeyden (1995, pp. 1749-1750), lo anterior no es un resultado espectacular, pues se acaba afirmando simplemente que el socio que dolosamente causa daño a terceros en contra de las buenas costumbres —§ 826 Código Civil alemán— responde de este daño, para lo que se necesita —cosa que finalmente la sentencia niega que ocurra— cuando menos dolo eventual. Según este autor, no existe un DL entre accionistas de una sociedad anónima, por no existir entre ellos un contrato de sociedad. El DL no significa, en este contexto, otra cosa que el deber impuesto a cada socio de no buscar la obtención de ventajas especiales a costa de la sociedad o del resto. Es mucho más fácil enfrentarse a esto que preguntarse cuán leal debe ser el minoritario al emitir su voto, lo que revela que el concepto de DL no solo es inconsistente dogmáticamente, sino que es fallido a efectos prácticos. También Flume (1996, pp. 165-167) se despacha con la argumentación de la sentencia: es absurdo predicar del minoritario una obligación de votar de forma que no se procure ventajas particulares, pues, por definición, no puede hacerlo.

5.2. Ejercicio del veto con ruina social

Un conflicto entre mayoría y minoría que adquiere rango límite es el de la sociedad al borde de la desaparición por insolvencia, con un grupo mayoritario a la búsqueda

de una salida que comporte nueva financiación interna, venta a un tercero o financiación externa.

Pongamos que A es socio con 80 % y presta personalmente garantías por las deudas sociales. Los otros dos socios tienen el 10 % y se ha pactado que, para decisiones importantes, hace falta unanimidad. La empresa está en sus últimos momentos y un tercero ofrece adquirir la sociedad y liberar las garantías, pero por precio cero más 100 000 DM que tendría que entregarle el mayoritario, el cual accede a esto. Los minoritarios no aceptan si no se les paga cierta cantidad. No hay negocio y la sociedad va a concurso. Según Lutter (1998, pp. 170-171), no existe infracción del deber de lealtad, salvo que la minoría reclamara una cantidad desproporcionada. Esta restricción no es admisible. No existe abuso de derecho —ni infracción de DL— salvo que concurren circunstancias adicionales que acrediten el carácter abusivo; por ejemplo, una contravención a los propios actos, sin importar si los minoritarios sobornaron con mucho o con poco. Representémonos a una minoría del 10 % que, antes de entrar en comandita, y queriendo prevenir por contrato lo que de otra forma soportarían sobre sus espaldas —a saber, una expropiación por parte del mayoritario—, ha hecho pactar en el contrato que ciertas decisiones, como la decisión en litigio, requieren unanimidad. El mayoritario lo ha aceptado. Es seguro que la minoría ha tenido que hacer algún «pago» por aquella concesión; por ejemplo, invertir en una compañía con tal estructura de poder, cosa que de otra forma no hubieran hecho, y casi nadie en su sano juicio hubiera hecho, salvo que se tratara de una sociedad cotizada. O bien, nadie hizo ni recibió pagos cruzados, porque la cláusula fue pactada detrás del velo de la ignorancia, donde ningún socio sabía si a él le tocaría estar en mayoría o en minoría, si sería él u otro el que un día reclamara el sacrificio del compañero. No puede ser abuso extraer la ventaja típica de una cláusula contractual que es válida y que fue libremente aceptada *ex ante* por el otro socio, tanto si se pagó por ella como si se convino neutralmente detrás del velo de la ignorancia.

Nada hay nada *zweckfremde*, pues para tal contingencia se diseñó la cláusula. El mayoritario ya habrá extraído de los minoritarios toda la renta que la posición de poder del primero le haya permitido; ahora es el momento para que los minoritarios aprovechen su posición de monopolio. Tanto el tercero como el socio de mayoría han elaborado un modelo de acuerdo que, por evidencia, será bueno para ambos. El tercero paga por la sociedad menos de lo que la valora y el socio está de acuerdo en poner sobre la mesa 100 000 DM para no verse expuesto a una tesitura peor. Si no hubiese una ventaja respectiva, no habrían alcanzado el acuerdo. ¿Por qué se quiere condenar a la minoría a contentarse con no sacar nada del negocio? La minoría puede perfectamente explotar el *surplus* negocial de los otros dos hasta arrebatárselos todo el margen por debajo de 1 euro, porque hasta ese punto el negocio sigue siendo interesante para los protagonistas. Claro que puede ocurrir que el *surplus* de la negociación no sea suficiente para satisfacer las expectativas forjadas por el socio y que este error provenga de las notables asimetrías informativas existentes entre las partes. Entonces el negocio fracasará y no se podrá obtener una transacción socialmente eficiente. Resultado irremediable, porque cualquier opción «expropiatoria», sobre no respetar los derechos de propiedad, estaría expuesta a incurrir en errores

semejantes o mayores mediante una infracompensación o una sobrecompensación del recurso en litigio.

Es injusto pretender que, puesto que la minoría no sacará nada del concurso —que es la opción alternativa al no acuerdo—, debe conformarse con sacar tampoco nada de la negociación. Nunca se abusa por quien prefiere el peor resultado común a un resultado alternativo en el que la otra parte sacará —o el actor piensa que sacará, que a efectos de justicia es lo mismo— una ventaja superior a la obtenida —si alguna— por el que tiene la facultad de decidir el juego. Por lo que se refiere a la sociedad como tal, que se precipita al concurso, es claro que tampoco existe motivo para reclamación. ¿Quién hablaría en su nombre: el mayoritario? Pero el socio de minoría cuidará correctamente de sus propios intereses si sigue sospechando que, en la boca del mayoritario, el interés social no es más que un retruécano con el que quiere expresar sus propios intereses de mayoría. Y si la sociedad se hunde y se disuelve por todo ello no pasa nada, pues las sociedades nacen y mueren y ninguna vale el esfuerzo de continuar en ella sin ganas.

En *Smith v. Atlantic Properties, Inc* —422 NE 2d 798, Mass App Ct. 1981—⁴ se había convenido por parte de los cuatro socios que no se podían repartir dividendos si no se obtenía acuerdo del 80 % del capital, con el resultado de que cada socio disponía de un derecho de veto. Uno de ellos veta el acuerdo, por consideraciones personales de conveniencia fiscal, con efectos fiscales negativos para el resto de los socios. Según la Corte, el socio renuente habría infringido el deber de lealtad a los otros socios. Esta propuesta es inaceptable.

Hay que insistir en la idea expresada anteriormente en dos ocasiones: si determinada conducta de un socio es la realización típica de un derecho o de un veto que ha sido acordado en el contrato social con anterioridad al conflicto y/o detrás del velo de la ignorancia, o si fue acordada cuando el socio interesado había salido del velo de la ignorancia, entregando alguna contraprestación a cambio, no puede neutralizarse su ejercicio por medio de la regla del abuso ni por ningún expediente sustitutorio, pues la técnica del abuso no puede utilizarse para reprimir estrategias que son del desenvolvimiento típico y propio de cláusulas contractuales que han sido válidamente acordadas.

5.3. Veto al aumento de capital

Pasamos a un segundo supuesto conflictivo que, a juzgar por su recurrencia, resulta típico. En este caso, la mayoría propone un aumento de capital, necesario para sacar a la sociedad de una situación de desbalance que la puede hacer incurso en causa legal de disolución. A la minoría se le conservan sus derechos de suscripción preferente. Si los estatutos han conferido a la minoría un derecho de veto para decisiones de esta clase, el conflicto está servido. Naturalmente, la minoría puede oponerse —y hará bien en hacerlo— a suscribir un aumento que incrementa sus inversiones improductivas, pero que no pueden excusar si no quieren sufrir una dilución adicional en el capital social.

⁴ En Anabtawi y Stout (2008, pp. 53-54), que aprueban la decisión.

Ahora bien: supongamos que la mayoría ofrece una transacción por la que, a cambio del voto favorable, los socios de minoría conservarán su cuota en el capital social sin que deban hacer ningún desembolso adicional, y propone un mecanismo —fiducia, préstamos reembolsables contra dividendos, etcétera— que permite cumplir con la exigencia legal de efectividad de las aportaciones prometidas al capital. La minoría se sigue negando ¿Incorre en abuso o deslealtad? De ninguna manera. La minoría puede tener muy buenas razones para no mantener improductivas sus inversiones en el capital social de una empresa que no controla y que, hasta el presente, puede que no le haya dado beneficios. La alternativa es, ciertamente, la disolución sin reparto, pero la minoría puede reflexionar de una de las dos siguientes formas. Primero, una vez que se da la inversión por pérdida, es peor la situación de quien la tiene y sigue teniendo amortizada en manos de un tercero que la de quien la da definitivamente por liquidada. Aquel se encuentra en la situación de seguir planteando en el futuro demandas insostenibles de nuevas y sucesivas aportaciones de fondos, o, en cualquier caso, impone una continuidad del *status quo* que obliga a la minoría al dispendio improductivo de invertir esfuerzos y tiempo en ejercer sus derechos de minoría, siquiera para no dar a los otros la impresión de que pueden expropiarlos a capricho.

La segunda consideración prudente que puede hacer la minoría es la posible existencia de un margen de negociación. Si la mayoría les ofrece aquella transacción, será porque prevé la obtención de una ventaja superior al coste de la ampliación; y como la minoría sabe que la mayoría no puede argumentar con credibilidad que el interés que persiguen es solo el de la continuidad de la empresa común, es seguro que habrá un margen para extraer ganancias adicionales a tan generosa mayoría. Aquí damos por reproducida la argumentación antes expuesta sobre el curso previsible de la negociación relativa al reparto del margen. Una vez más, es evidente que la minoría no opera con abuso de derecho, pues no especula a cuenta del interés social sino a costa del margen de ganancia que pretende llevarse la mayoría. Esta especulación es legítima en todo caso, pero mucho más cuando resulta posible por la puesta en práctica de una cláusula contractual —derecho de veto— negociada libremente por todas las partes antes de la eclosión del conflicto y que la minoría hizo pactar a la mayoría —a cambio, quizá, de otras contraprestaciones— precisamente para conferir a la minoría un poder negociador que en otras circunstancias no hubiera tenido.

Finalmente, la negociación fracasa y la sociedad va a concurso. La sociedad no tiene nada que decir pues carece de *ius standi* para exigir que los socios no incurran en causa legal de disolución. La mayoría tampoco tiene nada de qué quejarse; si tan buena era para ella la continuidad de la empresa común que hasta hubiera pagado para lograrlo. El fracaso del acuerdo prueba que la mayoría valoraba menos la continuidad de la empresa que lo que la minoría valoraba su oportunidad de desinvertir.

Otras razones abonan el punto de vista expuesto. Como es sabido, la exigencia de efectividad del capital social obliga a diseñar mecanismos contractuales o estatutarios que impidan que la minoría reciba capital social sin desembolso efectivo. Cualquiera fuese la fórmula elegida, no sería estable, bien porque padecería debilidades simulatorias, bien porque requeriría de una estructura fiduciaria frágil, por ser

revocable por los fiduciantes, o bien porque nada asegura que la mayoría no ataque en el futuro este esquema bajo pretexto de intimidación de la minoría, de causa ilícita o de enriquecimiento sin causa. El solo peligro de que estas cosas ocurran, peligro que no se puede conjurar por ningún artificio contractual anticipado, obliga a la prudente minoría a negarse al canje o a exigir para ello una prima de riesgo aun mayor por la no improbable contingencia futura de que la mayoría se embarque en una estrategia de abuso de derecho del mismo porte que el que censuran en cabeza de la minoría; la minoría extorsionó, pero la mayoría ahora procede contra sus propios actos.

5.4. Atenerse al compromiso de no promover modificaciones estructurales

El siguiente ejemplo proviene de la jurisprudencia alemana. La sentencia del BGH WM 1970, 904, resolvió la siguiente especie. El socio mayoritario se había comprometido con el minoritario a no promover con su voto modificaciones estructurales. Según el tribunal, incurre en abuso de derecho la pretensión del minoritario de atenerse al pacto, ante la insistencia del otro de aprobar un aumento que necesita la sociedad para seguir subsistiendo. Parece evidente que no hay abuso, por las razones ya expuestas. Insistimos en la necesaria prudencia del minoritario al que se le ha hecho una oferta que moralmente no pueda rechazar. Al minoritario se le ofrece que vote al aumento, aunque no concurra, y se le promete en estatutos, o fuera de ellos, que la dilución producida por el aumento no será nunca utilizada por el mayoritario para tomar acuerdos para los que no tuviera antes del aumento la mayoría requerida.

El minoritario no debe aceptar, porque mañana querrá hacer ejercicio de su derecho y se le rebatirá con el abuso, si la sociedad necesita otra vez tomar un acuerdo como el que había prometido que no tomaría a cambio de que la minoría aprobase el pasado aumento de capital. Porque si hoy es abuso de derecho el ejercicio de un derecho dominical o de un veto que el socio se hizo conceder más atrás del velo de la ignorancia, o por el que se le exigió una contraprestación, mañana también será abusivo el ejercicio del nuevo derecho que la contraparte haya tenido a bien conferirle a cambio de la renuncia de su originario poder de veto.

5.5. El minoritario no es un fiduciario del interés común

En definitiva, no se puede imponer al socio de minoría que ejercite los derechos societarios en beneficio del común, pues no tiene ningún incentivo para ello. De otra forma, el derecho de propiedad por cuya adquisición pagó se habrá convertido en una especie de potestad pública instrumentalizada al fin social, sin que los verdaderamente beneficiados por aquel ejercicio le paguen por ese servicio.

Si existe una opción para el contrato entre el socio minoritario y los promotores del acuerdo, el juez no puede sustituir la negociación por una expropiación con justiprecio. El socio que presiona sobre el precio carece de la información que los otros sí poseen sobre la cifra económica que expresa la utilidad que estos obtendrían si

el acuerdo con el otro socio se consiguiera. Pudiera pensarse que esta asimetría informativa, unida al poder monopolista que el socio de minoría adquiere con su derecho de veto o su derecho incondicional a disolver, hace muy difícil conseguir un acuerdo objetivamente útil, en cuanto mejoraría la eficiencia en la asignación de recursos, y que este fallo del mercado tendría que ser neutralizado por una especie de compra forzosa del derecho del minoritario. Pero no es así. Primero, porque el socio minoritario es el mejor árbitro de sus propios intereses y el primer interesado en alcanzar el acuerdo cuando puede «imaginar» que el precio ofrecido es ya mayor que la cuota que le correspondería en disolución. Segundo, porque no hay nadie, fuera de los sujetos que acuerdan voluntariamente el precio, que pueda legítimamente fijar, en un punto determinado del margen de negociación, cuál es la cantidad que se llevará uno u otro. Tercero, porque se desconoce que este socio actúa como actúa movido ordinariamente por su propia concepción de lo justo en el conflicto presente, que no es mejor ni peor que la otra, y que nadie está en condiciones de juzgar ni ponderar con la concepción de lo justo que guíe a la parte adversa.

Repárese en el caso ejemplar de la viuda y heredera del socio civil fallecido, enfrentada a una oferta inmejorable que le hace el resto de los socios para que acepte separarse por precio, sin dar lugar a la disolución. La señora puede exigir más y, como ella carece de la información que los otros tienen sobre el valor de la sociedad, no tiene que confiar, ni confiará, en lo que estos le cuentan, y tanta mayor será su desconfianza cuanto mayor sea la presión y premura a que se le someta. La porfía de la viuda puede conducir al fracaso de la negociación, pero ella también interioriza el fracaso, por lo que es la primera interesada en no tensar el trato más allá de lo razonable. Y si la cosa falla, fallará porque unos u otros han actuado bajo una concepción exagerada de la justicia de su causa, pero no por abuso. En último extremo, actúa racionalmente cuando, ante la imposibilidad de llegar a saber el justo precio del negocio, prefiere la disolución que la venta, bien porque de esa forma recibirá lo que vale verdaderamente su derecho, bien porque, a su sentido particular —legítimo— de la justicia, le resulte preferible una opción igualmente desventajosa para todos que una solución diferenciada en la que los otros se llevan —o presumiblemente se llevarán, que es lo mismo— más de lo que ella se lleva y de lo que ella estima que debería llevarse en justicia.

5.6. Restricción

Todo el discurso anterior está sujeto a una restricción. El contrato puede haber impuesto a los socios el compromiso que ahora se reclama por la mayoría. El compromiso de asistir al remedio social, que no puede fundarse autónomamente en el DL societario, pues puede formar parte del contrato. El artículo 1258 del Código Civil⁵ no sirve de fundamento autónomo para imponer semejante obligación implícita, porque no se deriva *ceteris paribus* ni de la lógica de la «posición original» —donde los futuros socios saben y deciden cuánto quieren invertir— ni de la naturaleza o

⁵ Los obligados contractualmente están sujetos a cumplir los deberes que derivan de las exigencias de la buena fe.

tipo del contrato social. Pero la realidad de las sociedades cerradas es muy rica en matices. Muchísimas veces se acuerda una aportación social inicial en forma de capital social provisional y, mediante el compromiso de todos de poner ‘el resto’ en forma de aportación o de deuda cuando las necesidades sociales lo vayan exigiendo, se evita el drenaje de liquidez actual de los socios.

En sociedades de esta clase, en las que exista un razonable componente de compromiso personal en la empresa común, el capital social no expresa muchas veces la cantidad de la aportación comprometida. Muchos indicios pueden ayudar al juzgador a concluir que existía un compromiso de aportación sucesiva de este tenor, y no es esta la ocasión para detenerse en ello. Cuando esto esté probado, será superfluo echar mano del aparato ultimista de la dogmática del DL; no hay que esperar a que la necesidad social sea *dringend* ni a que el sacrificio comprometido resulte *zumutbar* para el socio.

6. El dilema de los dos socios prisioneros de su deber de lealtad

Pasamos ahora a una hipótesis estelar de conflicto en el que se encuentran implicados dos presuntos deberes de lealtad de resolución contradictoria. En España, esta hipótesis ha sido estudiada por los profesores Pagador y Pino (2008). Estamos ante una sociedad limitada de dos socios, siendo administrador el mayoritario, quien incurre en competencia desleal. El socio minoritario, no administrador, que demandó y obtuvo la exclusión del administrador, se encuentra ahora en la tesitura de votar e instar judicialmente la exclusión por el artículo 352.2 LSC, pero, a su vez, él es socio administrador de una sociedad competitiva, a la que le interesaría que la primera se disuelva, cosa que ocurrirá si el exadministrador es separado y se procede a la restitución de las prestaciones debidas.

¿Demandará o votará el socio minoritario con abuso de derecho? Así lo sostienen los autores, y el acuerdo de separación que se tomara con su solo voto podría ser impugnado como abusivo por parte del exadministrador. Vuelve a ser inaceptable una propuesta de esta clase. El socio mayoritario exadministrador se encuentra en disposición de ser separado y no puede objetar *tu quoque* frente al socio minoritario que incurre en una competencia parecida, porque la competencia que hace a la sociedad el socio no administrador es lícita. Queda, por ende, el escenario de disolución. Pero la sociedad no es titular de ninguna pretensión propia, distinta de la de los sujetos afectados, que agotan entre sí todo el interés social. La SL no tiene ninguna pretensión frente al minoritario, distinta de la que pudiera ostentar el socio mayoritario, no tiene ningún interés social autónomo y distinto del socio mayoritario desleal. Finalmente, el exadministrador se quedará con su sociedad competidora y el minoritario se quedará con la suya, y la sociedad, competidora de las otras dos, de la cual eran socios, desaparecerá; y esto es lo más sensato que podía ocurrir, pues su subsistencia no beneficiaba a ningún tercero y solo servía para infectar la relación por la persistente existencia de conflictos de intereses.

7. Abuso de derecho y disolución social

La *sedes materiae* de la especulación se corresponde con la sentencia alemana «Lynotype» (Heinrichs, 1995, p. 224; Flume, 1996, p. 162). No se consideró contrario al DL que la mayoría decidiera la disolución social de una entidad y que después adquiriese en liquidación estos activos, a pesar de que la minoría afirmara que se trataba de una sociedad «sana». La minoría se había opuesto con sus votos a una fusión, que no pudo realizarse. Sin embargo, se consideró contrario al DL que, antes de la asamblea donde se tomó el acuerdo, los socios mayoritarios hubieran negociado con los administradores la transmisión de importantes activos de la sociedad. En consecuencia, el acuerdo social de disolución era impugnabile por haberse pretendido una ventaja especial a costa de la sociedad o de los otros socios.

No es posible cuestionar que la mayoría puede tomar un acuerdo de disolución social sin contar con los intereses de la minoría, en tanto no comporte discriminación de una clase de socios.⁶ El acuerdo es resistente a la regla del abuso/lealtad, aunque la empresa común funcionara hasta entonces de manera exitosa y fuera presumible que lo siguiera haciendo en el futuro. El acuerdo «lleva en sí mismo su propia justificación». Todavía más: el acuerdo es inobjetable, aunque la mayoría persiga el propósito único de quedarse con la empresa común para seguir explotándola en solitario (Winter, 1988, pp. 134-135, 162-163; Preite, 1993, pp. 181-183; Alfaro, 1998, pp. 92-93).

Un acuerdo de disolución, acompañado de un propósito mayoritario de continuar la empresa bajo una sociedad 'fénix' sin el minoritario, no es un acuerdo «simulado», ni puede ser nulo por esta razón ya que el acuerdo está congruentemente instrumentalizado a un fin que forma parte del espectro de fines legítimos que puede perseguir un acuerdo de disolución. Claro que puede existir abuso de derecho, en el fondo soportado en una simulación del acto jurídico disolutorio, como ocurrió en la notable especie resuelta por la sentencia de la Audiencia Provincial de Zaragoza de 24 de enero de 2012, AC 2012/296, en la que los dos socios profesionales restantes disuelven la sociedad profesional, después de que el tercero hubiera ejercido su derecho de separación *ad nutum*, con objeto de satisfacerle su parte con la cuota menor de una sociedad extinguida, siempre que, como era el caso, los dos socios en cuestión tuvieran la intención de continuar la actividad social en una forma que podrían haber conseguido fácilmente al haber modificado el objeto social.

No conviene confundir tampoco la legitimidad del acuerdo disolutorio como tal y la eventual ilicitud del procedimiento de liquidación, que es cosa distinta. La pretensión del minoritario se reduce a obtener su justa parte en la cuota de liquidación y a que los activos sociales, incluido el fondo de comercio, se valoren adecuadamente, en términos de valor de una empresa en funcionamiento y no de una masa inerte de bienes. En el caso «Lynotype» no había abuso ni deslealtad de ninguna clase, sino simple ilicitud, porque se había operado una disolución encubierta con una enajenación de activos que no respetaba las reglas legales. No es precisa mayor facundia argumentativa.

⁶ STS 12 julio 1983, RJ 4212.

La argumentación que acaba de hacerse no puede extenderse a los acuerdos por los que se impusiera a un socio la rescisión parcial del contrato, su exclusión por justa causa. Salvo que la facultad de exclusión esté prevista por ley, por estatutos o contrato,⁷ la mayoría no puede excluir al socio minoritario por la simple circunstancia de que su presencia constituya una rémora para el normal desempeño del fin social. Está fuera de lugar sostener que exista un deber de lealtad que «obligue» al minoritario a aceptar ser excluido *ad maiorem sociorum commodum*.

Si los socios de mayoría quieren excluir al minoritario incómodo, que negocien con él y le compren su parte. Negociar sobre el margen de ganancia que les resulta a los mayoritarios es el único capital que le queda al minoritario, consecuencia de un derecho de veto susceptible de producir un lucro de negociación que lógicamente debe pertenecerle a él y no a los otros. El veto es un derecho de propiedad que no puede ser expropiado, por inexistir utilidad pública ni ser atribuido *for free* a terceros que no han pagado a su legítimo titular. Si los socios no quieren pagar el precio requerido, que disuelvan, por ser menores los costes de disolución que la tarifa pedida por el minoritario.

Por la misma razón se debe rechazar que el socio que se encuentra en la situación de poder denunciar el contrato de sociedad haya de aceptar —¿por lealtad, ahora que se va?— una oferta razonable de compra hecha por los socios que quieren continuar.⁸ La fórmula esconde un paralogismo, pues la razonabilidad de la oferta no puede ser apreciada *ex post* por el juzgador mediante el empleo de criterios objetivos —*v. gr.*, «valor razonable», etcétera—, que no podrán sustituir la libre apreciación *ex ante* hecha por el socio.

Una oferta «razonable» puede ser considerada irrazonable por el socio que, erróneamente, pero de buena fe, cree que existe margen todavía para extraer una renta adicional a los oferentes. Si no hay negocio y al socio renuente se le prueba después que se había equivocado, no hay nada que hacer. También puede ocurrir que el socio sepa positivamente que la oferta es razonable, es decir, que él no podría obtener más de la disolución y que los oferentes no tienen más que un margen ínfimo de ganancia si la oferta se acepta tal cual. Lo preocupante es la posibilidad siquiera de que tal escenario se realice. Primero, porque alguien tendrá que probar que el socio sabía todo esto. Segundo, porque, como los pasos de la tortuga infatigablemente perseguida por Aquiles, toda extensión y toda magnitud ínfima sigue siendo infinitamente divisible, por lo que siempre se podría haber extraído un poco más de margen que la ventaja procurada por la oferta «objetivamente inmejorable». No es buen camino el de reconstruir un contrato inexistente por obra de autoridad cuando no existen imposibilidades objetivas ni costes de transacción brutales que impidan que ese contrato se pudiera producir de forma natural.

7 Como en el supuesto resuelto por la STS de 16 mayo de 2012, RJ 6351, donde se dio por válida una cláusula contractual de exclusión por causa de incumplimiento no grave que podía ser apreciada unilateralmente, bajo ciertas restricciones. Según el Tribunal, tampoco se podía considerar nula la cláusula por abuso de derecho.

8 Es el supuesto de BHG JuS 1986, 407.

Con todo, el artículo 1707 del Código Civil ha de imponerse en el ámbito entero de las sociedades cerradas. En efecto, si el socio ha invertido en el capital social, en la confianza de que la empresa común tendría una duración determinada, la mayoría social no puede tomar el acuerdo de disolución previa a la llegada del término, salvo que exista justa causa. Obsérvese que extendemos la regla del Código Civil más allá de su ámbito natural, el de las sociedades civiles para las que no se ha pactado un tiempo determinado de duración. No procede divagar sobre la existencia de un DL específico. Se trata una vez más de la prevalencia del contrato social, y contrato existe en toda sociedad cerrada.

8. Fusión por absorción de la sociedad controlada

La sociedad cabecera del grupo, en serias dificultades, decide proceder a la fusión de sus filiales no enteramente participadas. Una de ellas es una sociedad próspera, las otras no. Los socios de minoría de la primera demandan la nulidad del acuerdo de fusión tomado por la controlada, por considerar que se ha dañado el interés social de esta para procurar una ventaja al socio de mayoría.⁹ Suponiendo que se hayan respetado las reglas legales relativas al tipo de cambio de acciones, la demanda es infundada. No solo la sociedad dominante es portadora de un «interés de grupo», sino que también lo es la dominada, que forma parte del grupo. El interés de grupo que persigue la controlante, como accionista de la controlada, no puede ser un interés ajeno a la controlada. De otra forma, sería la minoría la que estableciera, por su mera existencia, cuál es el interés de la sociedad. Pero es el socio de mayoría el que puede definir cuál es el interés de la sociedad y esta, como tal, no tiene ninguna expectativa diferente, toda vez que tampoco podría oponerse a que el voto de la mayoría acordara su disolución. Ya que la fusión pondrá fin a la existencia de la sociedad, esta no tiene ningún interés propio en los futuros hipotéticos y la minoría solo ostenta un interés protegible en lo que respecta al tipo de canje.

9. Cese y nombramiento de administradores

En esta situación, se modifica la estructura de poder en el seno de la junta o se conciertan coaliciones nuevas, de forma que queda conformada una nueva mayoría. Sin más trámite, se convoca junta, se cesa al administrador anterior y se sustituye por la gente propia. Supongamos que el cesado y ofendido, que además deja de participar en las prebendas que se reparten en el consejo, ha sido también privado de beneficios porque las ganancias sociales han sido destinadas a reserva. Esta es la situación que resuelve la STS 29 marzo 2007, RJ 2220.

¿Puede el socio-administrador cesado impugnar el acuerdo de cese y cambio sobre la base de que se ha producido una lesión al interés social, por considerar —y

⁹ Es la especie discutida en el incidente de medidas cautelares del Tribunal de Milán, resolución de 25 septiembre 1995, *Le Società* 4/1996, pp. 439 y ss., como nota de TERENGHI.

probar!— que los nuevos consejeros carecen de la preparación, honradez, etcétera, necesaria para gobernar la compañía o, simplemente, porque procede con conflicto de intereses la mayoría, que distribuye entre gente afín los puestos de administrador social? Ningún tribunal acogería esta demanda, y con razón; no importa cómo de manifiesto se acredite que la opción por el antiguo administrador era incontestablemente más beneficiosa para la sociedad que la administración de la nueva mayoría. Supongamos que elige litigar por abuso de derecho y lesión del DL entre socios y acredita que el cese no ha tenido ninguna razón relativa a la gestión social ni a la conducta personal o profesional al cesado, sino por odio personal o la satisfacción que a la mayoría nueva le produce el ejercicio de represalias dolorosas. La demanda de abuso no prosperará, aunque la mayoría confiese que, en efecto, esa fue la razón y no otra. El cargo de administrador «es totalmente amovible, por lo que el cese o separación como tal nunca puede catalogarse de abuso de derecho, ya que lo opuesto sería ir en contra del principio democrático y de mayorías que rige el funcionamiento de las sociedades anónimas».¹⁰

Ni el DL ni el abuso son medios que sirvan para canalizar las legítimas reclamaciones del socio cesado. La solución se encuentra en el contrato de sociedad. En muchos casos referidos en los repertorios, y más en los que no llegan a los tribunales, se realiza el siguiente modelo de ruptura de la paz social, que es también y más duramente una ruptura casi irrevocable de las expectativas personales y económicas de un socio. Los socios acuerdan entrar en una sociedad cerrada para el desarrollo de la totalidad de sus aspiraciones profesionales e invierten en ella sus recursos económicos. Así, los socios constituyen la sociedad para trabajar en ella como su modo de vida. Por razones variadas, la coalición mayoritaria decide un día apartar al otro socio de las fuentes de rentas generadas por la empresa social, ya sea el órgano administrativo o un empleo laboral. La sociedad no reparte dividendos, no hay mercado para vender la parte del socio y este pierde incluso la posibilidad de recuperar la inversión de sus recursos económicos históricos, que enterró en la sociedad para no disfrutarlos más.

Es evidente que el resultado final traiciona las expectativas razonables del socio, que tuvieron su origen en el contrato social y que no pueden ser eludidas ni traicionadas por la aplicación de supuestos principios de derecho corporativo. En realidad, ni se requiere siquiera que exista mala fe de la mayoría, conducta opresiva, ánimo de dañar, propósito de monopolización de los recursos sociales. Es incluso posible que la medida esté justificada en consideración a las aptitudes del socio expulsado o por el sano deseo de optimizar el empleo de los recursos humanos en la firma. Si no hubiera otro expediente, porque las inadvertidas partes enfrentadas no anticiparon esta contingencia al tiempo de contratar, debe acudir al remedio de la cláusula *rebus sic stantibus*, con la ventaja de que se trata de un recurso que otorga al juez *discretionary powers* para recomponer el equilibrio existente *ex ante*. Pero, si el juzgador creyera que la existencia de «principios configuradores» esenciales del tipo social corporativo veta el empleo de recursos contractuales para solucionar fracasos societarios, debería acudir en su lugar a la regla del abuso de derecho del artículo 7 del Código Civil, y no al idiosincrático DL, por la doble ventaja de que su aplica-

10 STS de 23 mayo 2002, RJ 3669.

ción no está sujeta a discusión en el derecho de sociedades y porque es una de las poquísimas normas que atribuye al juez *discretionary powers* «que impidan la persistencia en el abuso». Esto debería conducir a que la mayoría restituyera al cesado su parte en el fondo social, mediante una compraventa por el justo precio, sin practicar minoraciones en función de la posición minoritaria del cesado. No hace falta más, ni cargar la regla del abuso con la rémora de un incumplimiento instrumental de la lealtad exigida entre socios.

10. Venta del paquete accionario de control

No son infrecuentes en la praxis las acerbadas demandas de los socios minoritarios, testigos de cómo el socio de mayoría vende a terceros por prima su paquete de control, teniendo que conformarse ellos con el precio a la baja que quiera imponerles el nuevo dueño de la sociedad. Otras veces, es el mayoritario quien compra a precio de mercado al minoritario para luego vender con prima a tercero. Es evidente que A, que podría ir de la mano de B para vender todo el paquete accionario a C al mismo precio, puede, en lugar de eso, vender directamente a C su paquete de control con prima, dejando que luego C compre el sobrante de B a la baja. *Ceteris paribus*—no existe dolo *in contrahendo*, por ejemplo—, los acuerdos son válidos y el socio de mayoría no tiene ninguna obligación nacida del DL de compartir solidariamente la prima de venta (Lutter, 1998, p. 170).

La posibilidad de una prima de control es un derecho de propiedad específico del socio de mayoría, que no forma parte del acervo social ni representa una oportunidad de negocio que debería ser común. Por la misma razón, es válido el acuerdo social que acepta la oferta de compra de un tercero en la que está primado el precio que paga por la parte del socio mayoritario. Otro resultado solo se puede conseguir por medio de una intervención legal, como ocurre en el mercado de las OPA obligatorias, o por el adecuado diseño de una cláusula contractual o estatutaria de las cláusulas de acompañamiento, o *tag along clauses*.

11. Acuerdo social de expulsión de socio por conducta desleal

Consideramos a continuación los hechos y la doctrina de la STS 6 marzo 1992, RJ 2398.¹¹ En la escritura de constitución de la sociedad consta que el socio causaría baja en la agrupación por acuerdo de expulsión de la junta general atendiendo a «mala conducta». Con motivo de la celebración de una subasta de la parte proindivisa—perteneciente al municipio— en la parcela de la que es copropietaria la recurrida, que tenía lógico interés en adquirir la otra mitad proindivisa, el recurrente participó como licitador, no obstante ostentar la cualidad de socio de la recurrida, y le fue adjudicado el inmueble subastado como mejor postor que la sociedad concurrente y también licitadora.

¹¹ Comentada por Recalde (1993) y Verdura (1993).

Luego la agrupación adquirió esta cuota mediante el ejercicio del retracto de comuneros. Consta probado que el actor tenía conocimiento, por su doble condición de socio y concejal municipal, de que la sociedad civil estaba interesada en adjudicarse la parcela subastada, por lo que el tribunal de instancia lo consideró incurso por mala conducta en motivo de expulsión. El socio conocía el interés de la sociedad de realizar aquella adquisición. Según el TS, esta conducta contravino no menos que la denominada *affectio societatis*, como serie de elementos contrapuestos que son base de la constitución de la sociedad y que cada socio asume en su parte correspondiente, sino sobre todo el deber de fidelidad —*Treupflicht* según la técnica jurídica germánica— en que se inspiran numerosos preceptos del Código Civil, expresivos de la prevalencia del interés común que inspira la sociedad sobre el interés contrapuesto de los socios en particular —artículos 1683, 1684, 1685, 1705, párr. 1 y 1706—.

Asimismo, no debe olvidarse que, mediante la sociedad, varias personas aúnan sus esfuerzos para la consecución de un fin común, normalmente a través de la cooperación duradera, y «en los casos de conflicto entre el interés individual extrasocial del socio y el interés social común a todos, aquel interés particular ha de respetar el interés social, libremente asumido por el socio, y ha de estar limitado por la subordinación del interés personal del socio al interés social, que debe ser preferido; ideas que inspiran el artículo 8 de los estatutos, a las que no se atuvo, sino que más bien infringió el recurrente».

La solución parece correcta, pero el alcance que da a la doctrina que sirve de fundamento excede de lo que exigía la *ratio decidendi* del fallo. Salvo que los estatutos sociales lo consientan, o que se trate de una sociedad en la que el órgano social competente pueda imponer como sanción la rescisión parcial del contrato por incumplimiento de un socio, no cabe acordar societariamente una sanción de expulsión por conducta desleal de un socio. Ciertamente, podría darse el caso de que, en ausencia de base estatutaria, la sociedad en cuestión demandara judicialmente la rescisión parcial del contrato y la separación del socio desleal. Es muy improbable que lo último se estimara, y se trataría de una solución *contra legem*. Pero es notoria la diferencia que media entre el caso en que un juez ha de valorar la legalidad de un acuerdo de expulsión por conducta desleal, tomado por el órgano estatutariamente competente después de un procedimiento conducido sin producir indefensión de parte, y el caso en que el juez debiera decidir exclusivamente sobre la base del artículo 7 del Código Civil —o del DL— que ha de expulsarse a un socio por haber procedido de mala fe.

Cuando el juzgador ejercita su competencia de control del acuerdo social tomado sobre la base de aplicar conceptos jurídicos indeterminados —«conducta desleal»—, debe limitarse a comprobar si existe una base estatutaria, si se ha seguido el procedimiento debido, si se ha posibilitado en términos efectivos la defensa de parte y, finalmente, si el acuerdo realiza en términos no arbitrarios una subsunción del hecho enjuiciado en la regla estatutaria que impone la expulsión. Obsérvese que en tales casos se examina y sujeta a control la existencia de un soporte jurídico para la toma de un acuerdo, mas no las consecuencias jurídicas de una determinada conducta de socio, que no es el supuesto de hecho que se sujeta a subsunción. Hasta tal punto

se trata de materias incongruentes que es casi seguro que el mismo tribunal habría desestimado la pretensión de la sociedad de obtener una indemnización del daño moral o patrimonial padecido por la sociedad como consecuencia de la conducta desleal del socio expulsado.

Aceptemos salir de los términos en los que se planteó el debate en la sentencia considerada para representarnos un escenario algo alterado. Para empezar, no sabemos exactamente cuál era el objeto específico de la agrupación recurrida. Es muy distinto que la asociación se hubiese constituido para adquirir, en general, solares edificables —improbable— o que se hubiere constituido para adquirir, construir y dividir una edificación en el solar del que era comunera, para lo que se precisaba la adquisición de la otra parte indivisa. En el segundo caso, el socio incurre, como poco, en abuso de derecho, pues hace imposible —o dificulta— por hecho propio la consecución del fin social específico que constituye el objeto del contrato social. Por otra parte, en el primer caso el socio puede *ceteris paribus* hacer competencia a la empresa común, salvo que se trate de socio industrial, socio colectivo o de administrador del fondo común. Si uno de los socios se dedica igualmente a la promoción inmobiliaria a título individual, no puede objetarse que compita con la sociedad de objeto inmobiliario general para adquirir solares promovibles, salvo que emplee recursos sociales en esta competencia. El principal de estos recursos es la información productiva obtenida por la sociedad a sus expensas y relativa a la rentabilidad de aquella adquisición, cuando el socio competidor tiene acceso a dicha información en el desempeño o manejo de asuntos comunes. No bastaría con saber que la sociedad está también interesada en dicha adquisición.

Otra diferencia de extrema importancia es la que sigue. El socio competidor de la sociedad —dedicada con carácter general a la promoción inmobiliaria— puede haber adquirido el solar para promover él mismo con lucro empresarial propio de este negocio, o para especular con el precio a costa de la sociedad, a la que ofrecería luego el mismo solar por un sobreprecio respecto del pagado por la compra. ¿Es esto abusivo? En nuestra opinión, es más que abusivo. El margen obtenido por la especulación a costa de la sociedad es lucro común partible. Es lo mínimo que cabe postular de la aplicación del artículo 1258 del Código Civil en sede de sociedades, a saber, que el socio —de una sociedad cerrada— no puede especular para su ventaja exclusiva mediante la reducción del margen de beneficio que, en las circunstancias del caso, debía ser común. Pero no es lucro común si el socio adquiere el inmueble en cuestión para el desempeño por cuenta propia de una empresa competidora con la común.

Bibliografía

- Alfaro, J. (1989). Conflictos intrasocietarios (los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada). En *Estudios de derecho mercantil: homenaje al profesor Justino F. Duque*, vol. 1.
- Altmeppen, H. (1995). Anmerkung zu BGH, v. 20.3, *Girmes*, NJW, 1749-1750.
- Anabtawi, I., & Stout, L. A. (2008). Fiduciary duties for activist shareholders. *Stanford Law Review*, vol. 60, Series, UCLA School of Law, Law & Economics Research Paper, n.º 08-02. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1089606>
- Bebchuk, L. (2005). The case for increasing shareholder power. *Harvard Law Review*, vol. 118, N.º 3, January. Harvard Law and Economics Discussion Paper n.º 500, 833-914.
- Flume, W. (1996). Die rechtsprechung des II Zivilsenats des BGH zur Treupflicht des GMBH Gesellschafters und des Aktionärs, en *ZIP*.
- Girón, J. (1976). *Derecho de sociedades*. Madrid.
- Hässemeyer, L. (1996). Obstruktion gegen Sanierungen und gesellschaftsrechtliche Trupflichten, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht* (160).
- Heinrichs, J. (1995). Treupflichten im Aktienrecht, en *Archiv civilistische Praxis* (195).
- Hernando Cebriá, L. (2012). Apuntes sobre el abuso del socio minoritario en las sociedades de responsabilidad limitada. *Revista de Derecho Mercantil*, 283.
- Lutter, M. (1998). Treupflichten und ihre Anwendungsprobleme, en *Zeitschrift für das Gesamte Handelsrecht* (162).
- Megías López, J. (2012). El abuso a la minoría y el interés social. *Revista de Derecho de Sociedades, (RdS)*, 39.
- Pagador, J., & Pino, M. (2008). La exclusión del socio mayoritario en las sociedades de responsabilidad limitada bipersonales. *Revista de Derecho Mercantil*, 270.
- Paz-Ares, C. (1991). *Comentario del Código Civil*. Madrid: Ministerio de Justicia, artículos 1665-1708.
- Preite, D. (1993). Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni. En *Colombo / Portale. Trattato delle società per azioni, III*.
- Recalde, A. (1993). Deberes de fidelidad y exclusión del socio incumplidor en la sociedad civil. *La Ley*.
- Sánchez Calero, F. (2004). *Instituciones de derecho mercantil*. Tomo I. 26.ª edición. Madrid.
- Sánchez Ruiz, M. (2000). *Conflictos de intereses entre socios de sociedades de capital*. Navarra: Aranzadi.
- Verdera, E. (1993). Dovere di fedeltà nei confronti della società ed esclusione del socio. *Le società*, 862-865.
- Winter, M. (1988). *Mitgliedschaftliche Treubindungen im GmbH-Recht*. München: Beck.

Anatomía del deber de lealtad

Cándido Paz-Ares

1. Introducción

Los organizadores de esta reunión me han brindado la oportunidad de compartir con todos vosotros algunas reflexiones sobre uno de los temas estelares de la reforma de la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo aprobada por la Ley 31/2014 el pasado 3 de diciembre. El tema en cuestión es la regulación del deber de lealtad de los administradores. Debo confesar que, habiendo tenido el privilegio de formar parte de la llamada Comisión de Expertos, de cuya propuesta trae causa la nueva regulación, mi punto de vista no es seguramente el más imparcial.¹ Os pido por ello que apliquéis a mis palabras y a mis juicios —ciertamente benevolentes con la reforma— el correspondiente descuento.

Adelanto que el objetivo de este artículo no es exegético, sino sistemático. Mi propósito es diseccionar las grandes piezas de la normativa objeto de examen, encuadrarlas en nuestro sistema de gobierno corporativo y, a partir de ahí, explicar las razones y fines que las justifican. Para ello he de comenzar recordando que cualquier sistema de gobierno corporativo está integrado por un conjunto heterogéneo de instrumentos de salvaguardia y supervisión cuya finalidad es alinear los incentivos de los *insiders* (el equipo directivo, los administradores y, en su caso, el grupo de control) y los intereses de los *outsiders* (los accionistas minoritarios). Supuesto que los *outsiders* aspiran a maximizar los retornos de su inversión, a los *insiders* se les piden dos cosas: (i) que gestionen adecuadamente los recursos que se les han confiado, y (ii) que distribuyan equitativamente los rendimientos que generan. Es así como quedan sujetos a dos imperativos fundamentales, cuyo *enforcement* eficaz es el fin supremo de cualquier sistema de gobierno corporativo: *maximizar la producción de valor y minimizar la redistribución de valor*. Si infringen el primer imperativo —el imperativo de la diligencia—, cometen actos de «gestión indebida» (*mismanagement*). Si infringen el segundo imperativo —el imperativo de la lealtad, sobre el que hemos de concentrar la atención en este escrito—, cometen actos de «apropiación indebida» (*misappropriation*).

La deslealtad corporativa entraña siempre, en efecto, una «apropiación indebida», sea en acto o en potencia. No me refiero, como es natural, a la conducta tipificada

¹ Véase *Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas de la Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo* (2013).

bajo ese nombre en el Código Penal, sino a una actuación genérica que se caracteriza por la desviación de valor de la esfera social a la esfera individual, siempre motivada por *la anteposición de los intereses propios a los intereses ajenos por los que uno debe velar*. La que podríamos llamar «apropiación indebida civil» consiste en la extracción de eso que los economistas denominan «beneficios privados» del control.² Luego veremos que las tecnologías de extracción —o, si se prefiere, de redistribución de valor— son muy variadas, complejas, sofisticadas y a menudo dotadas de un propósito empresarial plausible.

2. «Beneficios privados»: una breve ilustración

Para ilustrar la importancia o magnitud del problema tomaré como ejemplo una transacción relativamente frecuente en los mercados de capitales: la adquisición de una participación minoritaria de control (normalmente entre el 10 % y el 30 %). Todo el mundo sabe que estos paquetes de control suelen intercambiarse con una prima sobre su precio de mercado. Lo intrigante sigue siendo por qué. ¿Por qué hay personas dispuestas a pagar, pongamos, 1,5€ por una acción que cotiza a 1€? El poder y la gloria no parecen explicación suficiente. La gente no dilapida miles de millones solo para mandar, salvo que mandar incremente el retorno esperado de la inversión (en cuyo caso «dilapidar» ya no sería la palabra justa o adecuada). Y si es así, una de dos: o bien el adquirente paga la prima de control porque confía en producir más valor del que estaba produciendo el *management* anterior (si el valor esperado de los flujos de caja era de 100, espera que bajo su gestión sea de 150), o bien la paga porque confía en apropiarse de más valor del que corresponde a su participación (si le corresponde un 20 % de los rendimientos, espera obtener un 30 %). *Tertium non datur*, a no ser que hablemos de una combinación de ambas explicaciones.

El cálculo o designio que en cada caso mueve al adquirente que toma el control —búsqueda de mayor eficiencia o búsqueda de «beneficios privados»— es una incógnita que seguramente nunca podremos despejar. Su lenguaje público será, como es natural, el de la eficiencia. En cambio, es fácil averiguar lo que piensan los inversores (¡basta mirar los boletines de cotización!). Si piensan que el adquirente producirá más valor, el precio de mercado de las acciones, una vez hecha pública la operación, tenderá a converger con el precio satisfecho (1,5€). Por el contrario, si estiman que redistribuirá valor, la cotización tenderá a alejarse del precio pagado y regresar a su estado primitivo (1€) o incluso caer por debajo de este umbral. La diferencia entre el valor privado y el valor público de las compañías —entre el va-

² La terminología es muy variada. Otra forma de nombrar el fenómeno es hablando de «utilización oportunista» de las facultades discrecionales que recibe el administrador. El *oportunismo* es aquel tipo de incumplimiento contractual que consiste —según la célebre definición del Premio Nobel Williamson— en «la búsqueda del interés propio con dolo». Esta es la esencia de lo que en el lenguaje natural se conoce como «conducta o comportamiento desleal» (cfr. Williamson, 1985, p. 57). Aunque jurídicamente el dolo no es elemento esencial de la infracción del deber de lealtad (de ahí que, entre otras cosas, no haya que probarlo), empíricamente es el elemento usual.

lor que le atribuye el adquirente y el valor que le atribuye el *free float*, uno y otro en función de los rendimientos que respectivamente esperan obtener de ella— nos ofrece, por ello, información fiable acerca de la magnitud de los *beneficios privados* que extraen los *insiders* en un determinado mercado y, de paso, sobre la calidad de su sistema de gobierno corporativo.

La investigación empírica revela la existencia de sorprendentes variaciones internacionales en el valor de esa magnitud. El estudio seguramente más ambicioso —basado en una muestra de 393 transacciones privadas de cambio de control realizadas en todo el mundo entre 1990 y 2000— indica que en algunos países la diferencia entre valor privado y valor público es pequeña o despreciable —en torno al 2,5 % (Estados Unidos de América o Reino Unido)— y que en otros es *notable* —en torno al 10 % (Francia o Alemania)—, *grande* —en torno al 15 % (Chile o Portugal), *grandísima* —en torno al 30 % (Argentina, Italia o México); o simplemente *increíble* —superior al 50 % (Brasil, Rusia o Chequia/Eslovaquia) (Dyck & Zingales, 2004, pp. 537 y ss.). Los datos que ofrecen sobre España Dyck y Zingales no son estadísticamente significativos (en la década que cubre su estudio apenas hubo transacciones privadas de cambio de control debido a la necesidad de formular opa para hacerse con un paquete superior al 25 %). No obstante, podemos hacer una estimación relativamente fiable dirigiendo la mirada a las opas parciales, un fenómeno singular de nuestra experiencia jurídica, hoy afortunadamente desterrado. Aunque a otros efectos, Juan Fernández-Armesto (1998) se tomó en su momento la molestia de hacer ese cálculo con todas las ofertas de esa índole formuladas entre 1989 y 1997, y verificó un desfase o diferencia del 18,5 % entre el precio de la opa (valor privado) y el precio que posteriormente prevaleció en el mercado (valor público) (pp. 37 y ss.). Nuestra conjetura, a la vista de ello, es que la tasa de extracción de beneficios privados en España no es nada despreciable. Sería *grande* en la taxonomía anterior.³

Sabemos que cuanto mayor es el volumen de los beneficios privados o, si se prefiere, cuanto mayor es la diferencia entre valor público y valor privado de las compañías, mayor es el incentivo para la concentración de propiedad, menor la confianza del público y, por tanto, menor la liquidez, la profundidad y el tamaño de los mercados de capitales. Lo que no sabemos con exactitud son los factores que explican el fenómeno. La hipótesis que cada día cobra más fuerza se funda en la estructura del derecho de sociedades y del sistema de gobierno corporativo y, muy especialmente, en la efectividad de los instrumentos de salvaguardia y supervisión de los conflictos de interés. La intuición básica es muy simple: las ganancias derivadas de los beneficios privados son tan suculentas que solo la amenaza creíble de responsabilidad societaria permite conjurar o minimizar el problema.⁴ Las investigaciones pioneras en *law & finance* de La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny

³ La cifra del 18,5 % se utiliza en la exposición con fines exclusivamente retóricos, como un *flash* para recordar al lector que la magnitud del problema está lejos de ser despreciable. Seguramente hoy, casi veinte años más tarde, la cifra no sea exacta. En todo caso, nuestra percepción cualitativa es que —desde un punto de vista comparado— las cosas no han variado mucho.

⁴ De ahí que, desde el punto de vista económico, se ponga todo el acento en la prevención o disuasión: «Stripped of legalistic formalisms and moralizing rethoric, the functional core of the fiduciary obligation is deterrence» (Sitkoff, 2011, p. 1043).

ofrecieron un poderoso respaldo empírico a esta tesis, que correlaciona el desarrollo del mercado de capitales y la protección jurídica del inversor frente al riesgo de expropiación.⁵ Desde entonces, ese respaldo no ha dejado de crecer.

3. Derecho mecánico y derecho reflexivo

Pues bien, si el mal está en la insuficiencia de protección jurídica, lo oportuno es proveer ese derecho que falta. Pero hay que identificarlo y configurarlo bien, no vaya a ser que el remedio sea peor que la enfermedad. Y es aquí donde vemos enfrentadas diversas políticas jurídicas —diversas opciones de regulación—, que se han puesto de manifiesto en el debate académico generado por los trabajos prelegislativos. Un amplio sector de nuestra doctrina mercantilista —y con ello traslado a nuestro país el juicio que hace unos años efectuaba Luca Enriques respecto de Italia (véase Enriques, 2002, pp. 756 y ss.; 2003, pp. 191 y ss.)— apuesta con frecuencia por soluciones formales, doctrinales e imperativas. El paradigma de este tipo de planteamientos lo representó en su momento la propuesta de Código de Sociedades Mercantiles de 2001 y a él responde aún, en medida ciertamente atenuada, la propuesta de Código Mercantil de la Comisión General de Codificación presentada en el verano de 2013. En cambio, la reforma obrada por la Ley 31/2014 ha optado, conforme a la propuesta de la Comisión de Expertos, por soluciones sustanciales, funcionales y liberales. Y creo que muy justificadamente. No se trata de que la Ley de Sociedades de Capital prescriba el número de consejeros independientes, que determine quién ha de presidir la junta general, que disponga si el primer ejecutivo puede o no puede presidir el consejo de administración o que tome partido sobre este o aquel aspecto de la organización y funcionamiento de los órganos de gobierno de la sociedad. No parece que soluciones de este tipo sean la panacea, ni siquiera que sirvan de mucho para atajar el problema de los beneficios privados y la redistribución de valor. Desde el punto de vista de la política legislativa, mi impresión es más bien la contraria: lo que hace falta es flexibilizar el derecho de sociedades, simplificarlo, desformalizarlo y dar indicaciones para que los aplicadores del derecho vayan a la sustancia de las cosas y se comprometan con análisis funcionales. Frente a un *derecho de sociedades mecánico*, abogo por un *derecho de sociedades reflexivo*.

Necesitamos algo más sutil para rebajar esa tasa del 18,5 %. Los beneficios privados no se extraen directamente de la caja de la sociedad; eso es robo o «apropiación indebida» en el sentido penal o criminal del término. La «apropiación indebida civil» se instrumenta —como decíamos al comienzo de la exposición— por medio de estrategias complejas, creativas, refinadas y frecuentemente dotadas de un propósito empresarial plausible (operaciones vinculadas, coinversiones con sociedades de los *insiders*, uso de información estratégica de la sociedad, ventas de activos de negocios interconectados, *creeping acquisitions*, ofertas de exclusión, MBOs, transacciones de resistencia en contextos hostiles, *insider trading*, oportunidades de

⁵ Véase, específicamente en relación con el deber de lealtad que nos ocupa, Djankov, La Porta, López de Silanes y Shleifer (2008, pp. 430 y ss.).

negocios, precios de transferencia, *related finance*, ampliaciones de capital dilutivas y toda suerte de transacciones internas frecuentemente legitimadas con la apelación al «interés del grupo»). Los instrumentos del derecho de sociedades mecánico y la cultura formalista que inspiran han determinado que muchas de estas operaciones de extracción de beneficios privados resulten legalmente toleradas en la Europa continental y, desde luego, en España. Es particularmente instructivo al respecto el célebre estudio de Johnson et al. (2000) titulado *Tunneling*. Se trata de una pieza breve y deliciosa, cuya lectura recomiendo vivamente a todos los estudiantes y estudiosos del derecho de sociedades. En ella, los autores analizan tres sentencias corrientes de jurisdicciones continentales —el caso Peronnet, el caso Marcilli y el caso Flambo—, muy ilustrativas de la tendencia de los jueces a rehuir el examen del fondo de los conflictos societarios sometidos a su consideración y a resolverlos —con deferencia y sin responsabilidad alguna para los *insiders*— mediante un análisis meramente formal o doctrinal (por ejemplo, con una apelación hueca al interés del grupo o la afirmación de que falta de una decisión colectiva impugnabile o la idea de que la operación no es ruinoso para la sociedad).⁶

Los ejemplos abundan también en la experiencia doméstica. El caso Equitek, uno entre tantos, puede servirnos de ilustración. He aquí los hechos básicos: Equitek es una sociedad que presta servicios de asesoramiento y gestión inmobiliarios. Uno de sus activos principales es el contrato que tiene firmado por varios años con Agora, una empresa dedicada a la promoción inmobiliaria. El administrador único de Equitek, de consuno con el consejero delegado de Agora, decide resolver anticipadamente el contrato a finales de mayo de 1985, razón por la cual sus consocios proceden contra él ejercitando la acción social de responsabilidad. Lo que pretenden es que indemnice

⁶ Tomemos, por ejemplo, el caso francés Peronnet. Un socio minoritario de la sociedad anónima SAP, controlada por la familia Peronnet, litiga contra los administradores de dicha sociedad pertenecientes a la mencionada familia. La familia había constituido una nueva compañía (SCI) íntegramente participada por sus miembros. SCI compró un solar y tomó un préstamo para construir un almacén. Luego alquiló el almacén a la SAP y utilizó las rentas percibidas para repagar el préstamo. El demandante argumentó que los administradores de la familia Peronnet habían expropiado para beneficio privado una oportunidad empresarial (la construcción y explotación del almacén) y que de esta manera se beneficiaron indebidamente a expensas de los minoritarios. El Tribunal desestimó la demanda sobre la base de dos argumentos: en primer lugar sostuvo que la decisión de los Peronnet de pagar a SCI para que almacenase sus productos no iba en contra del interés del social, y como evidencia de ello adujo que SAP se expandió en esa época. En segundo lugar, consideró que la expansión de SAP benefició también a los minoritarios. En definitiva, afirmó que en ese caso bien cabía estimar que la decisión de construir el almacén para alquilarlo no fue tomada con la única intención de beneficiar a los accionistas mayoritarios (la familia Peronnet) y que tenía un propósito empresarial plausible. Bajo el derecho francés, esto era suficiente para fallar contra el minoritario. El Tribunal no se preguntó si la constitución de SCI para desarrollar el almacén era un negocio que naturalmente correspondía a SAP ni si los precios que aplicó a SAP por el uso del almacén eran razonables o equitativos para los minoritarios, aunque no experimentaran ninguna pérdida (¡faltaría más!), como si la redistribución de valor operada fuese irrelevante. El caso italiano Marcilli o el belga Flambo revelan una lógica judicial muy similar. En ellos, la filial participada en un 49 % por socios minoritarios hace negocios con la matriz en condiciones peores a las que podría haber obtenido en el mercado. Los administradores son absueltos simplemente por entender el Tribunal que la influencia ejercitada por el accionista mayoritario (en su exclusivo beneficio) era consistente con el interés del grupo.

a la sociedad por los daños ocasionados por la resolución injustificadamente pactada con la contraparte, que se cifran sobre todo en el lucro cesante. Es importante destacar que el administrador de Equitek se separa de la sociedad en septiembre de ese mismo año, habiéndose demostrado que desde el mes de julio venía trabajando para Agora a cambio de una remuneración nada despreciable, prestándole servicios similares a los que eran objeto del contrato resuelto. A la vista de estos hechos, uno diría que la resolución ha sido la treta ideada por el administrador para apoderarse deslealmente de un contrato que pertenecía a la sociedad. *Prima facie* no es fácil pensar otra cosa. El Tribunal Supremo, sin embargo, es de otra opinión y, de hecho, absuelve al administrador (véase STS 16 junio 1992, RJ 1992\5315). No sé lo que sabían los magistrados, pero la argumentación aducida deja entrever desde luego una aplicación meramente formal de las reglas sobre la carga de la prueba.⁷

4. El deber de lealtad en serio

Decía que la solución al problema del oportunismo y la extracción de beneficios privados no puede venir de la mano del derecho mecánico: ha de venir por otros derroteros. Para mí la cuestión es bastante fácil: se trata simplemente de tomarse en serio el deber de lealtad de quienes gobiernan la sociedad, un deber al que tradicionalmente nuestra legislación y nuestra doctrina apenas han prestado atención. La mejor prueba de ello son los manuales al uso, una de las herramientas más decisivas en la forja de la mentalidad y sensibilidad de los juristas. Un simple ejemplo: de las casi 300 páginas que le dedica el manual de Sánchez Calero (2014) a las sociedades, apenas dos están dedicadas al deber de lealtad.⁸ La gran mayoría se ocupan de la mecánica. En cambio, el manual de referencia en Estados Unidos —el *Corporate Law* de Robert Clark— le dedica 286 de un total de 800. En definitiva, mi tesis es que para mejorar la calidad de nuestro sistema de gobierno corporativo no necesitamos —o no necesitamos tanto— regulaciones de estructura (competencias, órganos, procedimientos, burocracia, etcétera). Necesitamos normas de conducta.

7 Entiende la Sala que «del hecho de que [el administrador] prestara servicios a Agora a partir de una fecha posterior en más de dos meses a la resolución del contrato [...] no puede inferirse, sin más, que su actuación anterior estuviera motivada por la finalidad de lucrarse en perjuicio de la sociedad», que más bien debe atribuirse a discrepancias entre socios que hacían prever que todo acabaría pronto con «la práctica desaparición de la actividad» de la sociedad. Considera por ello que la decisión del administrador es razonable, aunque no debe estar muy seguro de ello porque a renglón seguido se siente en la necesidad de precisar que «aun si se considerase discutible, no hay razón para calificarla como gravemente negligente o maliciosa». La deferencia mostrada con el administrador que —en el mejor de los casos (es decir, aunque la sociedad efectivamente estuviese condenada a desaparecer)— se toma la justicia por su mano y seguramente en su beneficio no parece justificada. Habiendo un conflicto de interés presumible, el administrador no debió hacer lo que hizo sin consultar a la junta de socios.

8 La referencia al manual del profesor Sánchez Calero (2014) se justifica por ser uno de los más representativos y difundidos —muy justamente por cierto— en nuestro país. Podría haber citado cualquier otro de los que circulan por nuestras aulas universitarias, incluido aquel en el que participo como autor, que, en términos porcentuales, no le dedica más atención al deber de lealtad (aludo al *Curso de Derecho Mercantil* dirigido por R. Uría y A. Menéndez (2006).

El deber de lealtad es la segunda mitad de la regla que exige distribuir *pro rata* el beneficio público (los dividendos) y en él se sitúa el corazón de un derecho de sociedades reflexivo o de fondo, el motor que en última instancia permite asegurar «la permanente evolución del derecho de sociedades» (Clark, 1986, p. 141). La ventaja comparativa del derecho americano frente al derecho europeo reside precisamente en eso. Incluso en Alemania, que es el espejo donde a menudo miramos el futuro los juristas españoles, los especialistas reconocen que el desarrollo de esta pieza fundamental del derecho de sociedades se encuentra aún en mantillas (*steht erst am anfang*).⁹ La legislación no puede hacer ciertamente todo el trabajo, pero es mucho lo que puede contribuir para que a medio o largo plazo el sistema jurídico —doctrina y jurisprudencia incluidas— avancen en la dirección adecuada sin interferir con la necesaria libertad de organización y gestión de la empresa. Para ello hay que incorporar previsiones adecuadas a la naturaleza del problema, previsiones que efectivamente puedan ayudar a remover las causas de la trivialidad o inoperatividad del deber de lealtad en nuestro entorno, que —en el plano legislativo, el único sobre el que se puede actuar inmediatamente— están asociadas a ciertas insuficiencias de diseño y configuración. Las insuficiencias más relevantes se refieren: (i) a la propia visibilidad del derecho de la deslealtad corporativa (v. *infra* 5); (ii) a la tipificación de las conductas desleales (v. *infra* 6-9); (iii) a la identificación de los destinatarios de los deberes de lealtad (v. *infra* 10); (iv) a los cauces previstos para exigir la correspondiente responsabilidad (v. *infra* 11); y (v) al volumen de las sanciones aplicables (v. *infra* 12). Seguidamente valoraré cada una de estas insuficiencias o imperfecciones y las medidas adoptadas por la reforma para paliarlas o, al menos, atenuarlas. De este modo espero mostrar la anatomía del deber de lealtad, la estructura básica de su nueva regulación.

5. Visibilidad del deber de lealtad

Comenzaré aludiendo a eso que he llamado *insuficiencia de visibilidad del derecho de la deslealtad corporativa*, el primer problema que debía atajar la reforma. En nuestra legislación tradicional, la regulación del deber de lealtad era una pieza anodina, apenas perceptible en el marco de una normativa muy prolija, dedicada fundamentalmente a regular los aspectos administrativos y procedimentales del funcionamiento de las sociedades, una pieza sepultada por el derecho mecánico.¹⁰ No he de remontarme a la Ley de 1951. Todavía la Ley de Sociedades Anónimas de 1989 —que en lo fundamental persiste en la refundición obrada por la Ley de Sociedades de Capital— prácticamente despachaba el tema con la lacónica previsión de que los administradores deben obrar «con la diligencia de un ordenado empresario y un representante leal» (artículo 127), que además, para acabar de arreglar las cosas, cargaba todas las tintas sobre el deber de diligencia. De hecho, el entero régimen

⁹ La expresión original es de Abeltshauser (1990, p. 271).

¹⁰ En otros trabajos me he ocupado del «prejuicio tecnocrático» que ha dominado durante mucho tiempo nuestra aproximación al derecho de las sociedades de capital (véase Paz-Ares, 1997).

de responsabilidad de los administradores se hizo descansar sobre un tratamiento unitario de la responsabilidad construido sobre el patrón o modelo de las faltas de negligencia.¹¹ Si a la escasa densidad de la normativa y al énfasis excesivo en la diligencia añadimos ahora la cultura jurídica formalista y doctrinal imperante (cuando hablo de doctrinal me refiero a la tendencia a la abstracción, el conceptualismo y el agnosticismo cultural), no es de extrañar el resultado obtenido, un franco subdesarrollo y atrofia del derecho de la deslealtad, que por definición requiere un enfoque sustancialista y centrado en las circunstancias específicas del caso.¹² La pobreza que exhibe su tratamiento en la manualística, a la que ya nos hemos referido, es el corolario de todo ello y, a la vez, la causa que impide o dificulta salir del círculo vicioso.

No va a ser fácil la superación de estos condicionantes. Depende de distintos factores, algunos de los cuales escapan al dictado legal. En todo caso, hay que intentarlo. En esta línea, debe reconocerse que la reforma ha dado algunos pasos no exentos de importancia para remontar la situación y dar mayor visibilidad a este capítulo fundamental del derecho de sociedades. Se proyectan en el plano de la sistemática, del diseño y del lenguaje.

5.1. En el *plano de la sistemática* y contando con las limitaciones estructurales de las que partía, la Ley 31/2014 ha logrado al menos crear un espacio propio para el tratamiento de la deslealtad mediante el desarrollo de una normativa articulada en varios niveles de abstracción decreciente (artículos 227-230 LSC), que gana notablemente en consistencia y densidad. Quizá peque de optimismo, pero mi impresión es que, por sí solo, este hecho lanza un mensaje apropiado —tolerancia cero con la redistribución de valor— y señala dónde ha de ponerse el foco del gobierno corporativo, realzando así la visibilidad o relevancia de la materia dentro del sistema legal de las sociedades de capital.

5.2. En el *plano del diseño*, la contribución más importante de la reforma estriba en la diversificación del régimen de responsabilidad de los administradores en función de una neta separación judicial entre diligencia y lealtad y de una política del derecho que claramente prioriza el tratamiento de la deslealtad (notablemente más severo) sobre el de la negligencia (que se hace más benigno, gracias sobre todo a la *business judgment rule*). Para lograr este objetivo de diversificación no bastaba con desdoblar en dos artículos distintos la formulación de sendos deberes (como hizo en su momento la Ley de Sociedades de Capitales: véase artículos 225 y 226 LSC en su redacción previgente). Era necesario especializar el tratamiento jurídico de la deslealtad en diversos ámbitos de la regulación material: en la tipificación de conductas, en la forma de exigir la responsabilidad, en la definición de las sanciones aplicables, y así se ha hecho en la reforma como tendremos ocasión de comprobar

11 He destacado este aspecto en Paz-Ares (2007, pp. 15-16). En todo caso, la inercia tradicional ha persistido y las tesis diferenciadoras o diversificadoras se objetan por no ajustarse a nuestro sistema. Un buen exponente de ello es la afirmación de que «[e]n rigor, los deberes de lealtad son una manifestación más del deber troncal de diligencia» (Mateu de Ros, 2007, p. 392).

12 Nuestros jueces producen sentencias muy abstractas y conceptuales —imitan a la doctrina—, centradas más en las cuestiones jurídicas que en los *factual specifics*; tan es así que a menudo no permiten conocer lo que realmente pasa y el lector avezado intuye (para un juicio semejante en Italia, véase Enriques, 2002).

en el curso de la disertación. La especialización es otra manera de dar visibilidad al derecho de deslealtad corporativa.

5.3. En el *plano del lenguaje* se ha avanzado igualmente merced sobre todo a la introducción de un sesgo o cariz moral más acusado. Lo iremos viendo también. Ahora destacaré la nueva formulación de la cláusula general, que mejora la tradicional. «Los administradores —así reza el nuevo artículo 227.1 LSC— deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad». Tal vez alguno piense que esta jerga o música celestial aporta poco al derecho, pero se equivoca. Cuando pretende disciplinarse una actividad esencialmente discrecional, como es la del administrador, resulta especialmente apropiado acudir al lenguaje moral, pues ello facilita varias cosas. En primer lugar, aun cuando la sustancia de lo que comunica la nueva cláusula no muda, es indudable que las indicaciones que ofrece son más expresivas, y aquí reside ya buena parte de su valor, pues el derecho cumple también —según apuntaré un poco más adelante (v. *infra* 6)— una función expresiva o promocional de primer orden que no debe ignorarse.¹³ La mayor expresividad es otra forma de incrementar la visibilidad de este fragmento legal.

En segundo lugar, el lenguaje moral, por su propia naturaleza abierta y expansiva, lleva implícita una invitación a los aplicadores del derecho a abandonar o moderar el formalismo.¹⁴ El juez se siente interpelado a efectuar un juicio moral de la conducta —no un juicio formal de subsunción—, y esto seguramente propiciará que desplace la atención hacia el *fact finding* para determinar si verdaderamente los administradores —en caso de conflicto de interés— han actuado en el «mejor» e incluso en el «único» interés de la sociedad dejando de lado el suyo propio y el de sus allegados. Fallos como los recordados antes en los casos Peronnet, Marcelli, Flambo o Equitek deberían ser menos frecuentes. La excusa «esto podrá ser poco ético, pero es legal», tristemente célebre en la hora que escribo estas líneas, tendrá menos probabilidades de prosperar.

En tercer lugar, el lenguaje moral contribuye también a que los jueces definitivamente cobren conciencia de sus tareas «legislativas». La norma del artículo 227.1 LSC no contiene una regla, sino una autorización o delegación al juez para crearla en cada caso.¹⁵ No es legislación *ex ante*, sino legislación *ex post*, según una célebre

13 Refiriéndose justamente al lenguaje y expresiones morales que suelen utilizar los jueces americanos para definir los deberes fiduciarios de los administradores, «as experimental gaming suggests, many people can resist self-interest when instructed to do so by a respected authority, such judicial “expressions” can change behavior even when unaccompanied by material sanctions» (Stout, 2011, p. 196).

14 Sobre este punto me parecen oportunas las consideraciones de González-Meneses: «La reforma de la Ley de Sociedades de Capital y la función notarial» (2015, pp. 44-45). Subraya el autor la importancia de la «moralización de nuestro derecho de sociedades», necesariamente ligada al empleo de conceptos jurídicos indeterminados, que inevitablemente conducen a «un tipo de lógica ponderativa y casuística que es propia del razonamiento moral o práctico», alejada del «tradicional formalismo jurídico que había encontrado precisamente su máxima expresión en el derecho de sociedades de capital».

15 Paradójicamente, el hecho mismo de que en la tradición iusfilosófica positivista se considere el lenguaje moral —o si se prefiere, la norma formulada en forma de estándar o principio— inidóneo para cumplir la función propia del derecho —que es precisamente el *settlement* de las cuestiones morales (al respecto es muy lúcida la reflexión de Alexander y Sherwin (2001)— pone de relieve la necesidad de entenderlo como una norma no deóntica de atribución de competencia.

formulación (véase Kaplow, 1997). Esto no supone una abdicación o claudicación del legislador, sino el reconocimiento de que es imposible regular de antemano una fenomenología compleja, cambiante y escurridiza, sin dejar muchas lagunas que pueden ser explotadas por el administrador desleal o establecer cortapisas que frecuentemente les dejarán atados de manos impidiéndoles realizar transacciones beneficiosas para la sociedad y sus accionistas (los consabidos problemas de infra-inclusión y sobreinclusión). El lenguaje moral permite reducir estos problemas. Es cierto sin embargo que lo hace a costa de incrementar la incertidumbre y los costes de decisión. Aparece así de nuevo el viejo dilema entre los valores de la justicia y de la seguridad jurídica.

Pues bien: la opción del legislador por la justicia o *fairness* a costa de la seguridad y la previsibilidad se revela especialmente apropiada en el campo de la deslealtad corporativa. La razón estriba en que la incertidumbre es aquí menor que en otros campos regidos por cláusulas generales y conceptos indeterminados y, por consiguiente, menor asimismo el riesgo de error. Intuitivamente, las conductas desleales apenas entrañan riesgo de error para el administrador, puesto que es relativamente baja la probabilidad (i) de que al planificar su actividad se equivoque en el juicio; tratándose de operaciones que se descalifican precisamente por el oportunismo y la extracción excesiva de ventajas personales, todo el mundo sabe dónde están los límites; (ii) de que posteriormente el juez yerre al valorar el caso, pues, a diferencia de lo que ocurre con el juicio de negligencia —que entraña una valoración técnico-económica compleja—, el juicio de lealtad es de orden moral o deontológico, y para ello están mejor preparados los jueces;¹⁶ y, (iii) de que el administrador finalmente tenga dificultades de prueba, al menos si está establecido un protocolo o procedimiento homologado para la aprobación de las transacciones potencialmente conflictivas como veremos es el caso (v. *infra* 9).¹⁷ La incertidumbre, además, se atenúa si el propio legislador ofrece un mapa para el desarrollo consistente de reglas subsidiarias, como ha hecho en la ley de reforma objeto de examen.

6. Mapa de la deslealtad: segundo nivel

Esta última observación me lleva abordar el segundo punto y valorar cómo se cubren las *insuficiencias de tipificación de las conductas desleales*. Como acabo de recordar, nuestra legislación se ha limitado tradicionalmente a establecer un deber muy genérico o abstracto de lealtad. Todo lo que disponía es que los administradores han de proceder como un *representante leal* (artículo 127.1 LSA 1989). Este laconismo legislativo —solo paliado parcialmente por algunas tipificaciones introducidas en 2003 por la Ley de Transparencia, que dejaban mucho que desear en el

16 Es muy instructiva al respecto la observación de un viejo y respetado economista (véase Demsetz, 1986, p. 356).

17 Para un desarrollo analítico de este punto, véase Paz-Ares (2007, pp. 22-26 e *ibi* más indicaciones). El lector interesado puede encontrar en este estudio el *background* general que justifica nuestra aproximación al tratamiento del deber de lealtad.

plano técnico— refleja también la tónica general del derecho continental europeo. Es cierto que el amparo legal que proporciona la cláusula general de lealtad podría haber sido suficiente para que la doctrina y la jurisprudencia hubieran creado con el paso de los años un nutrido complejo de reglas claras y orientativas sobre la materia. La experiencia indica, sin embargo, que este resultado apenas se ha alcanzado. No es momento de indagar en las razones (en parte tiene que ver con la escasa sofisticación de nuestro aparato judicial en cuestiones financieras; en parte —en buena parte, como he dicho ya—, con su cultura formalista y positivista, poco dada al desarrollo del derecho más allá de la superficie literal de sus textos; y en parte, con las escasas oportunidades que ha tenido de enfrentarse a problemas de esta índole).¹⁸

Por todo ello, la segunda medida por adoptar para reforzar la eficacia del deber de lealtad consistía en detallar las principales obligaciones derivadas del principio general de forma fácilmente inteligible e internamente consistente. El éxito cosechado por la Ley de Competencia Desleal en estas dos últimas décadas es fruto en buena medida de una tipificación flexible de los actos desleales. El solo hecho de que las normas de comportamiento estén especificadas o concretadas: (i) incrementa la observabilidad y verificabilidad de las conductas indebidas facilitando el trabajo de todos los *enforcers* y, en especial, el de los jueces; (ii) ofrece pautas suplementarias para orientar la conducta de los administradores; (iii) suministra amparo a los operadores para resistir presiones indebidas; y, (iv) contribuye a la creación de una cultura corporativa adecuada. Este último aspecto reviste una importancia crucial. La efectividad del deber de lealtad no depende solo —ni siquiera fundamentalmente— de las normas y los mecanismos *enforcement* jurídicos. Es crítica su interiorización por los operadores como norma social o norma moral.¹⁹ La formación de normas sociales es función de muchos factores, pero aquí es oportuno volver a subrayar la paradójica importancia que tiene el derecho en este aspecto. Junto a la función preventiva, el derecho cumple también una «función expresiva», que permite modificar la conducta de los agentes mediante el envío de mensajes de autoridad acerca de qué clase de valores y comportamientos son apropiados.²⁰ El derecho es una fuente de autoridad y coordinación de primer orden y, en ese sentido, contribuye de modo eficaz a establecer las pautas de lo social o moralmente aceptable o reprochable.

Pues bien: justamente esto es lo que ha tratado de hacer la flamante normativa objeto de examen. El legislador no se ha contentado con imprimir una mayor expresividad a la cláusula general del artículo 227 LSC. Ha querido además suministrar en el artículo 228 LSC alguna orientación adicional, y para ello ha articulado —en un nivel intermedio de abstracción o generalidad— las principales prohibiciones y obligaciones derivadas del mandato genérico de lealtad, a saber:

18 Para un juicio semejante en Italia, véase Enriques (2002).

19 En el contexto que nos ocupa, este aspecto ha sido subrayado recientemente por Enriques (2014, pp. 34-36).

20 En la literatura económica y conductista, el tema ha sido introducido por Sunstein (1996, pp. 2021 y ss.). El lector interesado en los mecanismos —autoridad, conformidad y empatía— que articulan esta función expresiva o promocional del derecho, puede consultar ahora el ya citado ensayo de Stout (2011, pp. 75 y ss.).

6.1. La *prohibición de desviación de poder*: el administrador queda obligado —según reza la letra ‘a’ del indicado precepto— a «no ejercitar sus facultades con fines distintos de aquellos para los que le han sido concedidas». Aun cuando puede parecer fórmula novedosa, no es así: enraíza con un supuesto clásico de responsabilidad de los administradores —el «abuso de facultades»— recogido en el artículo 144 C de C²¹ y está emparentada con la *proper purpose rule* desarrollada en el ámbito societario anglosajón. La rica experiencia habida en este ámbito podrá importarse ahora través del nuevo concepto normativo, como se importó la doctrina del *détournement de pouvoir* del Consejo de Estado francés por nuestra jurisprudencia contencioso-administrativa.

6.2. La *obligación de confidencialidad*: la dicción de la letra ‘b’ del artículo 228 LSC simplifica y mejora técnicamente la redacción anterior, aunque a decir verdad no incorpora innovaciones sustantivas relevantes. En todo caso, debe tenerse en cuenta que la regulación se completa ahora con la letra ‘c’ del artículo 229.1 LSC, que introduce, junto a la prohibición de revelación, la prohibición de explotación de la información reservada de la sociedad con fines privados. De la obligación de confidencialidad solo se excluye, en sentido propio, la información pública. Toda la información privada de la sociedad debe considerarse, en principio, sujeta a reserva, salvo aquella absolutamente irrelevante e indiscutiblemente inocua a ojos de cualquier observador externo. Lo que a nuestro juicio ya no puede sostenerse ahora es que también queda fuera de la obligación de confidencialidad la información cuya divulgación se considere inidónea para provocar —dicho con las palabras del viejo artículo 232.1 LSC *in fine*— «consecuencias perjudiciales para el interés social». En este punto el legislador ha querido evitar la pendiente resbaladiza por la que alternativamente podría deslizarse el mandato o deber de secreto. Es llano, en efecto, que si su aplicación se circunscribe o condiciona al perjuicio del interés social, la regla colapsa con el estándar general del que trae causa despojándola de su valor específico como regla, que es el de guiar con certeza la conducta del administrador y la función del juzgador.²² Esto es cabalmente lo que diferencia la regla del principio: que su formulación y su justificación no son coextensivas. Lo que caracteriza o distingue la regla —y asegura las funciones de previsibilidad, eficiencia y estabilidad que se esperan de ella— es su autonomía semántica, su relativa opacidad o *entren-*

21 Y en el desaparecido artículo 79 de la Ley de Sociedades Anónimas de 1951.

22 Para «evitar los eventuales errores de los consejeros en el juicio de confidencialidad» ya no será necesario suscribir específicos «pactos de confidencialidad», como sucedía en la STS 4-X-2011 (RJ 2012\759). La ley ya provee un «pacto general de confidencialidad». Esto no quiere decir, sin embargo, que el deber general de confidencialidad sea absoluto. Hay diversas circunstancias que justifican la excepción, tales como (i) la necesidad o conveniencia de comunicarla a los asesores de la sociedad, que a su vez están sujetos a deberes de reserva o discreción profesionales; (ii) la posibilidad de que los consejeros dominicales la trasladen a los accionistas significativos y, específicamente, a la sociedad matriz, pues ello es funcional al papel de tales consejeros en nuestro sistema de gobierno corporativo; (iii) los casos en que el propio deber de lealtad exige que se desvelen informaciones cuya ocultación puede ser perjudicial para la sociedad; recuérdese que el administrador está obligado a hacer «todo lo conveniente para evitar daño» a la sociedad (artículo 237 LSC), lo que puede incluso exigir que la haga pública para impugnar acuerdos (STS 4-X-2011 (RJ 2012\759)).

cbment respecto de su *ratio*.²³ Al límite, si no necesitáramos de aquella autonomía u opacidad, podríamos prescindir de todo el derecho de sociedades. Bastaría una norma que dispusiese que los administradores y socios han de comportarse conforme a las exigencias del interés social o, más simplemente, que deben ser «justos y benéficos».

6.3. La *obligación de abstenerse de participar en decisiones en las que tengan un interés propio*: la formulación empleada por la letra 'c' del precepto gana también en claridad y calidad respecto de su predecesora. Por un lado, subsana un defecto o imperfección del viejo artículo 229 LSC al aclarar que la obligación de abstención del administrador incurso en conflicto de interés se refiere a cualquier tipo de participación, ya sea en la deliberación o en la votación, ya sea activa o meramente pasiva.²⁴ Y, por otro lado, corrige un exceso, ya que expresamente excluye de su ámbito de aplicación los llamados «conflictos posicionales», limitándolo a los «conflictos transaccionales». En todo caso, sobre la norma se ciernen algunas sombras, especialmente a raíz de la eliminación sobrevenida de la obligación de abstención en la normativa societaria italiana, que originariamente sirvió de inspiración a la doméstica. Las dudas sin embargo no deben llevar a ponerla en entredicho, aunque han de servir de acicate para una reflexión detenida, en el plano del supuesto de hecho, sobre el concepto de conflicto de interés (que prácticamente ha de limitarse al puramente patrimonial²⁵) y, en el plano de las consecuencias jurídicas, sobre las sanciones apropiadas para el caso de infracción.

Desde esta última perspectiva, la experiencia habida en el ámbito de los grupos de sociedades y en todos aquellos escenarios en que la abstención conduce a la «mayorización de la minoría» debe hacernos pensar sobre la oportunidad de soslayar la nulidad automática por violación de una regla de procedimiento, que es la conclusión a la que formalmente conduce la infracción de una norma legal específica como la contenida en la letra 'c' del artículo 228 LSC (al menos cuando el voto del administrador o administradores haya resultado decisivo para la adopción del acuerdo: arg. *ex* artículos 251 y 204.3 c) LSC). La solución que someto a

23 El tratamiento más luminoso de esta cuestión que conozco es el de Schauer (1991, pp. 53 y ss.).

24 Hay que tener en cuenta que en muchos contextos, la mera presencia del interesado en la reunión, aunque sea pasiva (sin voz y voto), limita la franqueza y riqueza del debate y coarta la libertad del resto de los miembros del órgano. Normalmente habrá de entenderse por ello que la obligación de abstención implica la obligación de ausentarse de la sala del consejo (confirma esta interpretación el propio tenor literal de algún precepto que contempla un caso concreto de conflicto de interés: v. artículo 249.3 LSC *in fine*), lo que no significa que en algún momento previo a la deliberación pueda ser oído. Procede recordar aquí el artículo 10.2 de la propuesta modificada de 5.^a Directiva sobre la estructura de las sociedades anónimas («el miembro interesado tendrá derecho a ser oído, pero no podrá tomar parte ni en la deliberación ni en la votación del órgano de dirección relativas al acuerdo correspondiente»).

25 A este caso paradigmático habrá de asimilar aquellos otros en los que la intensidad del conflicto sea típicamente análoga (es decir, socialmente reconocible como tal). En este entendimiento, el conflicto de interés requeriría la concurrencia de tres circunstancias: (i) que exista una *transacción* entre la compañía y otra parte; (ii) que exista una *persona con capacidad de influencia* en el proceso de decisión de la compañía respecto de la transacción; y (iii) que el *interés personal* de esa persona con capacidad de influencia en el bienestar de la otra parte de la transacción o en ciertas consecuencias colaterales de la transacción sea típicamente mayor de que su interés en el bienestar de la compañía.

la consideración del lector no consiste propiamente en supeditar la impugnación a la infracción del interés social, como a menudo sostienen la doctrina y la jurisprudencia.²⁶ Técnicamente no me parece correcta pues conduce al colapso de dos hipótesis conceptualmente distintas de impugnación —infracción de ley e infracción del interés social—, con el resultado de privar de cualquier sanción específica a la violación legal y de dificultar la acción de quien litiga con la nada fácil prueba de la lesión del interés social. Mi propuesta es más moderada: consiste en sustituir aquella nulidad fatal asociada a una infracción de ley por una consecuencia menos grave, pero no desprovista de contenido «sancionador», que es cabalmente la inversión de la carga de la prueba de la *fairness* de la transacción. De este modo, el juez anulará el acuerdo de que se trate a no ser que los administradores demuestren cumplidamente que la transacción a que se refiere fue justa y razonable para la sociedad, demostración que eventualmente —dentro de los grupos de sociedades— podrá realizarse en el marco de un juicio sobre ventajas comparativas y compensatorias.²⁷

6.4. La *obligación de independencia*. Llamo también vuestra atención lector sobre la letra 'd' del artículo 228 LSC, a tenor de la cual el administrador —como titular de un mandato representativo y no imperativo— debe «desempeñar sus funciones bajo el principio de responsabilidad personal con libertad de criterio o juicio e inde-

26 Véase SAP Madrid 17-X-2008 (JUR 2009\79460) y, sobre todo, la documentada Sentencia del Juzgado Mercantil núm. 1 de Oviedo de 9-1-2014 (JUR 2015\102597). En doctrina, v., por todos, Vicent Chuliá (2011, pp. 38-42), con más indicaciones. Estas páginas reflejan seguramente el criterio que ha prevalecido en la literatura en relación al viejo artículo 229 LSC.

27 He de reconocer que la solución que propongo, frente a la tesis de la nulidad automática por infracción de ley, no deja de suscitar algunas dudas o dificultades desde el punto de vista operativo, pues incrementa los costes de administración del sistema (los «costes terciarios» en terminología de Calabresi), y también desde el punto de vista sistemático, a la vista de la disciplina diferenciada que ofrece el artículo 190 LSC en relación a diversas clases de conflicto de interés en la junta general (sobre la que puede consultarse el reciente trabajo de Vives (2015, pp. 49-53). Cabría sostener, en efecto, que la consecuencia de la inversión de la carga de la prueba solo es aplicable cuando no hay prohibición de votar (arg. *ex* artículo 190.3 LSC); y que cuando la hay, ha de estarse a la nulidad por infracción de ley. Con todo, personalmente se me hace difícil admitir que en determinados contextos materialmente equivalentes a los previstos en el artículo 190.3 LSC y disímiles respecto de los contemplados en el artículo 190.1 LSC, una decisión que se ha demostrado razonable o *fair* con un elevado grado de certeza haya de anularse por el hecho de haber sido adoptada con el voto decisivo de un administrador conflictuado. Soy consciente de que ahora se me podría devolver la crítica que yo mismo efectuaba más arriba a la vieja formulación del deber de secreto condicionada al interés social o poco antes a la tesis que supedita la impugnación a la prueba de la lesión del interés social; a saber: que hace colapsar la *regla* que impone el deber de abstención con el *principio* de lealtad (o de promoción del interés social). Sin embargo, en los supuestos que tengo en mente, a favor de la interpretación esbozada podría militar la noción de “relevancia” introducida por el nuevo artículo 204.3 a) LSC, que despoja de eficacia anulatoria a los vicios procedimentales que carezcan de ella, los llamados “vicios menores” de forma o procedimiento. La cuestión en todo caso ha de quedar abierta. Y algunas otras también: ¿es aplicable la obligación de abstención cuando el acuerdo tenga por objeto dar cumplimiento a instrucciones impartidas por la junta? ¿se neutraliza dicha obligación cuando los demás administradores están afectados por un conflicto de interés de signo inverso, lo que es frecuente en *joint ventures* al 50%? ¿cabe reestructurar estatutariamente la prohibición de voto mediante la previsión de mayorías reforzadas, como tantas veces ocurre en la praxis negocial, en que la aprobación de las operaciones vinculadas se supedita a porcentajes de voto que protegen a la minoría?, etc. Estimo en todo caso que debemos esforzarnos en construir respuestas razonables.

pendencia respecto de instrucciones y vinculaciones de terceros». El precepto posee desde luego un alto valor «expresivo»: su mensaje contra las dobles lealtades y «lealtades particularistas» es particularmente claro.²⁸ Pero más allá de su valor «expresivo», reviste también una notable importancia sistemática y práctica: no tanto porque suponga la proscripción de los pactos de voto para el órgano de administración — este es un resultado que ya estaba consolidado en nuestra doctrina bajo la normativa anterior²⁹— cuanto porque la deja sin excepciones objetivas. La prohibición abarca en efecto cualquier pacto de sindicación para el órgano de administración, aunque sea organizativo (y no de gestión), aunque sea particular (y no general) y aunque sea directo (y no indirecto). También se extiende a los pactos que se instrumentan mediante promesas de hecho de un tercero que, de esta forma, se desterrarán de nuestra práctica. El supuesto ordinario es el de los accionistas que se comprometen recíprocamente a indemnizar daños o satisfacer una penalidad determinada a su contraparte o contrapartes en el caso de que el administrador que hayan designado —que no forma parte del pacto— desoiga las instrucciones del sindicato. Han de entenderse aplicables, sin embargo, las excepciones subjetivas, de manera que el deber de independencia cesa cuando la instrucción o el pacto procede de la totalidad de los socios.³⁰

6.5. La *obligación de evitar ponerse en una situación de conflicto de interés* impuesta a los administradores por la letra 'e' del repetido artículo 228 LSC constituye el nervio central del deber de lealtad y representa, sin duda alguna, la regulación más sobresaliente de toda la materia. La manera más eficaz de impedir que el administrador obtenga un beneficio personal indebido no es prohibiéndole alcanzar dicho resultado, sino impidiéndole ponerse en una situación de riesgo, en la que pueda sucumbir a la tentación de alcanzarlo. La función del precepto es profiláctica, por eso define un supuesto de peligro abstracto.³¹

Aunque conceptualmente es distinto, al *conflicto de intereses* debe equipararse normativamente el *conflicto de deberes* (cuyo ejemplo paradigmático lo ofrece el caso del «agente doble» o del «consejero múltiple»). La equiparación se justifica porque en uno y otro caso el riesgo de quiebra de la debida objetividad y, consiguientemente, de menoscabo de la integridad del interés protegido es similar. Tanto es así que el *conflicto de deberes* acostumbra a denominarse *conflicto de interés por cuenta ajena*. La cualificación «por cuenta ajena» denota simplemente que el conflicto de interés no se produce entre la sociedad y el administrador, sino entre la sociedad y

28 Los filósofos y politólogos siempre han insistido en el peligro de corrupción que entrañan las lealtades particularistas o de clan (véase, por ejemplo, Calsamiglia (2000, p. 5)). El peligro también acecha en el ámbito corporativo. Los consejeros dominicales cumplen un papel relevante en el gobierno de la sociedad, pero corren el riesgo de ser correa de transmisión de intereses particulares, contra el que alerta el precepto (es oportuna al efecto la reflexión de Alfaro (2014a).

29 Véase, en la literatura más reciente, Paz-Ares (2010, pp 697 y ss.) e *ibi* más indicaciones.

30 La razón última de la admisibilidad y *enforcement* societario de las instrucciones y pactos omnilaterales reside en la inexistencia de externalidades, tal y como he explicado en otros estudios (véase Paz-Ares, 2003, pp. 19 y ss.).

31 En realidad, todo el deber de lealtad puede desdoblarse en dos obligaciones básicas: una *ex ante* —evitar conflictos de interés (regla «ningún conflicto»)— y otra *ex post* —no anteponer los intereses propios a los de la sociedad y sus accionistas (regla «ningún beneficio»).

un tercero —normalmente otra sociedad— respecto del cual el administrador tiene contraídos igualmente deberes fiduciarios. *De iure condito*, la equiparación se halla consagrada con carácter general en la propia letra ‘e’ del artículo 228 LSC (véase también, por ejemplo, artículo 229.1 ‘f’ LSC).

7. Mapa de la deslealtad: tercer nivel

La importancia crucial de la obligación de evitar ponerse en una situación de conflicto de interés a que acabo de aludir merece alguna precisión adicional, lo que cabalmente me lleva al tercer nivel de desarrollo o especificación de la cláusula general de lealtad. Ese tercer nivel de desarrollo nos lo ofrece la lista de las prohibiciones (*relativas*) contenida en el artículo 229 LSC. Este es para mí el precepto central, el meollo de toda la regulación. En el estrecho marco de esta disertación no resulta posible prestar una mínima atención a cada una de las prohibiciones incluidas en dicha lista. Me limitaré por ello a enunciarlas o, mejor dicho, a formularlas:

- (i) la *prohibición de realizar operaciones vinculadas*;³²
- (ii) la *prohibición de prevalerse del cargo en beneficio propio*;³³
- (iii) la *prohibición de utilizar activos sociales con fines privados*;
- (iv) la *prohibición de explotar oportunidades de negocio de la sociedad*;
- (v) la *prohibición de competencia*;³⁴ y,
- (vi) la *prohibición de remuneraciones externas*.³⁵

32 De la prohibición solo se exceptúan las operaciones ordinarias, hechas en condiciones estándar para todos los clientes y de escasa relevancia. El artículo 229.1 a) LSC incurre en un error de bulto al definir la relevancia sirviéndose del concepto de materialidad contable. Una operación vinculada realizada con un consejero por importe de un millón de euros no puede en absoluto calificarse de «escasa relevancia» aunque en las grandes empresas siempre queda por debajo del nivel de materialidad contable definido por el auditor (por ejemplo, en las sociedades más importantes del IBEX-35 ese umbral de materialidad anda en torno a 50 millones de euros). En ese aspecto, por tanto, la norma ha de ser corregida teleológicamente, entendiendo —como indican las reglas contables sobre operaciones vinculadas— que siempre son materiales —es decir, relevantes a efectos de imagen fiel— las operaciones concertadas con consejeros, y así se desprende del apartado quinto de la resolución del ICAC de 14-VI-1999, por la que se publica la Norma Técnica de Auditoría sobre el concepto de importancia relativa. La tautología no debe llevar, sin embargo, a privar de valor el concepto de «escasa relevancia», que habrá de entenderse en el sentido del lenguaje natural.

33 Textualmente, la letra ‘b’ del artículo 229.1 LSC prohíbe al administrador «utilizar el nombre de la sociedad o invocar su condición de administrador para influir indebidamente en la realización de operaciones privadas».

34 El tenor literal de la prohibición contenida en la letra f) del artículo 229.1 LSC se refiere a «desarrollar actividades por cuenta propia o ajena que entrañen una competencia efectiva, sea actual o potencial, con la sociedad o que, de cualquier otro modo le sitúen en un conflicto permanente con los intereses de la sociedad».

35 La dicción legal refiere la prohibición a «obtener ventajas o remuneraciones de terceros distintos de la sociedad y su grupo asociadas al desempeño de su cargo, salvo las que se trate de atenciones de mera cortesía» (letra ‘e’) del artículo 229.1 LSC).

Nihil novum sub sole, podría decirse, pero no es exactamente así. El elenco referido incorpora varias innovaciones dignas de ser destacadas. En primer lugar, ofrece una ordenación elocuente de las prohibiciones al organizarlas y unificarlas bajo la matriz común del deber de evitar los conflictos de interés, lo cual ha de facilitar una construcción más consistente de los grupos de casos. En segundo lugar, mejora o depura la formulación individual de las distintas prohibiciones que en la normativa previgente presentaban distintos flancos para la crítica: por ejemplo, añade a la prohibición de utilizar el nombre de la sociedad o invocar la condición de administrador la cualificación finalista de buscar con ella desplegar una «influencia indebida», que anteriormente no existía y, en realidad, denota o apunta a lo verdaderamente reprochable;³⁶ precisa que la prohibición de no competencia ha de administrarse en función de la efectividad de la competencia y no de la identidad o semejanza de los objetos sociales y la extiende a cualquier otro caso en que se aprecie la existencia de un conflicto estructural, no meramente ocasional;³⁷ etcétera.

En tercer lugar, amplía el elenco de las prohibiciones tradicionales. Bajo este aspecto, tengo que destacar un par de novedades. Una es que por primera vez se formula como auténtica prohibición —bien que relativa, como todas las demás— la referente a la realización de operaciones vinculadas, lo que no es baladí aunque solo sea desde el punto de vista «expresivo».³⁸ Otra, que se consagra expresamente la prohibición del uso de activos sociales, incorporando a la definición del objeto la información confidencial de la compañía, lo cual tampoco está exento de relevancia expresiva para orientar la cultura corporativa y neutralizar la causa de justificación basada en la «adecuación social de la conducta».³⁹ Y otra aún, que se entroniza la prohibición de retribuciones externas de los administradores, que tanto debate han provocado en otras latitudes a propósito de ciertas fórmulas remunerativas propi-

36 La norma anterior impedía literalmente lo más natural, y es que una persona normal y honesta invocara su condición profesional de administrador de tal o cual sociedad para pedir un préstamo hipotecario o solicitar un aplazamiento de pago. Es cierto que nadie en sus cabales habría permitido que la literalidad derrotase a la finalidad en un caso como éste o análogo. La norma obviamente está para evitar aquellas combinaciones, arreglos o transacciones en los que, por ejemplo, una persona invoque su condición de administrador de una sociedad frente a su contraparte en el entendimiento de que eso facilitará que dicha sociedad haga negocios con ella. Aquí el propósito es indebido o directamente corrupto.

37 Alguien podría argüir u observar que la competencia efectiva solo puede ser actual, nunca potencial. La observación sería inexacta. Competencia potencial no significa competencia idealmente (abstractamente) imaginable, sino previsiblemente (concretamente) realizable. La efectividad de la competencia potencial está ligada a la probabilidad de que se materialice, lo cual ha de valorarse en función de diferentes parámetros (tamaño de la compañía, planes estratégicos, sensibilidad de la información y tecnología disponibles, etcétera, etcétera).

38 Recuérdese que el viejo artículo 229 LSC se limitaba a establecer un deber de comunicación y de abstención en la votación.

39 A veces se justifica el uso privado de activos sociales aduciendo su inocuidad para la sociedad. Pero no existe tal inocuidad. El hecho de que el uso no cause daño o produzca menoscabo del activo no significa que sea inocuo, pues la sociedad deja de percibir la compensación que le corresponde como dueña del activo y que, jurídicamente, hace patente la *Eingriffskondition* (acción de enriquecimiento injusto por intromisión), el mecanismo de tutela más específico de los derechos con contenido atributivo.

ciadas por *hedge funds* y *private equities*. Si alguno de vosotros siente curiosidad por esta última innovación, me permito remitirle al trabajo que he publicado recientemente sobre la materia, el único —de cuanto me consta— disponible en nuestra literatura (Paz-Ares, 2013).

8. Contemplación económica de la realidad

La técnica seguida en la elaboración del catálogo de obligaciones y prohibiciones es la propia de las cláusulas generales de alcance intermedio, que desglosan constelaciones de casos y permiten elaborar dentro de cada una de ellas los grupos más específicos y las reglas correspondientes. El objetivo es proporcionar a jueces y aplicadores del derecho un cierto margen de holgura para que puedan ubicar la tecnología siempre renovada de la extracción de beneficios privados. Y en todo caso, debe recordarse que las prohibiciones intermedias no son exhaustivas. Siendo meramente ejemplificativas, dejan siempre abierta la puerta de las cláusulas generales matrices o superiores, a la que habrá que recurrir para combatir las prácticas redistributivas e innovaciones extractivas no reconducibles a las categorías de la experiencia pasada que a buen seguro nos reserva el futuro. En suma, se trata de compaginar la necesidad de preceptos de textura abierta, que dejen espacio para el desarrollo judicial del derecho, con la necesidad de proporcionar al aplicador del derecho un mapa que le permita orientarse dentro de este mundo proceloso e intrincado.

El lenguaje utilizado también invita a los operadores a proceder en este territorio de conformidad con la técnica de la «contemplación económica» de la realidad (*wirtschaftliche Betrachtungsweise*), similar a la desarrollada tempranamente en el ámbito del derecho fiscal. El objetivo es nuevamente el de remover los obstáculos de la cultura formalista y burocrática prevaleciente a la que ya he tenido oportunidad de hacer referencia y, a la vez, el de reducir los incentivos de los *insiders* para el empleo de estructuras creativas acomodadas a la letra de la ley, pero tal vez contrarias a su espíritu. Todo ello exigía el recurso a reglas relativamente simples. *Reglas simples para un mundo complejo*.⁴⁰

La pena es que no se haya aprovechado este impulso de flexibilización para completar la definición de las prohibiciones con la previsión de cláusulas de asimilación que permitan neutralizar las estructuras de interposición y conexión de intereses y la ingeniería societaria que pueda idearse para eludirlas. Tropezamos aquí, sin embargo, con la delimitación de las personas vinculadas tasada en la ley, ante la cual la reforma se ha detenido. Huelga insistir en el carácter defectuoso de dicha delimitación. La anomalía es manifiesta: desde el momento en que el elenco del artículo 231.1 LSC solo incluye a los allegados al administrador [letras 'a', 'b' y 'c'] y a las

40 Así reza el título del conocido libro de Epstein (1997). Hacemos notar que una normativa excesivamente compleja y detallada eleva los costes de observancia por la dificultad que entraña para sus destinatarios encontrar en ella una guía fácil y rápida para sus decisiones y, adicionalmente, por la mayor facilidad que brinda para descubrir agujeros a través de los cuales infiltrarse en busca de la inmunidad o impunidad (son interesantes al respecto las páginas de Kaplow (1995, pp. 150 y ss.).

sociedades controladas por este [letra 'd'] , el precepto abre un agujero valorativamente insoportable en la definición de «personas vinculadas», dejando fuera de ella tres casos particularmente relevantes o sangrantes, a saber: (i) las entidades en las que el administrador desempeña funciones ejecutivas y/o posee una participación significativa; (ii) las entidades en que los allegados al administrador desempeñan funciones ejecutivas y/o poseen una participación significativa; y, (iii) los socios que hayan designado o promovido la designación del administrador (imagínese, por ejemplo, el supuesto de los directivos de la sociedad matriz nombrados administradores en la filial).⁴¹

En este escenario, entretanto no se produzca la modificación del artículo 231 LSA, el dilema al que se enfrenta el intérprete es el de resignación *versus* superación: ¿hemos de resignarnos a aceptar la anomalía sobre la base del inequívoco carácter tasado de la delimitación⁴² o, por el contrario, podemos superarla en vía hermenéutica⁴³? Me inclino resueltamente por esta segunda alternativa, que veo factible al amparo de una interpretación sistemática de la normativa legal y de una contemplación verdaderamente económica de la realidad. La imposibilidad de extender la noción legal de persona vinculada no es óbice, en efecto, para alcanzar los resultados buscados a través del concepto de conflicto de interés normativamente relevante, que comprende (i) tanto el conflicto por cuenta propia como el conflicto por cuenta ajena (arg. *ex* artículo 228 e) LSC: v. *supra* 6.5); (ii) tanto el conflicto directo como el conflicto indirecto (arg. *ex* artículo 229.3 LSC); y, (iii) tanto el conflicto por abajo como el conflicto por arriba (arg. *ex* artículo 529^{ter}.1 'h' LSC).

El argumento es relativamente simple. La tasa legal de personas vinculadas determina una presunción *iuris et de iure* de conflicto de interés, incluso aunque de hecho no exista. Imagínese, por ejemplo, que el administrador se lleve mal con su hermano o cuñado. Aun así, a pesar de no haber razón para estimar que tiene propensión o inclinación a favorecerlos, la transacción que la sociedad realice con cualquiera de ellos es formalmente una transacción vinculada y, por tanto, indefectiblemente sujeta a las reglas sobre conflictos de interés. Es cierto que, fuera de la tasa legal, el conflicto de interés no se presume formal y necesariamente, pero nada obsta para que pueda presumirse empírica y eventualmente, cuando se acredite una conexión de intereses suficientemente significativa. Y esto sucede de ordinario en las tres hipótesis a que aludía antes: (i) cuando la sociedad realiza una transacción con una entidad en la que su administrador desempeña una función ejecutiva y/o posee una participación significativa la existencia de un conflicto —a mi juicio más directo que indirecto, por cuenta ajena en el primer caso y propia en el segundo— debe presumirse porque, salvo que concurren circunstancias muy especiales, la contraposición de intereses está *in re ipsa*;⁴⁴ (ii) cuando la sociedad realiza una transacción con una entidad en la que un allegado al administrador (en el sentido

41 La documentada SJM Madrid 30-X-2013 (AC 2013\2043) califica con razón al artículo 231 LSC de «norma insuficiente en su literalidad (minus dixit quam voluit)».

42 Como expresamente ha propuesto recientemente la notable SJM Oviedo 9-I-2014 (JUR 2015\102597).

43 Según propone la antes citada SJM Madrid 30-X-2013 (AC 2013\2043).

44 Aunque no se refiera exactamente a este mismo caso, es reveladora la STS 26-XII-2012 (RJ 2013\1255).

de las letras 'a', 'b' y 'c' del artículo 231.1 LSC) desempeña una función ejecutiva y/o posee una participación significativa ha de admitirse que existe, al menos, un indicio fuerte de conflicto indirecto, sin perjuicio de que pueda ser neutralizado con prueba en contrario; y, (iii) cuando la sociedad realiza una transacción con el accionista que ha procurado el nombramiento de su administrador, la existencia del conflicto ha de presumirse igualmente sobre la base de la experiencia.⁴⁵ En este caso, no se trata solo de una conjetura subjetiva, sino de una valoración objetiva realizada por el propio legislador. Así se desprende, con escaso margen para la vacilación, del citado artículo 529ter.1 'h' LSC. Este dato positivo reviste particular interés no solo desde el punto de vista sustantivo, sino también desde el punto de vista metodológico. Sustantivamente, porque permite someter al escrutinio del deber de lealtad toda la contratación vinculada o relacionada de la sociedad con accionistas significativos representados en el consejo, lo que llamamos «conflictos por arriba». Y metodológicamente, porque valida la tesis expuesta de que la tasa legal de personas vinculadas no «agota» la fenomenología del conflicto indirecto.⁴⁶

9. Imperatividad y dispensa *ad hoc*

El último aspecto por destacar en este repaso de la tipificación de las conductas desleales versa sobre la declaración formal del carácter imperativo del régimen de responsabilidad derivado del deber de lealtad (artículo 230.1 LSC). La declaración es más importante por lo que no dice (el silencio del precepto sobre el deber de diligencia deja en evidencia su carácter dispositivo) que por lo que dice. Nadie ha puesto ni pondría seriamente en duda la indisponibilidad del deber de lealtad. Ha de impedirse, en efecto, que la regulación legal sustantiva pueda ser derogada o modificada en los estatutos de la sociedad o trivializada de cualquier otra forma, y ello por dos razones fundamentales (que eventualmente juegan en escenarios alternativos). La primera se sitúa en el ámbito interno. Si los socios acuerdan eximir al administrador de sus deberes de lealtad, en la realidad —o al menos en la normalidad de los casos— le están exonerando de la responsabilidad por dolo en el cumplimiento, lo cual pugna con la idea misma de compromiso o vinculación inherente a la noción de contrato. Esta es la justificación que subyace al artículo 1102 CC y, en última instancia también, al artículo 1256 CC.⁴⁷ La segunda razón se proyecta sobre el ámbito externo. La renuncia a la protección de la lealtad equivale —o podría equivaler bajo determinadas combinaciones— a configurar atípicamente la propiedad sobre los activos cuya gestión se confía al administrador, lo que destruye la llamada *función de categorización*, que busca establecer líneas de demarcación típicas —de ahí el principio de *numerus clausus* de derechos reales— para minimizar los costes de transacción de los terceros que se relacionan con la sociedad.⁴⁸

45 Recuérdese la definición de conflicto de interés que ofrecimos en su momento (véase *supra* nota 30).

46 Como, en cambio, sostiene la SJM Oviedo 9-I-2014 (JUR 2015\102597).

47 Para una observación similar, véase Alfaro (2014b).

48 Sobre este último aspecto, véase Sitkoff (2011, pp. 1047-1048).

Pero ese principio de indisponibilidad o imperatividad ha de ser compatible, sin embargo, con un principio de dispensabilidad *ad hoc*, en cuya virtud quepa autorizar, caso por caso, las transacciones o posiciones interesadas que eventualmente se presenten. Por eso hablábamos antes de prohibiciones «relativas». Es cierto que esta relatividad incrementa las dificultades de *enforcement* del deber de lealtad, pero la solución draconiana contraria puede ser más costosa, en la medida en que trava o impide operaciones potencialmente productivas para la compañía. No puede olvidarse que la contratación relacionada o vinculada puede crear valor reduciendo los costes de transacción (con frecuencia son los *insiders* los que, a causa de la información privada de que disponen y de sus menores costes de vigilancia, pueden ofrecer las mejores condiciones; a menudo también ellos son los únicos dispuestos a apoyar financieramente o de otro modo a la sociedad —el llamado *proping*—; en otras ocasiones también son ellos los que están en mejores condiciones de producir sinergias o asignar de manera más eficiente los recursos entre negocios conectados, etcétera).⁴⁹

En todo caso, para la regulación de la dispensa, el legislador ha establecido un derecho relativamente fácil de administrar y, a la vez, relativamente difícil de eludir. Tres son las reglas básicas en torno a las cuales gira el nuevo artículo 230 LSC: (i) una *regla de procedimiento*, que asegura o trata de asegurar la independencia del órgano que otorga la dispensa respecto del administrador afectado; (ii) una *regla de equidad* o *fairness*, que trata de garantizar el carácter equitativo de la transacción, sea porque es inocua para el patrimonio social —piénsese en una oportunidad de negocio abandonada o desistida por la sociedad o en una dispensa de la obligación de no competencia basada en una prognosis de beneficio esperado superior al daño anticipado⁵⁰—, sea porque se concierta en condiciones de mercado; y, (iii) una *regla de transparencia* (sobre esta última volveremos más adelante: v. *infra* 11.2).

La regla principal desde el punto de vista operativo es, seguramente, la regla de procedimiento. La experiencia comparada ofrece un amplio abanico de fórmulas y enseña que hay muchas posibilidades de diseño. La Comisión de Expertos, después de repasar los distintos modelos y fiel a la máxima que invita a no multiplicar la complejidad, ha estimado que la competencia para impartir la autorización debe ser atribuida a la junta general solo en los supuestos más graves. Haciendo suya la propuesta, el legislador los ha concretado en los tres siguientes: (i) cuando tenga por objeto la dispensa de la obligación de no competencia (artículo 230.3 LSC); (ii) se refiera a la prohibición de retribuciones externas de administradores —al

49 La literatura económica sobre estos aspectos es muy abundante. Aquí será suficiente con remitir al ya citado y reciente papel de Enriques (2014 pp. 7-8 y pp. 14-15), que ofrece información ulterior.

50 Ha de llamarse la atención sobre el *wording* más exigente del nuevo artículo 230.3 I LSC, que limita la posibilidad de dispensa al «supuesto que no quepa esperar daño para la sociedad o el que quepa esperar se vea compensado por los beneficios que prevén obtenerse de la dispensa» (la solución se inspira, sin duda, en los *Principles of Corporate Governance* del American Law Institute (1994, pp. 300-301)). El precepto precisa además en su párrafo segundo que «[e]n todo caso, a instancia de cualquier socio, la junta general resolverá sobre el cese del administrador que desarrolle actividades competitivas cuando el riesgo de perjuicio para la sociedad haya devenido relevante».

menos en la parte de la retribución que sea competencia de la asamblea⁵¹; o (iii) afecte a una transacción vinculada cuyo importe exceda un determinado porcentaje: el 10 % del valor de los activos de la compañía (artículo 230.2 II LSC).⁵² En el resto de los supuestos, la ley de reforma ha admitido que la dispensa pueda ser concedida por el órgano de administración u otra instancia de la sociedad formada única y exclusivamente por administradores independientes (artículo 230.2 III LSC), lo que —dicho sea de paso— no significa que sean «independientes» en el sentido de las normas sobre *reporting* de gobierno corporativo (véase artículo 529 *duodecies*.4 LSC), sino que no estén ligados o contaminados con los administradores afectados por lazos o vínculos especiales, más allá de los naturales que deriven de las relaciones de trato y colegialidad propios de la pertenencia al mismo órgano. En sociedades cotizadas normalmente será preciso, además, informe de la Comisión de Auditoría (arg. *ex* artículo 529 *quaterdecies*.4. 'g' 3º LSC) o, en su caso, de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones (véase último párrafo del precepto recién citado).

10. Los sujetos de la lealtad

La *insuficiencia en la identificación de los destinatarios del deber de lealtad* es otro déficit o imperfección que ha pretendido corregir la norma nueva. Aquí era necesario extender el régimen de responsabilidad a todas aquellas personas que, aun sin tener la posición formal de administrador, desempeñan en la sociedad un papel de índole similar. La extensión subjetiva está más justificada incluso que la propia norma matriz, referida a los administradores formales, puesto que la mayor opacidad de la actividad que desarrollan estas personas, actuando en la sombra o en la trastienda de los órganos de decisión formales, determina una aún menor eficacia disciplinar del resto de los instrumentos de gobierno, incluidos los provistos por las fuerzas del mercado. La extensión alcanza en la reforma (i) a las personas físicas que representan a los administradores personas jurídicas (artículo 236.5 LSC); (ii) al más alto directivo —el primer ejecutivo— cuando se le ha situado fuera del consejo de administración (artículo 236.4 LSC); y, sobre todo, (iii) a los «administradores de hecho», que se definen con una notable amplitud.

La noción consagrada ahora por el artículo 236.3 LSC engloba, en efecto, no solo a los que tradicionalmente se reputaban como tales —es decir, a aquellas personas que en la realidad del tráfico desempeñan sin título o con un título nulo o extinguido las funciones propias de administrador—, sino también a los conocidos como «administradores ocultos», que el precepto define —bajo clara inspiración

51 En mi opinión, debe entenderse que cuando se trate de la remuneración que no corresponda al cometido inherente al cargo, como sucede con la que retribuye las funciones ejecutivas de los consejeros ejecutivos, el órgano indicado para otorgar la dispensa es el consejo de administración. En este punto, el artículo 230 LSC ha de someterse a la consiguiente reducción teleológica (véase Paz-Ares (2013, pp. 125-126).

52 Como es natural, en el acuerdo de la junta, al administrador conflictuado, caso de ser accionista, le está vedado votar (véase artículo 190.1 'd' LSC).

de la ley inglesa— como aquellas personas «bajo cuyas instrucciones actúen los administradores de la sociedad».⁵³ El hecho de que un sector de la doctrina y la jurisprudencia ya hubiese abierto la espita a la equiparación de ambas figuras —el administrador oculto y el administrador de hecho en sentido estricto⁵⁴— no resta importancia al paso dado por el legislador. A nuestro modo de ver, la formulación expresa de la equiparación constituye una novedad de la mayor trascendencia para avanzar en la construcción de un derecho de sociedades verdaderamente reflexivo, parte fundamental del cual estriba en la extensión de los deberes fiduciarios de los administradores a los accionistas de control activos.⁵⁵ La razón que justifica la extensión se comprende sin esfuerzo: si prácticamente actúan como administradores, normativamente deben responder como administradores, sobre todo en el terreno de la deslealtad. No hace falta añadir que este punto resulta especialmente importante en nuestro mercado, caracterizado por estructuras de propiedad concentradas. En ellas, como es sabido, el problema de agencia fundamental no es el vertical (entre administradores y accionistas), sino el horizontal (entre mayoría —los titulares del control— y minoría).

11. La cuestión del *enforcement*

Vayamos ahora con *las insuficiencias de los cauces previstos para exigir la responsabilidad*. Si examinamos la experiencia jurisprudencial de nuestro país e incluso la de otros vecinos en la escena europea, observamos una escasísima litigiosidad en materia de responsabilidad por infracción del deber de lealtad. Se cuentan con los dedos de una mano los casos que registran los repertorios de jurisprudencia, los cuales, sin embargo, están repletos de acciones de impugnación de acuerdos sociales. Y esto debe ser motivo de preocupación, pues la restricción de casos judiciales mina la efectividad de cualquier regulación sustantiva que pueda adoptarse, la convierte en un mero «tigre de papel».⁵⁶ Le resta desde luego eficacia preventiva, pero también eficacia orientativa al impedir que la jurisprudencia vaya completando y adaptando

53 Es de observar que, en realidad, para que pueda calificarse de administrador de hecho al administrador oculto se requiere una nota de habitualidad. La definición legal debe leerse —como figuraba en la propuesta de la Comisión de Expertos— referida a aquellas personas «bajo cuyas instrucciones estén acostumbrados a actuar los administradores». No se trata, por tanto, de una actuación ocasional, sino de un actuar continuado y revestido de ciertas dosis de generalidad.

54 Véase Paz-Ares (2007, pp. 42-45) con algunas indicaciones suplementarias.

55 El caso de los accionistas de control activos no agota ciertamente la fenomenología del administrador oculto, pero representa sin duda el núcleo o meollo. La crisis ha puesto de manifiesto el recurso frecuente a la nueva figura con el fin de encuadrar dentro de ella a entidades financieras que se reservan en sus contratos de financiación o refinanciación ciertos poderes de decisión sobre actos de gestión de la compañía financiada. El encuadramiento o subsunción en estos escenarios ha de operarse, sin embargo, con un grano de sal (parece acertada a este respecto la sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 5 de Madrid de 4-VI-2014).

56 La expresión «juristische Papiertiger» la tomo de Mertens (1986, p. 157), que en su momento la empleó para caracterizar la normativa alemana tradicional sobre responsabilidad de administradores (hoy reformada), muy similar a la nuestra previgente.

las siempre insuficientes indicaciones legislativas. Como he insinuado ya, la pobreza y debilidad que exhiben nuestros sistemas jurídicos en este campo se deben en buena parte a la falta de oportunidades de que han dispuesto los jueces para crear un *stock* de precedentes y orientaciones en materia de responsabilidad por violación del deber de lealtad. Consiguientemente, tanto desde el punto de vista de la eficacia disuasoria como desde el punto de vista de la creación de capital jurisprudencial que provea información jurídica de calidad e impulse el progreso del derecho en esta materia —se trata siempre de rebajar aquella excesiva tasa del 1,5 % a la que me refería al comienzo de la exposición—, parece oportuno remover los obstáculos que hoy en día impiden o retardan la litigación. Esos obstáculos tienen su origen en diversas circunstancias, de las que ahora destaco tres: (i) las elevadas exigencias de legitimación para el ejercicio de la acción social de responsabilidad; (ii) la relativa opacidad de las situaciones conflictivas; y, (iii) las dificultades de prueba que ha de abordar el accionista. A continuación se ofrece una breve aproximación a cada una de ellas.

11.1. La extrema dificultad con que se encuentran los accionistas para hacer efectiva la responsabilidad de los administradores deriva de los enojosos trámites y la elevada participación en el capital a que supeditan nuestras leyes *la legitimación para proceder judicialmente en materia de responsabilidad de los administradores*.⁵⁷ El accionista o accionistas que deseen litigar tienen que obtener primero una resolución de la junta general denegando el ejercicio de la acción por la sociedad⁵⁸ y, en todo caso, poseer al menos —y nada menos— que un 5 % del capital (véase artículo 239 LSC). Tratándose de sociedades cotizadas, nos hallamos siempre o casi siempre ante barreras prácticamente infranqueables. El prototipo del accionista minoritario de esta clase de sociedades no posee jamás un paquete de ese porte; si lo poseyera probablemente estaría sentado en la mesa del consejo. La credibilidad del sistema de responsabilidad de los administradores hacía imperativo, por tanto, un cambio en el escenario, y así lo apuntó en su momento el *Informe Aldama*. Para «incrementar la eficacia disuasoria de la responsabilidad por infracción del deber de lealtad» es necesario —decía— «facilita[r] los procedimientos y requisitos de exigencia de esta responsabilidad por parte de los accionistas».

No estoy seguro, sin embargo, de que la reforma arroje en este ámbito un balance satisfactorio. En mi opinión, no ha avanzado todo lo que era necesario. La solución que ofrece es tibia o tímida. Ha acertado al prescindir de la exigencia

57 Dejamos de lado el problema de las costas, que merecería un tratamiento especial al objeto de reforzar los pobres incentivos para litigar que se presentan en escenarios con externalidades positivas elevadas. Teniendo en cuenta que el litigante obra no solo en beneficio propio, sino en el de todos los accionistas, el problema de acción colectiva se exagera y solo puede combatirse con una regla de costas generosa, que no es ciertamente la prevista en el artículo 239.2 LSC. Nuestra propuesta es que las costas se impusieran siempre a la sociedad, supuesto que previamente se hubiese previsto un trámite judicial de admisión de la demanda con audiencia de la sociedad que habilitase al juez a rechazar *in limine* aquellas pretensiones que no gocen de un *fumus boni iuris* o en las que la sociedad demuestre que los intereses perseguidos por los litigantes son espurios (las razones que justifican esta solución se ofrecen en Paz-Ares (2007), pp. 56-57 y nota 60).

58 O, lo que es lo mismo, acreditar la negativa de los administradores a convocar la junta solicitada a tal fin o a iniciar las acciones acordadas por la junta en el plazo de un mes.

de celebrar una junta para interponer la acción de responsabilidad por infracción del deber de lealtad (artículo 239.1 II LSC), pero se ha equivocado al no rebajar suficientemente el umbral de legitimación preciso para ello. Es cierto que en esta materia la reforma debía acometerse con tiento, no fuera a ser que el remedio resultase peor que la enfermedad. El dilema al que nos enfrentamos en estos casos no es discreto —«todo o nada»—, sino gradual. Las «soluciones-esquina», como tantas veces ocurre en la experiencia jurídica, no son óptimas. En particular, debe huirse de una fórmula a la americana, que legitima a *cualquier accionista* (aunque solo tenga una acción) para entablar la acción social de responsabilidad por *cualquier causa* (aunque sea por infracción del deber de diligencia). Los riesgos de una fórmula de este tipo son muy elevados desde el momento en que abre enteramente las puertas a la litigación frívola, infundada o directamente abusiva, que tan perturbadora puede resultar para la vida corporativa. Hay que encontrar una solución intermedia y ponderada que logre el debido *trade-off* entre los costes de la litigación estratégica y los beneficios de la litigación justificada. Nuestra conjetura es que una solución de esa naturaleza pasa por ampliar más decididamente la legitimación —en línea, al menos, con la prevista en la propia ley para la impugnación de los acuerdos sociales: 1 % en las sociedades ordinarias y 0,1 % en las cotizadas (véase artículos 206.1 I y 495.2 b) LSC).⁵⁹ Pero esto no es lo que ha hecho la reforma en materia de responsabilidad. La legitimación sigue asociándose a la titularidad de un 5 % del capital en las sociedades anónimas ordinarias, aunque experimenta una pequeña rebaja —al 3 %— en las sociedades cotizadas (véase artículo 239.1 LSC en relación con los artículos 168 y 495.2 'a' LSC).

11.2. La otra pieza a la que debo aludir es *la obligación de transparencia integral sobre las transacciones* «interesadas». Cierto, los deberes de información tienen un alcance o, si se prefiere, un cometido normativo que excede el de facilitar la exigencia de responsabilidad. No obstante, me refiero a ellos en este contexto por entender que constituyen un instrumento fundamental para que los accionistas puedan hacerse activos judicialmente en el campo de la deslealtad. Hay que remover la opacidad que tradicionalmente ha rodeado las operaciones que plantean un conflicto de interés, debiendo recordarse a tal efecto: (i) que la publicidad de dichas operaciones ofrece a los accionistas la información que eventualmente pueden necesitar para litigar las violaciones del deber de lealtad;⁶⁰ (ii) que el simple hecho de tener que hacerlas públicas impedirá, sin más, que se realicen algunas transacciones interesadas y determinará que las que se realicen sean, en promedio, más equitativas para los accionistas minoritarios; y, (iii) que, mediando una obligación de transparencia, si una transacción interesada se oculta y más tarde es descubierta, será mucho más fácil exigir responsabilidades.

⁵⁹ Discuto otras posibilidades tal vez más apropiadas en Paz-Ares (2007, pp. 55-56).

⁶⁰ La experiencia demuestra, en efecto, que en innumerables ocasiones los accionistas que litigan infracciones del deber de lealtad (sea mediante acciones de impugnación de acuerdos o de exigencia de responsabilidad a los administradores) cobran conciencia de las conductas ilícitas o buscan apoyo para probarlas judicialmente en la información que proporcionan las cuentas anuales (son ilustrativos los hechos de, por ejemplo, la SAP Barcelona 1-X-2014, JUR 2014\283569 o la SAP Madrid 14-IX-2014, JUR 2014\292788).

Es cierto que nuestra legislación ya había dado pasos importantes para articular un mecanismo escalonado de transparencia de modo que la información vaya diseminándose progresivamente. Recordemos que ya están previstas (i) una obligación al administrador de comunicar al consejo de administración o, en su caso, a la junta la transacción interesada que él o una persona vinculada proyecte realizar con la compañía (la comunicación normalmente debe entenderse como una solicitud de autorización) (artículo 229.3 I LSC); (ii) una obligación al consejo de comunicarla al auditor externo, al comité de auditoría o de nombramientos y, en su caso, si reúne los requisitos del «hecho relevante», al regulador y los mercados; y, (iii) una obligación al consejo de consignar la información correspondiente, con el debido detalle, en la memoria anual (y también en la información periódica en el caso de las sociedades cotizadas), al objeto de que los accionistas reciban noticia suficiente sobre el «tráfico peligroso» (artículo 229.3 II LSC). La comunicación debe estar seguida de la verificación por los auditores externos, y aquí todavía queda algún camino por andar. El primer paso es que estos fiscalicen si efectivamente se han reflejado en la memoria todas las operaciones autorizadas; el segundo, que reporten a los accionistas sobre ellas; y el tercero —por el que aún habrá que esperar—, que investiguen si se han realizado operaciones no comunicadas ni autorizadas y valoren su razonabilidad. Como sugirió en su momento el profesor Bernard Black:

Los auditores externos de la sociedad deberían revisar anualmente toda operación vinculada que no sea insignificante y facilitar a los accionistas un informe identificando toda operación significativa y confirmando que, según su leal saber y entender, todas las operaciones que tengan que someterse a la aprobación por los administradores no interesados de la sociedad y por los accionistas no interesados de la sociedad, han sido aprobados de este modo. De ser posible, los auditores externos deberían informar además sobre si, a su juicio, las operaciones vinculadas no insignificantes se hicieron en términos equitativos y de mercado (*on arm's length terms*). A efectos prácticos, un requisito así aseguraría que los auditores fueran consultados antes de la conclusión de la operación, para cerciorarse [los administradores] de que estuvieran satisfechos con sus condiciones. Ello proporcionaría un control adicional sobre el carácter equitativo de las operaciones. (Black, Barry, O'Brien & Mooshin, 2001, p. 600)⁶¹

11.3. La última pieza relevante para facilitar el *enforcement* del deber de lealtad es la relativa a *la carga de la prueba*. Si una transacción interesada está saneada por la autorización del órgano competente para ello —el consejo o, en su caso, la junta (v. *supra* 9)—, debe entenderse que ya no estamos ante una transacción sospechosa sujeta al escrutinio severo del deber de lealtad, sino al más benigno del deber de

⁶¹ También puede resultar interesante la experiencia francesa a que se refiere el estudio de Bennouri, Nekhili y Touron (2014), comentado —en una versión anterior— por J. Alfaro (2013a). O la reciente propuesta de la Comisión Europea para la mejora del gobierno corporativo consistente en que las transacciones con partes vinculadas que superen un determinado umbral de valor —más del 1% de los activos de la sociedad— se anuncien públicamente acompañadas de un informe de un experto independiente sobre su *fairness*.

diligencia, aunque ciertamente en este caso la decisión no goza de la protección privilegiada que confiere la *business judgment rule*, según se desprende del artículo 226.2 LSC.⁶² La prueba de que en tales hipótesis los términos de la operación no son justos o equitativos para la sociedad corresponderá al demandante según los postulados de la *Normentheorie*, que atribuye a cada parte la carga de la prueba de los presupuestos de aplicación de la norma que le resulta favorable. A ella obedece la regla que recogía el venerable artículo 1214 CC, ahora alojada en el artículo 217.2 LEC: *ei incumbit probatio qui dicit, non qui negat*.

Ahora bien: cuando la transacción sospechosa no está saneada por el correspondiente procedimiento de autorización, debe entenderse que la sospecha subsiste o persiste *in re ipsa*. Y siendo así, no quedará más remedio que imponer la carga de la prueba al administrador. A éste incumbirá deshacer la apariencia creada por el conflicto de interés y demostrar cumplidamente la razonabilidad de la transacción, tanto en el aspecto procesal (cómo se ha llevado a cabo la negociación y estructuración), como en el material (precio y demás condiciones): *fair dealing* y *fair pricing*. Si no lo hace cumplidamente —es decir, rotundamente—, deberá presumirse que ha infringido el deber de lealtad (artículo 217.2 LEC). El objetivo no es tanto contrarrestar la posición informativamente asimétrica en que se encuentra el accionista cuanto la de reflejar en la propia norma probatoria el carácter potencialmente peligroso de dichas transacciones y elevar así la eficacia preventiva de la responsabilidad de los administradores para que episodios como el relatado en el caso Equitek no se prodiguen (v. *supra* 3). El conocido *entire fairness test* de la jurisprudencia americana no es más que un precipitado de todo esto.

De iure condendo propusimos en su momento la incorporación a la ley de una regla expresa del siguiente o parecido tenor: «en caso de duda acerca del cumplimiento del deber de lealtad, la carga de la prueba corresponde al administrador».⁶³ Hoy estimamos que, en rigor, no es necesaria. Se infiere —como diría un escolástico— de la propia «naturaleza de las cosas». La sospecha es, en efecto, inherente al conflicto de interés. En todo caso, si se estimara necesario un fundamento positivo

62 La razón por la que el legislador ha sustraído este caso a la protección privilegiada de la discrecionalidad empresarial prevista en el artículo 226.1 LSC descansa seguramente en la valoración, empíricamente justificada, de que los lazos de amistad y colegialidad que normalmente median entre los miembros del consejo pueden introducir sesgos en las decisiones incluso de personas honestas y/o generar el riesgo de que se estructuren dinámicas guiadas por la norma de reciprocidad («hoy por ti, mañana por mí») e incluso *back-scratching arrangements*. Todos estos supuestos responden al paradigma del *sesgo estructural* y reflejan la existencia de un test intermedio de control entre el más benigno de la diligencia y el más riguroso de la lealtad. El «sesgo estructural» da lugar a una forma de conflicto distinta del conflicto de interés propio o específico del derecho de la deslealtad corporativa. Se refiere generalmente al prejuicio que los miembros del consejo pueden tener a favor de sus colegas derivados de su propio proceso de selección y socialización, del vínculo cultural común, etcétera.

63 Véase Paz-Ares (2007, pp. 87-88). Para un análisis más detenido del fundamento económico de esta propuesta, véase Cooter y Freedman (1991, pp. 1055-1056 y pp. 1069-1071); ver también, Hay y Spier (1997, pp. 413 y ss.). La regla en cuestión reproduce casi *ad pedem litterae* el inciso final del artículo 77 de la LOPTV argentina, tal y como quedó redactado a raíz de la reforma de 2001. La norma argentina, por su parte, replica en el ámbito de la deslealtad la norma establecida con carácter general, incluyendo por ende los casos de negligencia, por el § 93 (2) de la *Aktiengesetz* alemana.

para la inversión del *onus probandi*, este podría encontrarse en la aplicación analógica de la regla prevista en el artículo 190.3 LSC para los conflictos de interés en la junta, con arreglo a la cual, en tales casos, «corresponderá [...] al socio o socios afectados por el conflicto la carga de la prueba de la conformidad del acuerdo al interés social».

12. El precio de la deslealtad

Por último, he de referirme a las *insuficiencias sancionatorias*. La política de rigor o severidad en el tratamiento de la deslealtad corporativa que ha guiado el trabajo de la Comisión de Expertos y luego ha hecho suya el legislador obligaba también a meter el bisturí en este plano de la normativa relativa al deber de lealtad agravando las sanciones civiles previstas en nuestras leyes, que tradicionalmente se han limitado a establecer la obligación de reparar los daños. La lógica de esta pieza en la arquitectura de la nueva regulación se descubre con facilidad desde la óptica de la teoría económica de las sanciones, que —en síntesis extrema— se asienta sobre la relación inversa entre probabilidad de detección y magnitud de la sanción, a efectos de lograr la disuasión o prevención óptima. Bajo esta perspectiva y partiendo de la premisa indiscutible de que de ordinario las contravenciones del deber de lealtad se efectúan de manera discreta y por medio de estructuras creativas dotadas de un propósito empresarial plausible («mixed purposes»), se comprende sin esfuerzo que el potencial preventivo de la amenaza de tener que abonar solamente los daños infligidos a la sociedad puede ser insuficiente, máxime si se incorpora al cálculo la dificultad de probarlos y cuantificarlos. Por ello, con el fin de compensar la menor probabilidad de detección de los casos de *misappropriation*, resultaba conveniente elevar el volumen de la sanción. La vía seguida ha consistido en obligar al administrador responsable no solo a reparar el daño causado, sino también a devolver el beneficio que le haya procurado la violación de su deber de lealtad (artículo 227.2 LSC). De este modo —sumando la restitución del lucro propio a la indemnización del daño ajeno— se logra, en efecto, el fin deseado, que es elevar el precio de la deslealtad.⁶⁴

A decir verdad, resulta extraño que nuestra legislación tradicional de sociedades anónimas y, en general, la de los ordenamientos de nuestro entorno continental,

⁶⁴ Este es un lugar común en la literatura especializada: ver la excelente síntesis de Sitkoff (2011, pp. 1048-1049). Conviene observar, por otro lado, que en el cálculo del daño no se resta el lucro. Y añadir además que, en nuestro derecho, no opera el principio *compensatio lucri cum damno*, según se desprende del artículo 1686 CC (véase Paz-Ares (1991, pp. 1427-1428) y Pantaleón (1991, pp. 1989-1990), dentro de la misma obra). En otros casos, podremos llegar a soluciones igualmente disuasorias para el administrador desleal a través de la doctrina de la restitución en casos de contratos con causa ilícita. Si el administrador ha vendido un bien de la sociedad a su hermana o a su cuñado por un precio irrisorio, estos —cuya mala fe y torpeza puede presumirse fácilmente— quedarán obligados a restituir a la sociedad el bien —o su valor tasado o realizado o el crédito que por ese motivo tengan contra un tercero (artículo 1186 CC)—, pero la sociedad no tendrá que devolverles el precio recibido (artículo 1305 CC).

no hayan reparado en esta exigencia, que dicta el sentido o la intuición común. El *Informe Aldama* ya se había hecho eco de ello de manera elocuente:

[...] en los casos de violación de los deberes de lealtad se producen situaciones especialmente frustrantes desde el punto de vista de los inversores y de la opinión pública cuando las medidas legales adoptadas respecto del administrador infiel no consiguen la devolución de las cantidades con que se han enriquecido ilícitamente. La Comisión entiende que este tema excede del mandato recibido, pero no puede dejar de expresar su preocupación al respecto y su deseo de que esta situación sea tratada adecuadamente.

La explicación de la anomalía ha de buscarse, una vez más, en el diseño del entero régimen de responsabilidad de los administradores sobre el modelo o patrón de las faltas de negligencia.⁶⁵ No se diga por ello —como he oído decir a algún comentarista— que la anomalía está en la previsión de devolución del lucro que ahora incorpora la reforma. No se trata de ninguna importación de una institución anglosajona —el llamado *disgorgement*— alejada o extraña a nuestra tradición continental. Siempre he pensado que, a pesar del clamoroso silencio de la legislación sobre sociedades de capital, nuestros sistemas de derecho privado ofrecen base más que suficiente para extender el aparato sancionatorio de la doctrina del enriquecimiento injusto a las hipótesis que nos ocupan. Desde luego, la extensión se revela francamente hacedera en el derecho español, como viene poniendo de relieve la doctrina especializada, cuyos esfuerzos durante estos últimos años se han dirigido a buscar las vías para obligar al administrador infiel a repatriar a la sociedad el beneficio que haya podido conseguir mediante la violación de sus deberes de lealtad. Desde el punto de vista jurídico-positivo, el camino se ha encontrado a través de la aplicación analógica a todas las violaciones del deber de lealtad (operaciones vinculadas, oportunidades de negocios, *insider trading*, etcétera) de las reglas contenidas en los artículos 1683 CC y 136 C de C, que disponen la restitución del lucro en el caso de violación por el socio de su obligación de no competencia, una obligación que, como es bien sabido —y ahora hace explícito el artículo 229 LSC—, tiene su norma matriz en el deber general de fidelidad.⁶⁶

El fundamento dogmático se halla en la propia naturaleza gestoria de la relación que une al administrador con la sociedad y, en definitiva, en la doctrina del mandato (a este propósito se revelan especialmente significativos los artículos 1720 CC

⁶⁵ Es revelador también a este respecto el caso Equitek referido en su momento (v. *supra* 3). Los socios demandantes reclaman al administrador desleal que devuelva a la sociedad las remuneraciones recibidas de Agora por la prestación de los servicios que habría prestado la sociedad si no hubiera rescindido el contrato. El Tribunal Supremo estima, como hemos visto, que no procede la responsabilidad del demandado porque no está probado que haya actuado desleal y maliciosamente. No obstante, precisa que, incluso aunque fuese así, no procedería la devolución del lucro obtenido. La sociedad —señala claramente— solo puede reclamar la reparación del perjuicio sufrido y el beneficio obtenido por el administrador no puede “considerarse correlativo” a él (STS 16-VI-1992, RJ 1992/5315).

⁶⁶ Véase, en la literatura más reciente, Ribas Ferrer (2010, p. 695 y ss.) e *ibi* más indicaciones doctrinales.

y 135 C de C). Contra lo que a menudo se piensa, debe aclararse que lo que se recibe en virtud del mandato y no es debido al mandante incluye tanto los pagos de lo indebido realizados por el tercero al mandatario (que han de ser traspasados al mandante porque la acción de restitución del tercero la ostenta frente a él en virtud del efecto representativo directo indirecto del mandato) como las ventajas indebidamente percibidas en el curso de la realización del encargo. Ambos aspectos van unidos y pueden explicarse por la misma idea discursiva del *single owner*, que es una manera de pensar el resultado de los arreglos negociales entre personas separadas en un mundo con costes de transacción cero y, por tanto, de argumentar o justificar las reglas jurídicas que deben estructurar esas relaciones en el mundo real al objeto de maximizar los resultados de la cooperación.⁶⁷ Pues bien: en nuestro caso, este experimento mental exige eliminar de la ecuación al mandatario e imaginar que mandante y mandatario son, en realidad, una misma persona, el principal: «*Lorsqu'il exécute son mandat, le mandataire est le mandant*», decía un civilista clásico (Page, 1952, p. 416). Y si se hace así, resulta claro que el agente tiene que restituir al principal —en nuestro caso, a la sociedad— todo el provecho que haya obtenido, lícita o ilícitamente, en el curso de la realización del mandato. La idea se aprecia intuitivamente en el caso de que el administrador se haya aprovechado de una oportunidad de negocio de la sociedad o haya percibido ventajas patrimoniales de un tercero asociadas al desempeño de su cargo, pero vale para toda la tipología de la deslealtad. Por todo ello, difícilmente puede sostenerse que la devolución del enriquecimiento a consecuencia de la violación de los deberes de lealtad es «una planta exótica que no puede florecer en el suelo patrio».⁶⁸

Finalmente, no hace falta decir que, al lado de las sanciones propias del sistema de responsabilidad a que acabo de hacer referencia, subsisten los remedios generales contra los actos desleales que procedan en cada caso: (i) acciones de impugnación, dirigidas a obtener la anulación de un acuerdo del consejo o, en su caso, de la junta general que contradiga los deberes de lealtad de los administradores o accionistas de referencia (normalmente habrá de instrumentarse a través del concepto de infracción del «interés social», cuya fenomenología extiende ahora la reforma a la lesión injustificada del interés del accionista minoritario (véase artículo 204.1 II LSC);⁶⁹ (ii) acciones de nulidad, encaminadas a obtener la anulación de concretos negocios o contratos que hayan sido celebrados contraviniendo las reglas derivadas del deber de lealtad; y, (iii) acciones de cesación y remoción, cuya finalidad es obtener del juez una resolución que ordene el cese de actividades prohibidas por el deber de lealtad —por ejemplo, una actividad competitiva— o la remoción de los efectos causados por ellas (artículo 1098 CC *in fine*). Esto, que parece de cajón, no siempre se ha admitido en nuestra experiencia jurídica.⁷⁰ Por ello ha de saludarse

67 Es referencia inexcusable en este punto el trabajo de Epstein (1993, pp. 553 y ss.), especialmente pp. 556-557.

68 Para una mayor elaboración de estas ideas, véase Paz-Ares (2013, pp. 103 y ss.).

69 También caben, como es natural, otras acciones societarias cuando estén específicamente previstas en la ley o los estatutos: por ejemplo, la exclusión como socio del administrador que haya infringido su obligación de no competencia (véase artículo 350 LSC).

70 La tesis tradicional de la jurisprudencia sostenía más bien lo contrario, a saber: que los socios no

positivamente la inclusión en la reforma del nuevo artículo 232 LSC, una suerte de recordatorio para desmemoriados.

La procedencia de estas acciones es indiscutible. Cuestión distinta es cómo deben coordinarse sus presupuestos sustantivos y procesales con las acciones más genuinamente societarias. La complejidad que reviste el tema me impide tratarlo de manera mínimamente completa. No estará de más, sin embargo, plantear una distinción entre infracciones del deber de lealtad meramente tipológicas (por ejemplo, aquellas derivadas de operaciones que no siguieron los cauces procedimentales previstos para su aprobación) e infracciones del deber de lealtad sustantivas, cuya ilicitud se irradia a la causa del contrato. En las primeras, entiendo que los remedios generales no pueden ser ejercitados al margen de los requisitos de legitimación y plazo que marca la legislación societaria (por ejemplo, puede instarse la anulación del contrato junto a la exigencia de responsabilidad de los administradores en el bien entendido de que la anulación de la operación con el propio administrador o persona vinculada constituye una vía de resarcimiento *in natura*).

En las segundas, en cambio, los remedios generales pueden hacerse valer autónomamente, lo que determina la posibilidad de que una operación —imagínese el caso grueso o burdo de la venta del principal activo social a una sociedad perteneciente a los propios administradores a cambio de un precio ridículo ilustrado por la sentencia que inmediatamente citaré— pueda ser anulada por un socio minoritario, aunque no esté legitimado para impugnar el acuerdo o para exigir responsabilidad de los administradores. El fundamento último de todo ello radica en el reconocimiento general de legitimación para entablar la acción de nulidad por causa ilícita a cualquier tercero que tenga un interés legítimo, y es obvio que el socio lo tiene, como certeramente ha establecido la reciente STS 8-IV-2013 (RJ 2013\4597): «Este interés jurídico de la socia demandante no se agota en la legitimación para una eventual acción de responsabilidad contra la administradora por el perjuicio causado a la sociedad [...], sino que alcanza también a la acción de nulidad por inexistencia de causa o ilicitud del negocio».⁷¹ La doctrina de esta sentencia y el cambio de orientación de la jurisprudencia que supuso resultaron confirmados, semanas antes de ser asumidos en la ley de reforma, por la STS 23-IX-2014 (RJ 2014\5044).

13. Consideración final

Termino. «Si la honestidad no fuera un deber, sería un cálculo», decía Emilia Pardo Bazán por boca de un personaje de los *Cuentos de Marineda*. Pues bien: la misma

pueden utilizar los remedios *generales* del derecho de obligaciones para instar la nulidad de un contrato celebrado en violación del deber de lealtad o para solicitar la cesación de un comportamiento desleal, todo ello bajo el entendimiento de los socios solo tienen a su disposición los *remedios especiales* del derecho de sociedades (básicamente, impugnación de acuerdos y exigencia de responsabilidad a los administradores), sujetos a sus requisitos específicos de plazo y legitimación, entre otros. Son representativas en esta dirección las STS 5-XI-1997 (RJ 1997\7933) y STS 21-XI-1997 (RJ 1997\8095); v. también STSJ Navarra 16-III-2000 (RJ 2000\6114) y STSJ Navarra 19-II-2003 (RJ 2003\4446).

71 De la sentencia se ocupa con lucidez Alfaro (2013b).

lección o conclusión saco yo de estas reflexiones: si la lealtad no fuera un deber, sería, en efecto, un cálculo; un cálculo —añadiría— puramente capitalista para incrementar el retorno de la inversión. Los propios *insiders* como categoría resultarían también beneficiados de su más eficaz implantación y *enforcement* al ver incrementado el valor de mercado de sus participaciones y rebajado el coste de capital de sus empresas. Y es que cualquier reducción de ese casi obsceno descuento del 18,5 % con que cotizan en nuestros mercados las acciones sería una magnífica noticia para todos.⁷²

72 Si este resultado se alcanza en alguna medida, la ley habrá servido para mitigar o moderar los efectos perversos de la acción colectiva que tan eficazmente ejemplifica el dilema del prisionero. Colectivamente a todos interesa que el mercado en su conjunto se someta a mayor disciplina (de ese modo se incrementa la valoración de todas las acciones que cotizan en él). Individualmente, sin embargo cada uno puede sentir la tentación de sustraerse a la disciplina, pues actuando así captura todo el beneficio de su acción y externaliza el coste, casi todo el coste. La ley puede cumplir una vez el papel de coordinar la racionalidad individual y la racionalidad colectiva (para proseguir esta reflexión, en términos ciertamente poco optimistas, véase el ya citado trabajo de Enriques (2014). Mi mayor confianza o esperanza tal vez se deba a una disposición de la voluntad más que de la inteligencia. Soy de los piensan que «el optimismo es una obligación moral» (Axel Honneth).

Bibliografía

Abeltshauer, T. (1990). *Leitungshaftung im kapitalgesellschaften*. Köln-Berlin-Bonn-München.

Alexander, L., & Sherwin, E. (2001). *The rule of rules. Morality, rules and the dilemmas of law*. Durham-London: Duke University Press.

Alfaro, J. (9 de junio de 2013a). *Calidad de la auditoría externa, reputación del auditor y transacciones vinculadas*. Recuperado de *Derecho Mercantil*: <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2013/06/calidad-de-la-auditoria-externa.html>

Alfaro, J. (1 de julio de 2013b). *Las transacciones vinculadas que no cumplan los requisitos de independencia, transparencia y equidad son nulas*. Recuperado de *Derecho Mercantil*: <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2013/07/las-transacciones-vinculadas-que-no.html>

Alfaro, J. (16 de junio de 2014a). *¿A quién deben lealtad los administradores sociales?* Recuperado de *Derecho Mercantil*: <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2014/06/a-quien-deben-lealtad-los.html>

Alfaro, J. (1 de julio de 2014b). *La reforma del gobierno corporativo de las sociedades de capital*, XIII. Recuperado de *Derecho Mercantil*: https://derechomercantilespana.blogspot.com/2014/07/la-reforma-del-gobierno-corporativo-de_7897.html

American Law Institute. (1994). *Principles of corporate governance del American Law Institute*, vol. I. St. Paul, Minn: American Law Institute Publishers.

Bennouri, M., Nekhili, M., & Touron, P. (2014). *Does auditors' reputation discourage related-party transactions? The French Case*. Disponible en ssrn.com

Black, B., Barry, M., O. T., & y Mooshin, Y. (2001). Corporate governance in Korea at the millennium: enhancing international competitiveness (Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea). *Journal of Corporation Law*, vol. 26.

Calsamiglia, A. (2000). *Cuestiones de lealtad*. Buenos Aires-Barcelona-México : Paidós.

Clark, R. (1986). *Corporate Law*. Boston-Toronto.

Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo. (14 de octubre de 2013). Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas. Madrid. Recuperado de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CEGC_EstModif_20131014.pdf

Cooter, R., & Freedman, B. J. (1991). The fiduciary relationship: its economic character and legal consequences. *New York University Law Review*, vol. 66.

Demsetz, H. (1986). A commentary on liability rules and the derivative suit in corporate law. *Cornell Law Review*, 0

Djankov, S., La Porta, R., López de Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, vol. 88.

- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, vol. 59.
- Enriques, L. (2002). Do corporate law judges matter? Some evidence from Milan. *European Business Organization Law Review*, vol. 3.
- Enriques, L. (2003). Off the books, but on the record: evidence from Italy on the relevance of judges to the quality of corporate law. En C. J. Milhaupt (Ed.), *Global, markets, domestic institutions: corporate governance in a new era of cross-border deals*. New York.
- Enriques, L. (2014). *Related party transactions: policy options and real-world challenges (with a critique of the European Commission Proposal)*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2505188>
- Epstein, R. (1997). *Simple rules for a complex world*. Harvard: Harvard University Press.
- Epstein, R. A. (1993). Holdouts, externalities, and the single owner: one more salute to Ronald Coase. *Journal of Law & Economics*, vol. 36.
- Fernández-Armesto, J. (1998). Las OPAs y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia. *Revista de Derecho Mercanti*, 227.
- González-Meneses, M. (2015). La reforma de la Ley de Sociedades de Capital y la función notarial. *El Notario del Siglo XXI*(59).
- Hay, B. L., & Spier, K. E. (1997). Burdens of proof in civil litigation: an economic perspective. *Journal of Legal Studies*, vol. 26.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez de Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, vol. 90, 22-27.
- Kaplow, L. (1995). A model of the optimal complexity of legal rules. *Journal of Law Economics & Organization*, vol. 11.
- Mateu de Ros, R. (2007). *El código unificado de buen gobierno*. Madrid.
- Mertens, H. J. (1986). Organhaftung. En D. Feddersen, P. Hommelhoff & U. H. Schneider, *Corporate governance*. Köln.
- Page, H. (1952). *Traité élémentaire de droit civil belge*. vol. V. Bruxelles.
- Pantaleón, F. (1991). Comentario artículo 1902. En C. Paz-Ares, L. Díez-Picazo, R. Bercovitz & P. Salvador, *Comentario del Código Civil*, vol. II. Madrid.
- Paz-Ares, C. (1991). Comentario del artículo 1686. En C. Paz-Ares, L. Díez-Picazo, R. Bercovitz & P. Salvador, *Comentario del Código Civil*, vol. II. Madrid.
- Paz-Ares, C. (1997). ¿Cómo hacemos y cómo entendemos el derecho de sociedades? En C. Paz-Ares, *Tratado de la sociedad limitada*. Madrid.
- Paz-Ares, C. (2003). El enforcement de los pactos parasociales. *Actualidad Jurídica UM*, 5.
- Paz-Ares, C. (2007). *Responsabilidad de los administradores y gobierno corporativo*. Madrid: Fundación de Estudios Registrales.

- Paz-Ares, C. (2010). Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo. En *Estudios de Derecho Mercantil en memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés*. Madrid: Civitas-Thomson Reuters.
- Paz-Ares, C. (2013). La anomalía de las retribuciones externas de los administradores: hechos nuevos y reglas viejas. *Revista de Derecho Mercantil*, 290.
- Ribas Ferrer, V. (2010). *El deber de lealtad del administrador de sociedades*. Madrid.
- Sánchez Calero, F. (2014). *Principios de derecho mercantil*. Tomo I. 19.^a edición, revisada por J. Sánchez Calero Guilarte. Madrid: Thomson Reuters Aranzadi.
- Schauer, F. (1991). *Playing by the rules*. Oxford: Oxford University Press.
- Sitkoff, R. H. (2011). The economic structure of fiduciary law. *Boston University Law Review*, vol. 91.
- Stout, L. (2011). *Cultivating conscience. How good laws make good persons*. Princeton: Princeton University Press.
- Sunstein, C. R. (1996). On the expressive function of law. *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 144.
- Uría, R., & Menéndez, A. (2006). *Curso de derecho mercantil*. 2.^a edición. Madrid: Civitas.
- V. Kaplow, L. (1997). Rules versus standards: an economic analysis. *Duke Law Journal*, vol. 42.
- Vicent Chuliá, F. (2011). Grupos de sociedades y conflictos de intereses. *Revista de Derecho Mercantil*, 280.
- Vives, F. (2015). Los conflictos de intereses de los socios con la sociedad en la reforma de la legislación mercantil. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 137.
- Williamson, O. (1989). *Las instituciones económicas del capitalismo*. México: Fondo de Cultura Económica.

Deber de cuidado de directores de sociedades anónimas y la «regla del juicio de negocios»

Enrique Alcalde Rodríguez

La primera y principal actividad que han de realizar los directores consiste en administrar las compañías cuya gestión se les ha encomendado. Y «administrar», en general, es regir, gobernar y dirigir los negocios de una sociedad o de una persona.

De una forma más concreta, bien precisa la doctrina que administrar supone una actividad dirigida a la preservación, conservación y explotación de un bien concreto o un patrimonio, procurando obtener su máximo rendimiento económico, mediante el mínimo deterioro de los bienes administrados. Siendo así, la administración de sociedades a la que debe dirigirse la actividad de sus administradores consiste fundamentalmente en dirigir y armonizar las actividades de la empresa, según unos criterios de eficacia técnica y obtención del máximo beneficio.

Se destaca, en este sentido, que a falta de regulación concreta, cabe entender que la conducta de los directores al frente de la administración social debe ceñirse a la prudencia, a la previsión y a la eficacia. «Prudencia» en los negocios que emprende, evitando operaciones que sobrepasen el riesgo que suele ser admisible en la actividad desarrollada por la sociedad; «previsión», concebida como la determinación anticipada, para un término más o menos largo, de ciertas variables económicas; y «eficacia» que, aplicada a una persona, implica la facultad de ser activa y resolutiva en el desempeño del cargo o actividad que desarrolla. En este contexto, y con el fin de aprehender el modelo de conducta que debe adoptar en su actuación un administrador «diligente», al no hallarse esta normada en términos exhaustivos, se ha entendido que tiene una serie de deberes que pueden concretarse en obligaciones tales como: (i) deber de vigilancia, o *in vigilando* de la actividad empresarial, tanto del personal que presta sus servicios en la empresa como de todas las actividades y negocios a que esta se dedica; (ii) deber *in eligendo*, vinculado al anterior, consistente en elegir a las personas adecuadas y aptas para la actividad a las que se dedicarán en la empresa; (iii) deber de informarse antes de concertar cualquier negocio o antes de adoptar cualquier decisión con efectos económicos o de cualquier tipo sobre la actividad empresarial; y, finalmente, (iv) deberes también de prever, organizar, coordinar, ordenar, controlar e investigar, entre otros. En síntesis, actuar como un administrador societario diligente supone observar el debido cuidado en todos los ámbitos de la actividad empresarial, tanto *ad intra* (relaciones internas) como *ad extra* (relaciones externas), relacionándose en estas con otros especialistas que serán los administradores de las sociedades con que contrate (Ferrán, 2004, pp. 1 y ss.).

Con todo, cabe consignar que la valoración sobre la conducta del administrador debe hacerse teniendo en cuenta la información con la que contaba este al adoptar su decisión, sin considerar, por ende, aquellos antecedentes que son obtenidos al realizar una visión *ex post* de la situación, así como el hecho de que el contenido del deber y el grado de diligencia exigido variará dependiendo de distintos elementos. Entre estos, la dimensión de la sociedad, las actividades que integren su objeto social, el volumen y la complejidad de los negocios, la urgencia con la que hayan debido ser tomadas las decisiones o la estructura del órgano de administración. De igual modo, los directores deben desempeñar sus funciones «en el modo en el que razonablemente crea que se persiguen mejor los intereses de la sociedad».

Acorde con el objetivo o fin de toda sociedad, tal criterio apunta a que los directores deberán actuar con miras a la creación o maximización de valor para los accionistas a mediano y largo plazo (Guerra, 2003, p. 426), para cuyo efecto nos remitimos a lo ya dicho por nosotros en otras publicaciones acerca de la trascendencia y efectos de la noción signada como «interés social».¹

En lo que dice relación con nuestro propio ordenamiento jurídico, no existe un criterio uniforme a la hora de determinar cuál es el grado o nivel de cuidado o diligencia exigible a los directores. Así, por ejemplo, algunos apuntan que los artículos 41 y 133 de la Ley de Sociedades Anónimas consagran regulaciones diversas, por lo que establecer el ámbito de cada una de estas reglas es decisivo, aun cuando, según se advierte, no existe acuerdo en doctrina acerca de cuál de estas dos normas tiene carácter general frente a la otra.

Conforme a esta opinión, el artículo 41 inciso primero, ubicado en el título IV, «De la administración de la sociedad», establece el estándar de diligencia al que se encuentran sometidos los directores —culpa leve— y les impone solidaridad «por los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas y culpables». De este modo, dicho precepto regularía las que podemos llamar «relaciones internas» de la sociedad y, por tanto, solo sería aplicable a las relaciones entre los directores y la sociedad o accionistas.

El artículo 133 de la Ley de Sociedades Anónimas, por su parte, ubicado en el título XIV, «De las responsabilidades y las sanciones», impone responsabilidad «por infracción de normas legales y reglamentarias», sin exigir de forma explícita un estándar de diligencia, y estableciendo, en concepto de esta posición, un régimen de responsabilidad por culpa presunta (Lagos, 2005, pp. 86-87).

A nuestro juicio, trátase en ambas disposiciones del mismo estándar de diligencia, constituido por «aquel cuidado que los hombres ordinariamente emplean en sus negocios propios» y que, por lo mismo, hace responsables a los directores hasta de la culpa leve.

En efecto, pensamos que no es posible inferir que el artículo 133 de la Ley de Sociedades Anónimas, a diferencia de lo que ocurriría con su artículo 41, establezca un régimen de «culpa presunta». Y no lo estimamos así dado que, de ser ese el caso, carecerían por completo de sentido aquellas disposiciones que la misma ley contempla a efectos de presumir la culpa de un director (*v. gr.*, artículos 44 y 45).

1 En este sentido puede verse Alcalde (2013).

Asimismo, no estimamos acertada la opinión antes expuesta en cuanto reduce el ámbito de aplicación del artículo 41 a las «relaciones internas» de la sociedad, entendiéndose por tales las existentes entre los directores y la sociedad o accionistas. Ello por cuanto el artículo 133 también —y de manera expresa— confiere la titularidad de la acción de perjuicios a los accionistas y no solo a los terceros.

Por otra parte, si nos preguntamos por la forma o manera en que debe ser apreciada la culpa imputada a un director, es decir, si en abstracto o en concreto, no dudamos en inclinarnos por la primera modalidad. Por lo demás, sea que nos hallemos en el ámbito de la responsabilidad contractual o cuasidelictual civil, este parece ser el criterio prevaleciente.

Alessandri (1943), siguiendo en esta parte, y de un modo explícito, la doctrina de los hermanos Mazeaud, expresa que el juez debe comparar la conducta del agente «con la que habría observado un hombre prudente de idéntica profesión u oficio colocado en el mismo lugar, tiempo y demás circunstancias externas de aquel», sin que pueda, en caso alguno, atender a circunstancias internas (*v. gr.*, «grado de educación o instrucción») (p. 174).

Con referencia a la apreciación de la culpa en abstracto, escribe Abeliuk (1971) que «se compara la actitud del agente a la que habría tenido en el caso que ocasiona daño una persona prudente expuesta a la misma situación; o sea, se adopta un tipo ideal y se determina cómo habría éste reaccionado»; agregando que en nuestra legislación es indudable que se sigue este criterio (p. 145).

Corral (2003), por su parte, expresa que la culpa «debe apreciarse en abstracto, esto es, comparando la conducta del agente con la que habría observado un hombre prudente, el “buen padre de familia”, que es el paradigma de un hombre medio cuidadoso que utiliza el artículo 44» (p. 212).

Más recientemente, Barros (2006) señala que «la determinación de la negligencia se efectúa sobre la base de un estándar de conducta objetivo, que excluye del análisis las circunstancias personales más precisas del autor del daño. La consecuencia de esta consideración objetiva de la culpa es la abstracción del estándar de cuidado» (p. 84).

En conclusión, la apreciación de la culpa de un director debe efectuarse en abstracto, conforme al criterio del «buen padre de familia» (y no de un experto, a diferencia de lo que exigen legislaciones como la alemana). En este caso, y parafraseando a los Mazeaud (1960, p. 116), podemos sintetizar la fórmula en lo siguiente: el análisis debe hacerse recurriendo a un «tipo» que debe ser situado en las mismas «circunstancias externas» en que se encuentre el demandado, preguntándonos no en lo que habría hecho un director de sociedades anónimas prudente, sino que en lo que habría hecho —empleando el cuidado y diligencia ordinario o mediano— un director prudente situado en las mismas circunstancias concretas del hecho materia de juzgamiento.

Ahora bien: a nadie escapará el hecho de que, en muchas ocasiones, las decisiones de los administradores revisten una considerable complejidad, siendo adoptadas por estos en situación de riesgo y frecuentemente disponiendo de un escaso

margen de tiempo para poder decidir.² Se suma a ello el hecho de que los jueces, en general, carecen de los conocimientos teóricos y experiencia práctica sobre la gestión empresarial. De ahí que la posibilidad de reconstruir *a posteriori* lo ocurrido presenta considerables dificultades, atendidas las numerosas variables que es preciso considerar (Díaz, 2004, p. 230).

Se agrega a lo dicho el que la obligación que asumen los administradores al aceptar el cargo no es la de asegurar el éxito económico de la empresa, pues ello los convertiría en responsables de los acontecimientos perjudiciales que exceden la diligencia exigible, sino la de desempeñar sus funciones cumpliendo los deberes impuestos por las leyes y los estatutos en procura de satisfacer el interés social. Y para ello, a diferencia de lo que acontece con otro tipo de actividades, no existe propiamente una *lex artis* a la cual los tribunales puedan recurrir para valorar en concreto si un director, al adoptar determinada decisión, en el contexto de riesgo mercantil que rodea a la empresa, se adecuó o no al modelo de conducta que le impone la ley (Beltrán, 2009, p. 30).

Por lo mismo, el juicio de diligencia no puede realizarse sobre el resultado de la decisión o actuación,³ sino sobre la oportunidad o razonabilidad de su adopción en ese momento determinado, y ello aun cuando el resultado haya sido desastroso (Hamilton, 1997, p. 426). Sucede que, en definitiva, debe distinguirse el riesgo de empresa del riesgo de una gestión negligente, siendo solo imputable a los administradores el daño derivado del segundo (Morrillas, 2002, pp. 367-368).

Como bien apunta Díez-Picazo, la prestación puede entenderse en dos sentidos: (a) como comportamiento efectivo del deudor que se confunde con el propio cumplimiento de la obligación, y (b) como plan o proyecto ideal contemplado inicialmente por las partes cuando nace la relación obligatoria y que se aspira que se haga realidad en un momento posterior.

Para el jurista español, «este plan o proyecto es el verdadero objeto de la obligación y no la cosa o el hecho sobre la que recae; plan o proyecto que en su ejecución se integra por la diligencia que, por un lado, sirve para determinar pormenorizadamente su contenido y, por otro, impone al deudor una serie de deberes accesorios que tienen por objetivo la actividad previa necesaria para promover e impulsar la prestación y la satisfacción» (citado por Vidal, 2007, p. 45). En la misma línea, y entre nosotros, Vidal (2007) hace ver que «la diligencia promotora del cumplimiento consiste en toda la actividad necesaria para que la prestación —

2 En la ciencia económica, Herbert Simon fue pionero en la investigación sobre la forma en que deben tomarse decisiones en organizaciones económicas complejas. Su obra más celebrada es *Administrative behavior: a study of decision-making processes in administrative organization* (1947), en la que, en contra de la concepción clásica sobre la existencia de unos responsables en tomar decisiones que conocen todas las opciones, elabora un modelo o proceso racional de adopción de decisiones «satisfactorias». El concepto «satisfactorio», «suficiente» o «racional» utilizados por Simon es, a nuestro juicio, y de acuerdo con la literatura relevante, perfectamente homologable a «la diligencia que un hombre emplea ordinariamente en sus propios negocios» (León, 2011, pp. 9 y ss.).

3 En este sentido, numerosa literatura se ha encargado de precisar los riesgos que conlleva que el juzgador, que ya conoce el resultado de una determinada conducta, se vea tentado a prescindir de las circunstancias reales y concretas existentes al momento de adoptar la decisión para realizar exclusivamente un juicio *ex post*.

contemplada inicialmente como un proyecto ideal— se convierta en una realidad» (pp. 46-47).

Siguiendo en esta parte la opinión del profesor Rodríguez Grez, ocurre, pues, que la «obligación» debe ser visualizada como un «deber de conducta típica referido a una prestación», es decir, la obligación supone observar una conducta descrita o tipificada en la ley tanto en cuanto a su eficacia como respecto del cuidado, actividad y diligencia que han de desplegarse para satisfacerla.

En otras palabras, toda obligación está regulada en la ley, en términos tales que se impone al deudor un cierto grado de diligencia, mediante la configuración de la responsabilidad con culpa (grave, leve o levisima, si es contractual; o, en nuestro concepto, leve, si es extracontractual), describiéndose así el comportamiento que debe observar el deudor y el grado de cuidado y eficacia que debe imprimir en el desarrollo de la conducta debida.

Por ello, el deudor no asume una obligación para satisfacerla «objetivamente», siempre y sin excusa posible. Él solo responde si su comportamiento no se ajusta a la diligencia y actividad que le impone la ley o la convención. Por lo mismo, no hay obligación alguna en el derecho que no lleve aparejada, como la sombra al cuerpo, un determinado nivel de eficiencia (diligencia), la cual forma parte de la obligación misma. Y es también por ello que no hay obligaciones objetivas —que siempre deban cumplirse y en cualquier evento—, sino obligaciones «subjetivas», esto es, referidas a una determinada responsabilidad, diligencia, actividad y cuidado del deudor.

A consecuencia de lo anterior, el deudor cumplirá su obligación si verifica la conducta debida (aunque a la postre no realice la prestación adeudada), ya que, por ejemplo, si desplegando el comportamiento a que se obligó no consigue ejecutar la prestación, quedará eximido de responsabilidad.

Lo expuesto es relevante, toda vez que puede no concurrir para exonerarlo de responsabilidad un caso fortuito o fuerza mayor, bastando que el deudor desarrolle la conducta debida, despliegue la actividad, diligencia, cuidado o eficiencia que la ley le exige para que se ajuste estrictamente a la ley. Todo ello, en definitiva, porque el deudor responde de la «conducta debida» y no de la prestación o «resultado» a que dicha conducta está referida (Rodríguez, 1992, pp. 199-220).

Si aplicamos los conceptos expuestos a la materia que comentamos, concluiremos que la mayoría de las obligaciones que recaen sobre los directores, y que apuntan en la dirección de la administración diligente de la sociedad, deberán conducirse siempre a la noción de «interés social».

Empero, la apreciación de la culpa imputable al administrador societario no depende, necesariamente y en último término, de si el resultado de su acción se tradujo o no en un concreto y específico beneficio o utilidad social. En otras palabras, el parámetro, tasa o medida indispensable para determinar si el director se ajustó o no a la diligencia que le es exigible no tiene que ver con el resultado práctico que se derive de su gestión, sino más bien con que si aquella se ordenaba, en una relación de medio a fin, como instrumento adecuado para la consecución del interés social.

A partir de todo lo dicho en precedencia, se ha entendido que no infringe su deber de cuidado y, por ende, no incurre en responsabilidad, el director que, em-

pleando la diligencia que le es exigible, adopta una decisión que causa un daño o perjuicio a la sociedad.⁴ En otras palabras, la obligación del director, en lo que dice relación con el cumplimiento de su deber de cuidado, viene a subsumirse en aquello que la doctrina denomina «obligación de medios» por oposición a las llamadas «obligaciones de resultado».⁵

Sin embargo, corresponde advertir que la sustracción de las decisiones empresariales del modelo de conducta definido por la ley y su emplazamiento en el ámbito de la discrecionalidad de los administradores no implica su extensión a todas las actividades realizadas por estos. Ello por cuanto se encuentran obligados a cumplir con los procedimientos establecidos por la ley y por los estatutos para adoptar las correspondientes decisiones empresariales, a observar las exigencias del deber de informarse antes de adoptarlas y a que en su adopción esté presente únicamente el interés social debido a su posición fiduciaria (Llebot, 2009, pp. 18 y ss.).

Dado lo anterior, una conducta de mera pasividad o simple y pura omisión en el cumplimiento de sus obligaciones y que, por ende, no entrañe adoptar una cierta decisión que subyazca en un criterio de administración positivo, no puede ser incluida dentro de la órbita de aquellas conductas que corresponde estimar como privativas de un juicio o consideración discrecional de los negocios o asuntos sociales.

La circunstancia de que el deber de cuidado constituya un estándar abierto cuya valoración, en concreto, deba hacerse *ex post* por los jueces, ha determinado, en el derecho estadounidense, la elaboración por sus tribunales de la denominada *business judgment rule* (BJR)⁶ y que, por nuestra parte, llamaremos «Regla sobre el Juicio

4 Subyace en ello la idea de que a los tribunales no les corresponde examinar el mérito de las decisiones de negocios realizadas por los directores y en función de ello asignarles responsabilidad por sus actos o decisiones, sino que los jueces simplemente deben investigar cuáles fueron los procedimientos seguidos para arribar a la decisión que diera eventualmente pie a un reclamo por responsabilidad. Lo anterior sobre la base de presumir que al tomarse una decisión propia del negocio de la empresa los directores actúan informados, y de buena fe, y en la creencia de que la decisión que se adopta es en el mejor interés de la sociedad. Los tribunales, así, han entendido que los accionistas, en gran medida, voluntariamente han asumido el riesgo de un mal juicio de negocios y que a la potencialidad de una ganancia se contraponen el riesgo, de modo que es en el interés de los accionistas que la ley evita crear incentivos para «decisiones societarias demasiado cautelosas» (Rovira, 2005, pp. 3-4).

5 Desde que en la primera mitad del siglo XX, Demogue propusiera esta clasificación, y ciertamente animados por la recepción que tuviera en la jurisprudencia francesa, han sido diversos los autores que han adherido fielmente a sus postulados. Entre ellos, algunos como los hermanos Mazeaud, incluso la han conceptualizado como la *summa divissio* de las obligaciones, distinguiendo al efecto entre «obligaciones de prudencia y diligencia» (obligación de medios) y «obligaciones determinadas» (obligación de resultado); propugnando también su plena aplicación en el ámbito de la responsabilidad civil extracontractual (Mazeaud et al., 1960, p. 21 (las cursivas son del original). Hernández Gil (1983), por su parte, lo expresa diciendo que el grado de colaboración del deudor respecto del fin (o resultado) no es siempre igual: «El fin puede, jurídicamente, quedar fuera de la prestación o formar parte de la misma. En el primer caso (“obligación de medios”) la prestación se nutre solo del comportamiento (activo o pasivo) del deudor; su obligación no se extiende más allá. Que el acreedor obtenga o no el resultado a que, sin duda, tendió es indiferente [...]. En el segundo caso (“obligación de resultado”), por el contrario, el fin (resultado) forma parte de la prestación» (Hernández, 1983, pp. 125-126).

6 Ya un antiguo fallo, *Hodges vs. New England Screw Co.* (1850), expresaba: «La regla de la adecuada decisión de negocio exime a los directores de la responsabilidad por errores de buena fe solo

de Negocios».⁷

En el sistema estadounidense se formula la distinción entre el estándar de conducta (*standard of conduct*) y el estándar de revisión (*standard of review*). De esta suerte, mientras el primero alude al modo en el que una persona debería realizar una actividad o desempeñar una función, el segundo establece el criterio que el tribunal debería aplicar para determinar la existencia o no de responsabilidad.

Si bien en la mayor parte de las disciplinas jurídicas ambos estándares son idénticos, en el derecho de sociedades, y en concreto en determinados supuestos relativos al deber de diligencia, estos son, sin embargo, diferentes. En efecto, frente al estándar o modelo legal de conducta diligente recogido en los textos legales, el estándar de revisión respecto a la adecuación de la conducta de los administradores a los distintos deberes específicos que lo componen se rige, sin embargo, en determinados casos —como son precisamente aquellos en los que la actuación del administrador implique la toma de una decisión— por la denominada *business judgment rule* (Guerra, 2003, p. 435).⁸

La *business judgment rule* es un principio del Common Law que ha sido desarrollado por los tribunales de forma paralela al deber de diligencia (Triem, 2007, pp. 23-44). Y consiste, en palabras del Tribunal Supremo de Delaware en el caso *Aronson vs. Lewis*,⁹ en «una presunción de que, al tomar una decisión empresarial, los administradores actuaron con la suficiente información, de buena fe y considerando honestamente que la decisión tomada era beneficiosa para los intereses de la sociedad».¹⁰

después de que los directores hayan ejercido un cuidado razonable al cumplir con sus obligaciones corporativas» (Johnson, 2000, p. 637). Según otros autores, la *business judgment rule* se formula luego de un caso ocurrido en Alaska, en 1975, después de que un incendio destruyera una pequeña fábrica en Faribanks de Alaska Plastics, Inc. El incendio trajo como consecuencia el término de la producción y de las operaciones de la empresa, debido a que los directores habían decidido no contratar un seguro contra incendios para el establecimiento. La demanda del accionista alegaba que los directores fueron negligentes al no asegurar la propiedad de la compañía y que ellos mantenían grandes cantidades de dinero en cuentas corrientes sin interés. La Corte rechazó estos argumentos, señalando que los directores tienen *discreción* en relación con los seguros y a las prácticas bancarias, y una corte debería mostrar deferencia ante sus decisiones (Triem, 2007, pp. 23-44).

7 Comentarios en torno a la BJR en nuestro medio jurídico pueden verse en Zegers & Arteaga, 2004, pp. 252-253; y Carey, 1993, pp. 137-145).

8 Relativo al estándar del deber de cuidado, este no solo se refiere al proceso mismo que se siguió para alcanzar una decisión (algo más propio del estándar de revisión de la decisión), sino que a si dicha decisión, en sí misma, era «aquella que hipotéticamente una persona razonable hubiera tomado» (Lubben y Darnell, 2006, p. 607).

9 *Aronson vs. Lewis* (Delaware, 1984).

10 Un sector de la doctrina, sin embargo, ha criticado la caracterización que han venido realizando los tribunales de Delaware de la *business judgment rule* como una presunción, señalando que, desde el punto de vista procesal, ello no añade nada a la función que de por sí desempeña la misma, ya que el demandante tiene igual carga probatoria que tendría en cualquier acción civil. Así, por ejemplo, se dice que contrariamente a lo que se pretende, dicha regla no implica «una presunción de que los directores no vulneraron su obligación de debido cuidado», como tampoco supone una obligación de debida diligencia más liviana o «*care light*», acorde con lo que podría hacer pensar el fallo *Norlin Corp vs. Rooney, Pace, Inc.* (1984), aplicando el derecho del estado de Nueva York. A propósito de este mismo precedente, se señala que este reviste una particular relevancia, al expresar que para que un

En análoga forma, el tribunal del caso *Gries Sports Enterprises, Inc. vs. Cleveland Browns Football Co.*,¹¹ la definió como «una presunción *iuris tantum* de que los administradores de la sociedad están mejor preparados que los jueces para tomar decisiones empresariales y de que actuaron sin buscar el beneficio personal, con un grado de diligencia razonable y de buena fe» (Guerra, 2003, p. 435).¹²

Siguiendo a Clark (1986, pp. 124-125), podemos decir que la regla de juicio de negocio es un corolario de la disposición estatutaria en orden a que son los directores los que deben manejar la sociedad.¹³ La regla consiste, pues, en que la decisión de negocio tomada por los directores no será desafiada o modificada por las cortes o por los accionistas, y que los directores no serán responsables por las consecuencias del ejercicio del juicio de negocio —incluso en aquellos casos en que aparezca claramente que ha habido errores—, salvo en casos excepcionales como acontece si puede imputárseles una negligencia grosera.

Dicho de otra forma, la regla es «una presunción de que al tomar una decisión de negocio, los directores han actuado de manera informada, de buena fe y en honesto convencimiento de que su acción fue tomada en los mejores intereses de la compañía». ¹⁴ De este modo, los tribunales estadounidenses presumen que detrás de una decisión de negocio los directores emplearon el cuidado y diligencia debidos.¹⁵

Así, la esencia de la *business judgment rule* consistiría en una suerte de «deferencia» respecto de la toma de decisiones de los directores, basada en la no disposición judicial a reexaminar una decisión de negocios, así como en la reticencia a desincentivar la toma de riesgos de los directores. De esta manera, la regla tiene

director cumpla con su obligación de debido cuidado bastaría con que haya actuado con buena fe y honestidad. Dicha decisión es considerada por algunos como «chocante», desde el momento en que pareciera equiparar un estándar de comportamiento de muy alto nivel (el debido cuidado) con estándares menores tales como la buena fe y la honestidad. Por otro lado, la forma en que se ha aplicado la regla por los tribunales de Delaware implicaría que, de alguna manera, los jueces se están «saltando una etapa», pues la Corte llega a verificar en último lugar la adecuación de las decisiones de negocio que fueron tomadas por los directores, cuando, en verdad, los errores posibles podrían haber sido detectados en la etapa inicial de chequeo del cumplimiento de la obligación de debido cuidado. Se agrega a ello, como otra situación preocupante, que a partir del fallo *Cede & Co. vs. Technicolor, Inc.* (Delaware, 1993), los directores se han visto, en la práctica, ante la necesidad de aportar ellos mismos y de inmediato la prueba de que sus decisiones fueron enteramente «justas» (*fair*). De esta suerte, se constata que chequear el cumplimiento de la obligación de debido cuidado a posteriori termina, en los hechos, siendo casi más exigente que hacerlo *ab initio* (Johnson, 2000, pp. 638-639).

11 *Gries Sports Enterprises, Inc. vs. Cleveland Browns Football Co.* (Ohio, 1986).

12 El error en que incurra el director es parte natural de su función y cae dentro del ámbito de su discreción. Solo en casos extremos, cuando surgen reales situaciones de falta de cuidado, deberían las Cortes interponerse en aquello que de otro modo sería una relación contractual entre accionistas y sus agentes elegidos (Lubben & Darnell, 2006, p. 20).

13 *Smith vs. Van Gorkmon* (Delaware, 1985)

14 *Aronson vs. Lewis*, 473 A.2d 805,812 (Del., 1984). Ver también *Pogostini vs. Rice*, 480 A.2d 619 (Del., 1984); *Zapata Corp. vs. Maldonado*, 430 A.2d 779 (Del., 1981); *Gimbel vs. The Signal Companies, Inc.*, 316 A.2d 599 (Del. Ch., 1974), *AFF'D*, 316 A.2d 619 (Del., 1974).

15 El clásico argumento de este punto se encuentra en *Casey vs. Woodruff*, 49 N.Y.S.2d 625, 643 (S. Ct., 1944). Otro caso representativo es *Lussier vs. Mau-Van Development, Inc.*, 667 P.2d 804, 817 (Hawaii Ct.App.1983). Para un análisis de las reglas sobre “carga de la prueba” u y estándares probatorios, puede verse Palm y Kearney (1997, p. 1043 y ss.).

como característica, primero, que se aplica a las decisiones de negocios adoptadas por los directores al suministrar una presunción de exactitud (*correctness*). Segundo, requiere un juicio o una decisión. Tercero, protege a los directores y ejecutivos de la responsabilidad por errores cometidos en decisiones de negocios, incluso cuando tal decisión prueba ser defectuosa o evidentemente errónea. Finalmente, aporta moderación judicial y abstención, ya que suministra un estándar referencial de revisión por el que los tribunales se abstienen de reevaluar las decisiones de negocios de los directores (Triem, 2007, pp. 23-44).

En definitiva, la *business judgment rule* busca que el juicio de oportunidad que ha realizado el administrador no sea sustituido por el juicio de oportunidad del juez que revise la misma con el fin de determinar si aquella supone una infracción del deber de diligencia. La regla sobre el juicio de negocios opera así, por tanto, en dos niveles distintos: por una parte, protege a los administradores de un régimen de responsabilidad personal por los daños que pudiera haber originado su decisión; por la otra, evita que las decisiones adoptadas sean revisadas con posterioridad por los tribunales, contando para ello con una visión retrospectiva de la situación.¹⁶

Sobre la aplicación de la *regla* en función del contenido de la pertinente decisión¹⁷ y, más específicamente, tratándose de negociaciones llevadas a efecto o autorizadas por el directorio, bajo la legislación de Delaware se analiza la razonabilidad (*fairness*) de aquella para admitir la defensa de la regla. Y ello, supuestas las siguientes dos premisas: (i) que se trate de una negociación justa (*fair dealing*) y (ii) que esta suponga un precio justo («*fair price*»). Para examinar dichas premisas, los tribunales distinguen, a su vez, dos tipos de decisiones: (1) las decisiones de negocios en cuestiones empresariales, y (2) las decisiones que afectan el valor de las acciones.

Respecto de las primeras, tales como celebrar contratos y disponer o adquirir bienes, el criterio utilizado es más bien amplio, tendiente a preservar la no interferencia de los jueces en las decisiones de negocios. De este modo, se ha fallado que para destruir la presunción en que se basa la *business judgment rule*, es necesario que se acredite que el director ha incurrido en culpa grave (*gross negligence*). Al calificar este estándar de conducta bajo el calificativo de culpa grave, se atiende especialmente a la definición que los tribunales de Texas dieron a esta noción.

Tales tribunales, por su parte, han calificado como actuar groseramente culposo (equivalente a doloso, en nuestro ordenamiento) a aquel que demuestra que «el acto

16 La doble función de esta regla es destacada en el caso *Aronson vs. Lewis* (Delaware, 1984), en el que se denomina a la primera como *business judgment rule* y a la segunda *business judgment doctrine*. En otro importante precedente, *Brehm vs. Eisner* (2000), la Corte de Delaware critica el proceso de toma de decisiones que utilizó el directorio en la aprobación del contrato de trabajo de un presidente ejecutivo, señalando al respecto que no se aviene con los paradigmas de un buen gobierno corporativo. Sin embargo, establece que no puede fallar a favor de los demandantes simplemente porque los directores no llevaron a la práctica el ideal de prácticas de gobierno corporativo. Igualmente, la Corte estimó que no debe inmiscuirse en evaluar la sustancia de las decisiones tomadas por directores independientes y no interesados, remitiéndose solamente a determinar si estos fueron negligentes de manera grave en el proceso de recopilación de la información razonablemente disponible (Korolev, 2001, pp. 1105-1118).

17 En el sentido que se expondrá (Rovira, 2005, p. 5).

u omisión objeto de reclamo fue el resultado de una “consciente indiferencia” al derecho o bienestar de la persona o personas que se verían afectadas por dicha acción u omisión» (Rovira, 2005, p. 5).¹⁸ Puesto en otros términos, la «negligencia grosera» o «negligencia total» no es una variante de la negligencia ordinaria, sino un estándar completamente diferente que requiere, para configurarse, una indiferencia absoluta de los derechos ajenos y de manera tal que, en definitiva, el riesgo es causado por un acto intencional del director (Sergent, 2001, pp. 191 y ss.).

Diverso es el tratamiento de aquellas decisiones que, en el marco de fusiones o adquisiciones, afectan el valor de las acciones y que, por tanto, impactan directa y negativamente a los accionistas.

La doctrina estadounidense destaca el caso fallado en 1985, *Smith vs. Van Gorkom* (referido a una fusión con pago en efectivo y en acciones a los accionistas de *Trans Union*),¹⁹ que implicó sentar un importante precedente sobre aquellas decisiones que afectan el valor de las acciones.

En la oportunidad, el Tribunal de Delaware entendió que no basta con la simple ausencia de mala fe o fraude, sosteniendo que los directores deben proceder con un «ojo crítico» al evaluar la información de que dispongan bajo las circunstancias del caso. A tal precedente le siguió otro importante fallo del mismo Tribunal, en el caso *Unocal vs. Mesa Petroleum*,²⁰ para resolver reclamos en situaciones de cambios de control.

A propósito del aludido fallo, la Corte estableció que los deberes fiduciarios de los directores también alcanzan a los supuestos de *takeovers* aun cuando estos impactan primordialmente a los accionistas. De esta manera, cuando el directorio se encuentre ante una oferta de toma de control hostil, tiene el deber de examinar la oferta en el mejor interés de la sociedad y sus accionistas. Por ello, determinó que el juicio de la *business judgment rule* no puede ser igual cuando se trata de una cuestión empresarial o cuando se trata de una toma de control. El tribunal reconoció, así, que en los casos de toma de control se plantea un claro conflicto de interés entre los directores y los accionistas, ya que la toma de control implica asimismo una negociación con los directores y funcionarios para obtener su favor y, por consiguiente, el deber de independencia y de ejercer la máxima diligencia se agudiza (Rovira, 2005, pp. 3-7).²¹

Sin embargo, de los casos precedentemente comentados, el ámbito de aplicación de la *business judgment rule* puede alcanzar también otros aspectos de la vida nego-

18 Otros precedentes en los cuales los tribunales estadounidenses se han pronunciado en términos de exigir culpa grave o culpa «total» (*gross negligence*) los hallamos en los siguientes casos: *Booth vs. Robinson*, en el cual la Corte determinó que los directores solo son responsables por fraudes o por negligencia total, pero no por simples errores de juicio o de tomas de decisiones. En *Reus Loan Co. vs. Conrad y Emerson vs. Gaither*, la Corte vuelve a fijar el estándar en negligencia total. En *Foutz vs. Miller* se acepta también el estándar de negligencia total, pero los directores fueron absueltos por falta de evidencia, además de determinar que el hecho de que la compañía fracasara no es suficiente razón para hacer responsables a los directores (Sergent, 2001, pp. 191-256).

19 *Smith vs. Van Gorkmon* (Delaware, 1985).

20 *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

21 Comentarios generales sobre las excepciones a la BJR pueden verse en Steven (1992-1993, p. 138).

cial societaria, como es el caso del deber de supervigilar que también recae sobre el directorio de una compañía y que se vincula con la denominada «culpa in vigilando».

Respecto de este último aspecto, se señala que el deber de «supervisar» surgió claramente expuesto en un fallo del Tribunal Superior del condado de Orange, California, el cual marcó un hito para el juzgamiento de la responsabilidad de los directores en dicho estado.²²

En el caso se determinó que la sociedad demandada había incumplido varias normas sobre disposición de residuos peligrosos, violando normas de medioambiente por las cuales la sociedad reconoció responsabilidad.

El antecedente de este fallo fue el caso *Caremark International, Inc., Derivative Litigation*, resuelto por el Delaware Chancery Court en 1996.²³ En esa oportunidad, el tribunal concluyó que los directores no son garantes de la deshonestidad e integridad de sus empleados ni son aseguradores de toda pérdida que sufra la compañía, ni tampoco son estrictamente responsables por las faltas cometidas por la sociedad. De esta manera, el tribunal expresó que solo cuando hubiera una repetida y sistemática falta del directorio en el ejercicio de su deber de supervisión, entendida como una falta de cuidado en establecer procedimientos de información y reporte gerenciales, habría falta de buena fe que lo haría responsable de sus decisiones.

La Corte sostuvo, en síntesis, que la naturaleza y extensión de los informes por requerir a los niveles gerenciales es un «juicio de negocio» que no le compete al tribunal. En el caso *Lewis vs. Beall*, el directorio pudo probar que había cumplido con un razonable sistema de información, había establecido políticas de cumplimiento de normas ambientales, había invertido sumas significativas para entrenar personal en el respeto de normas protectoras del medioambiente y seguridad de los trabajadores, incluyendo significativas inversiones en dicha área y, adicionalmente, había impuesto un programa muy detallado que incluyó sesiones de educación y entrenamiento de su personal en el respeto de las normas ambientales, a la vez que llevó adelante periódicos procedimientos de auditoría e inspección del respeto por tales normas. Así, el Tribunal californiano llegó a la conclusión de que el demandado había actuado con diligencia en su deber de supervisión y no se configuraba por tanto a su respecto «culpa in vigilando» (Rovira, 2005, p. 11).

Otro fallo, también emblemático en el ámbito del deber de vigilancia que recae sobre los directores, lo hallamos en la sentencia de la Corte Suprema de Delaware en el caso *Graham vs. Allis-Chalmers Manufacturing Co.*²⁴

El caso surgió de una notoria conspiración de fijación de precios de equipamientos eléctricos. El Departamento de Justicia formuló acusaciones criminales —y obtuvo condenas— basado en las leyes de libre competencia por las actividades de fijación de precios de varios ejecutivos de mediano nivel de *Allis-Chalmers* y otras compañías en la industria de equipamiento eléctrico pesado.

22 Se trató del caso *Lewis vs. Beall*, en el que se analizó la responsabilidad de directores en función de una falta en el deber de supervisión con motivo de quejas formuladas por tres accionistas que reclamaban responsabilidad por una explosión habida en un establecimiento destinado a experimentar con cohetes como consecuencia de un procedimiento ilegal de disposición de residuos peligrosos.

23 *Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

24 *Graham vs. Allis-Chalmers Manufacturing Co.* (1963).

Algunos accionistas presentaron una demanda en las cortes de Delaware para obtener de los directores y empleados el pago de los perjuicios que Allis-Chalmers habría sufrido con ocasión de la violación de la libre competencia y la imposición de multas. La Corte Suprema de Delaware confirmó que los directores no eran responsables.

El fundamento de la acción judicial deducida por los demandantes acerca del deber de diligencia se hizo radicar en la obligación que, debía entenderse, pesaba sobre los directores en orden a instalar un sistema de monitoreo interno acerca de la legalidad de la actuación de los empleados. El cargo preciso formulado por los accionistas demandantes en contra de los directores demandados fue el que aun cuando ellos no tenían conocimiento ni sospecha de la actuación incorrecta por parte de los empleados de la compañía, debieron, no obstante, poner en efecto un «sistema de vigilancia» eficiente que hubiese traído la conducta incorrecta a su atención en un tiempo más que suficiente para detectarla y ponerle término.

No obstante, la Corte Suprema razonó señalando que los directores están habilitados para confiar en la honestidad e integridad de sus subordinados hasta que ocurra algo concreto que los ponga en sospecha de que algo marcha mal. Si ello ocurre, y no adoptan medida alguna de corrección al respecto, entonces es posible hacer efectiva su responsabilidad. Empero, reitera la Corte, en ausencia de sospecha no existe para los directores ningún deber de instalar y operar un sistema corporativo para descubrir alguna conducta incorrecta que ellos no tuvieron razón para presumir que existía (Clark, 1986, p. 131).

Se colige de lo expuesto que existe, efectivamente, estrecha relación entre la regla del *business judgment* y el deber de supervisar la administración societaria. A consecuencia de lo anterior, al estudiarse la noción de «juicio o decisión de negocio» y determinar si ello solo involucra la toma de decisiones activas, también debe analizarse el efecto que trae consigo el no tomar decisiones.

En concreto, la regla puede formularse en los siguientes términos: cuando el director, ante la opción de tomar una decisión de actuar o no, decide no actuar, en forma «consciente y razonada», ello implica asimismo una decisión de negocio, considerándose, entonces, que la regla de *business judgment* opera cuando el director no actúa teniendo la opción de poder hacerlo. En cambio, no se aplica la *regla* si existe simple inacción por desinterés en la gestión, puesto que constituye supuesto de la misma que haya mediado una toma de decisión, cualquiera que esta fuese (Rovira, 2005, p. 12).

Haciendo recepción de la *business judgment rule*, los *Principles of corporate governance* determinan que un administrador u *officer* que toma una decisión empresarial de buena fe cumple con el deber de diligencia si (Guerra, 2003, p. 438):

- (i) No tiene un interés en el asunto objeto de su decisión;²⁵

²⁵ Los *Principles of corporate governance*, en su sección 1.23, señalan que se considera que un administrador u *officer* está «interesado» en una transacción cuando: a) él o un asociado es parte en la misma; b) tiene una relación de carácter empresarial, financiera o familiar con alguna de las partes en la transacción y se pueda razonablemente esperar que esa relación afecte su decisión de modo negativo para la sociedad; o c) alguna de las personas señaladas

- (ii) Está informado del tema objeto de su decisión hasta donde, en esas circunstancias, crea razonablemente que debe estarlo;²⁶
- (iii) Cree de un modo racional que su decisión es en el mayor beneficio de la sociedad.²⁷

Sobre la base de la distinción entre *standard of conduct* y *standard of review*, y supuesta la concurrencia de todos y cada uno de los requisitos que hacen procedente la regla del *business judgment*, su aplicación a un caso concreto implica que la valoración de la decisión de los administradores y, por tanto, la determinación de la infracción del deber de cuidado, no se realizará sobre la base del estándar de conducta referido a la diligencia con la que el administrador debe desempeñar su cargo, sino del estándar de revisión de esta regla, que resulta en la práctica menos estricto.

Por el contrario, si falta alguna de las condiciones que hacen aplicable la regla, la actuación de los directores será susceptible de generar responsabilidad a su respecto. Con todo, la imputación de responsabilidad en tal caso no procede en forma automática, siendo menester proceder a una nueva revisión judicial de la pertinente decisión, con el fin de establecer si la misma se adecúa al estándar de diligencia exigido y determinar, en caso contrario, la consiguiente responsabilidad. Así, por ejemplo, y como se falló en el litigio *Cede & Co. vs. Technicolor, Inc.*,²⁸

tiene un interés económico en la transacción que se pueda razonablemente esperar que afecte su decisión de modo negativo para la sociedad.

26 De acuerdo con la Secc. 4.01 de los *Principles of corporate governance*, no hay razón para otorgar una protección especial cuando no ha habido una toma de decisión empresarial. Si, por ejemplo, los administradores no han supervisado la gestión de los asuntos societarios, al ni siquiera considerar la necesidad de establecer un sistema efectivo de auditoría y esto permite a uno de los directivos apropiarse de fondos societarios, la protección de la *business judgment rule* en este caso no resulta adecuada. Lo mismo sucedería en el caso de que un administrador recibiera, pero no leyera, información financiera básica durante un determinado período y ello permitiera una apropiación indebida de sus fondos. En este tipo de omisiones, el administrador y los «*officers*», señalan los *Principles*, serían juzgados bajo el estándar de diligencia de la sección 4.01(a) y no estarían protegidos por la sección 4.01(c) (Guerra, 2003, p. 439).

27 En *Paramount Communications, Inc. vs. QVC Network, Inc.* (1994), el Tribunal de Delaware precisó que la aplicabilidad de la regla del *business judgment* no impedía al tribunal determinar si el proceso de toma de decisión había sido adecuado, incluyendo el análisis de la información tenida en cuenta, así como la razonabilidad de las acciones adoptadas por el directorio ante una oferta de toma de control hostil, conforme a las circunstancias por las que la sociedad estuviere atravesando. El tribunal reiteró que en esos casos correspondía a los directores probar que estaban adecuadamente informados y que actuaron razonablemente. No obstante ello, el tribunal reiteró que es el directorio el que está mejor preparado para juzgar y, por tanto, no se espera del directorio una decisión perfecta, sino tan solo razonable. En tal situación concluyó que si el directorio disponía de varios cursos de acción alternativos y resolvió adoptar uno de ellos, el tribunal no debía revisar si el mismo era el mejor porque no les corresponde a los jueces sustituir el «juicio de negocio» de los administradores, sino únicamente si el criterio adoptado fue razonable (Rovira, 2005, p. 5).

28 *Cede & Co. vs. Technicolor, Inc.* (Delaware, 1993).

en estas situaciones tiene lugar una inversión de la carga de la prueba, ya que un incumplimiento, bien del deber de lealtad,²⁹ bien del deber de diligencia, quiebra la presunción de que los administradores actuaron buscando el mayor beneficio para los accionistas y, en consecuencia, exige que sean aquellos los que deban probarlo (Guerra, 2003, p. 439).

A modo de síntesis, y compilando la corriente jurisprudencial referida a ella, los presupuestos necesarios para la aplicación de la regla del *business judgment* son los siguientes: a) que se trate de una «decisión de negocios»; b) que la decisión sea adoptada en ausencia de un interés personal o desinteresadamente o, utilizando nuestra terminología, sin conflicto de interés; c) con debido cuidado o diligencia, entendiéndose por tal la decisión adoptada luego de haber realizado un razonable esfuerzo por informarse de los hechos disponibles y relevantes; d) de buena fe, concebida como que lealmente se entiende que habrá de resultar acorde con el mejor interés social; y, e) sin abusar del poder discrecional otorgado. La doctrina ha apuntado que los cinco presupuestos operan en forma conjunta, aunque los precedentes jurisprudenciales sugieren que, de todos ellos, el deber de actuar con lealtad (el denominado *duty of loyalty*, que comprende los presupuestos de actuación de buena fe y desinteresadamente) aparece en el primer peldaño del proceso de análisis. Si los mismos se encuentran presentes, entonces se pasa a analizar el deber de actuar diligentemente (*duty of care*), verificando los otros tres extremos exigidos para hacer aplicable la *regla*, es decir, que la decisión sea de negocios, que haya sido adoptada e informada respecto de los hechos y ejercida sin abusar del poder de discreción conferido (Rovira, 2005, p. 7).

No obstante, ha de reiterarse que la regla del *business judgment* postula una interpretación funcionalista —esto es, no generalista— del deber de diligencia, con el objeto de inmunizar a los administradores frente a posibles imputaciones de responsabilidad por daños causados a la sociedad sin que pueda acreditarse, conforme a los criterios funcionales y razonables propuestos, la infracción del deber de diligencia. Sin embargo, y en verdad, el cumplimiento de las condiciones y exigencias de la regla del *business judgment*, si bien pretenden exonerar de responsabilidad a los directores, no los inmunizan de otras consecuencias jurídicas de orden societario y contractual. De este modo, los criterios de esta regla no agotan, en el intento de determinación, el contenido esencial o natural de la diligencia inexcusable o plena (Font, 2005, p. 95).

Para terminar, y también sobre la base de lo que hasta aquí se ha comentado, conviene consignar que la moderna doctrina postula la «necesidad de diversificar el régimen de responsabilidad de los directores en función de la distinta naturaleza de los deberes objeto de infracción». No pueden incluirse, se dice, dentro de un mismo «saco», la regulación de conductas que suponen administración negligente

29 En todo caso, si se sospecha que los administradores no han respetado el deber de lealtad o de integridad («*duty of loyalty*»), actuando en interés propio, la valoración de la prueba del cumplimiento de dichos deberes para exonerarse de responsabilidad está sujeta a reglas mucho más estrictas (Kübler, 1998, p. 319).

o descuidada de la sociedad y la regulación de los actos que implican apropiarse indebidamente de aquello que a esta le pertenece.³⁰

Ocurre, pues, que el deber de cuidado del empresario «medio» exige que los administradores inviertan una determinada cantidad de tiempo y esfuerzo, y desplieguen un cierto nivel de pericia en la gestión o supervisión de la empresa, con el fin de maximizar la creación de valor. El deber de lealtad, en cambio, supone algo más específico: proceder como un «representante leal», en términos tales de anteponer los intereses de los accionistas a los suyos propios para minimizar la redistribución del valor creado. «Los administradores quedan sujetos así a dos imperativos fundamentales: maximizar la producción de valor y minimizar la redistribución de valor».

Sobre la base de las referidas distinciones, surge el criterio directriz que esta doctrina plantea conforme a la siguiente fórmula: «el régimen de responsabilidad de los administradores ha de configurarse de modo que sea tan severo con las infracciones del deber de lealtad como indulgente con las infracciones del deber de diligencia».

Tal diversidad en el tratamiento hallaría su justificación en las razones que a continuación resumidamente expondremos y que se fundan en una evaluación comparativa de la responsabilidad por infracción de los deberes de lealtad y de la responsabilidad por infracción de los deberes de diligencia en tres planos distintos; a saber: (i) en el plano de los incentivos para el incumplimiento; (ii) en el plano de la sustituibilidad de los mecanismos de gobierno; y, (iii) en el plano de la incertidumbre sobre la valoración jurídica de la conducta de los administradores.

El primer factor por considerar se vincula con el grado de alineamiento natural de los incentivos de los administradores con los intereses de los accionistas, el cual se presenta como oculto o subyacente, es decir, existente con independencia de los mecanismos de «*enforcement*» de los contratos. Por ello se define en función del interés que el propio deudor tenga en el cumplimiento, ya que, a la postre, en un mundo sin sanciones, las obligaciones únicamente se cumplen si el deudor obtiene algún rendimiento de ello.

Se comprende que la magnitud de esta variable es muy distinta en el ámbito de la deslealtad y en el ámbito de la negligencia, porque mientras el primero exige al administrador no desviar valor de la esfera social a la esfera personal, excluyendo, casi por definición, cualquier forma de alineamiento natural de intereses, en el plano de la negligencia, en cambio, la omisión del cuidado debido se traduce en un ahorro de atención y esfuerzo, y no en la obtención de un rendimiento patrimonial directo, sin afectar, por tanto y necesariamente, el interés común de ambas partes en orden a ver prosperar los negocios.

Como segundo factor por considerar al momento de ponderar el rigor del régimen de responsabilidad se menciona el grado de «sustituibilidad» de las reglas de responsabilidad como mecanismos de gobierno.

Para advertir lo anterior, se observa que entre las salvaguardias jurídicas (reglas de responsabilidad) y las salvaguardias de mercado (incentivos económicos) existe

30 Para este tema nos basaremos, transcribiendo resumidamente aquello que hemos estimado pertinente al efecto, en el artículo de Paz-Ares (2003, p. 4).

una «relación de sustituibilidad» y que, por tanto, las partes tendrán menor interés en recurrir a las salvaguardias jurídicas —y a los costos que inevitablemente comportan— cuando el mercado provea gratuitamente otro tipo de salvaguardias.

Se colige de ello que cuando la sociedad disponga de otros mecanismos de gobierno suficientemente eficaces para alinear los incentivos de las partes y reducir los costos de agencia, estará indicada una política de indulgencia. En caso contrario, es decir, si las fuerzas del mercado no proveen mecanismos alternativos de disciplina, resultará aconsejable una política de severidad.

A partir del punto de vista que se reseña, se concluye una nueva diferencia sustancial entre las conductas desleales y las conductas negligentes. Ello debido a que, por lo general, las fuerzas del mercado reducen la necesidad de acudir al sistema jurídico para constreñir la negligencia de los administradores, sin que existan, en cambio, mecanismos alternativos a las reglas de responsabilidad que resulten igualmente efectivos para prevenir las conductas desleales.

Para comprobar lo dicho, baste tener presente que el paradigma de la conducta desleal es la «transacción interesada», de la que el administrador extrae ventajas excesivas y, siendo así, es natural que trate de disimularse o enmascararse mediante estructuras complejas y operaciones dotadas de un propósito empresarial plausible que apunten a alejarlas del escrutinio público. Los actos de negligencia, por la inversa, al menos en el ámbito de las decisiones de negocio, resultan mucho más visibles.

Asimismo, debe considerarse que en el terreno del deber de lealtad, la propiedad de los administradores de una parte del capital de la sociedad no ayuda en absoluto a prevenir el fraude; antes bien, lo facilita al ofrecer un nuevo parapeto frente a la posibilidad de revocación. Corroboración esta apreciación la circunstancia de que la tasa de expropiación de los accionistas minoritarios sea mayor en los mercados con propiedad concentrada que en los mercados con propiedad difusa.

Por último, se menciona como tercer factor por tener en cuenta para determinar el nivel óptimo de rigor del régimen de responsabilidad de los administradores —constituyendo, además, el elemento decisivo— el grado de incertidumbre a que están sujetas las decisiones de directores y gerentes. Y ello se produce cuando los administradores no pueden anticipar con seguridad cuáles serán las consecuencias jurídicas de sus decisiones, lo que, a su turno, puede obedecer a causas tan diversas como la ambigüedad o excesiva amplitud del mandato legal (errores del juez en la determinación del nivel de corrección); dificultades de prueba (errores del juez en la verificación de un determinado nivel de corrección); y deficiencias cognitivas del propio agente (errores del administrador en la determinación del nivel de corrección).

El nivel de incertidumbre que enfrentan los directores origina, a su vez, el problema de «*overcompliance*» o «sobrecumplimiento» que económicamente puede ser muy relevante: quien anticipa la posibilidad de error del juez, extremará el celo adoptando precauciones por encima de las legalmente exigibles. La política de indulgencia estará, pues, indicada cuando el riesgo de error sea relevante y los costos del «sobrecumplimiento», elevados. La política de severidad, en cambio, cuando el riesgo de error sea despreciable y los costos del sobrecumplimiento, escasos.

Desde ya el sentido común nos indica que, por muy riguroso que sea un régimen de responsabilidad por infracción del deber de lealtad, difícilmente puede causar trastornos relevantes.

No obstante, el problema se plantea con toda su intensidad en el plano de la responsabilidad por negligencia, donde el rigor de la normativa aplicable puede traducirse en graves perturbaciones para la marcha de la compañía, y ello bajo dos aspectos estrechamente relacionados entre sí: «conservadurismo» en la gestión y «murallas de papel».

El primero de los fenómenos determina que los administradores planifiquen las estrategias empresariales con un nivel de riesgo inferior al que convendría a los accionistas, quienes, en la medida en que tengan diversificadas sus carteras, exhiben una cierta indiferencia al riesgo. Ha sido básicamente la «teoría contractual de la empresa» la que ha puesto de relieve la gravedad de esta inercia conservadora, que empuja a los administradores a renunciar a proyectos de inversión altamente rentables y a promover proyectos de inversión poco rentables.

La segunda forma de precaución altamente ineficiente se vincula con las denominadas «murallas de papel».

Las reglas de responsabilidad demasiado estrictas conducen, en definitiva, a rodear de barreras defensivas cualquier operación, es decir, a «amurallarla» con toda clase de papeles, dictámenes y opiniones de expertos (certificaciones de auditores sobre la exactitud de estados financieros; opiniones de bancos de negocios sobre la valoración de activos y proyectos; análisis de ingenieros sobre costos de producción; informes jurídicos de toda clase, etcétera).

Sin embargo, las consecuencias que se derivan de este tipo de cautelas no son inocuas. Con frecuencia provocan un dispendio poco productivo de los recursos de la sociedad, tanto en términos de tiempo gerencial como de dinero de caja, siendo, en definitiva, el propio accionista el mismo perjudicado.

Finalmente, pero siempre desde la perspectiva que comentamos, la responsabilidad por negligencia y la responsabilidad por deslealtad presentan también diferencias notables. Por de pronto, y como se comprende incluso intuitivamente, las conductas desleales entrañan un bajísimo riesgo de error para los administradores, toda vez que será baja igualmente la probabilidad de que se equivoquen en el juicio. Asimismo, es poco probable que el juez yerre al valorar el caso, pues, a diferencia de lo que ocurre con el juicio de negligencia —que entraña una valoración técnico-económica compleja—, el juicio de lealtad tiene más de moral o deontológico, y para ello suelen estar preparados los jueces.

Por otro lado, tratándose de conductas negligentes, principalmente aquellas que se adoptan en el ámbito de la gestión empresarial, se plantean serios problemas de error dada la escasa pericia de los jueces en este campo y de la inexistencia de una *lex artis* consolidada que permita suplir la impericia con el recurso a expertos. Lo anterior conduce a que la probabilidad de que lleguen a equipararse o confundirse los malos resultados económicos y las faltas de diligencia sea considerablemente elevada.

Se sigue de lo dicho que si los administradores quedan expuestos a un riesgo que ellos no pueden controlar, elevarán sus demandas retributivas y el costo, a la

postre, lo soportará la sociedad. Este costo, por su parte, no solo reside en la escalada de la retribución, sino que también se relaciona con la dificultad para reclutar administradores con talento, debido precisamente a las dificultades de estructurar una retribución adecuada.

Bajo el mismo punto de vista de la gestión del riesgo, los problemas se revelan aún mayores atendidas las diferentes actitudes que experimentan frente a él accionistas y administradores. Y es que, en términos generales, estos últimos experimentan más aversión al riesgo que los primeros, ya que buena parte de su capital humano es específico a la empresa (es decir, no puede ser empleado o reutilizado en otra ocupación alternativa) y, consiguientemente, no puede ser diversificado. Esto no ocurre —o no sucede con la misma intensidad— con los accionistas y, mucho menos, con los accionistas de las sociedades anónimas abiertas, que pueden diversificar sus carteras de inversión hasta llegar a ser neutrales al riesgo. Frente a esta situación, se postula entonces como altamente ineficiente cargar sobre las espaldas de los administradores un riesgo que pueden manejar mejor los accionistas.³¹

31 Las mismas ideas que se han expuesto expresa Díaz Echegaray cuando escribe: «Una interpretación del deber de diligencia demasiado estricta puede causar reacciones indeseadas, principalmente que los administradores, ante el riesgo de ser declarados responsables por el más leve error, rechacen todos los proyectos de inversión que supongan el más ligero riesgo, lo que no beneficia los intereses de los socios, ya que de esta forma no resulta posible obtener elevados beneficios para la sociedad. De otra parte, las decisiones de los administradores revisten una gran dificultad, siendo adoptadas por éstos en situación de riesgo y frecuentemente disponiendo de un escaso margen de tiempo para poder decidir. A lo anterior, se une la percepción distorsionada de los jueces en el proceso sobre responsabilidad de los administradores debido principalmente a que no suelen poseer conocimientos teóricos y aún menos prácticos sobre la gestión empresarial; la reconstrucción posterior de lo ocurrido presenta considerables dificultades dadas las muchas variables que es preciso considerar; y el conocimiento del resultado de las acciones de los administradores vician el criterio del juzgador, por ello los jueces solo deben interferir en las decisiones empresariales con mucha cautela, por lo que harán bien en no asumir el papel de grandes empresarios» (Díaz, 2004, pp. 229-230).

Bibliografía

Abeliuk Manasevich, R. (1971). *Las obligaciones y sus principales fuentes*. Santiago: Editores López-Viancos.

Alcalde Rodríguez, E. (2013). *Responsabilidad de los directores de las sociedades anónimas*. Santiago: Ediciones UC.

Alessandri Rodríguez, A. (1943). *De la responsabilidad extracontractual en el derecho civil chileno*. Santiago: Imprenta Universitaria.

Barros, E. (2006). *Tratado de responsabilidad extracontractual*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.

Beltrán Sánchez, E. (2009). La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles. En Emilio Beltrán Sánchez & Ángel José Rojo Fernández-Rio (Coords.), *La responsabilidad de los administradores* (pp. 241-293). Madrid: Tirant lo Blanch.

Carey, G. (1993). *De la sociedad anónima y la responsabilidad civil de los directores* Santiago: Editorial Universitaria.

Clark, R. (1986). *Corporate law*. USA: Aspen Law & Business.

Corral Talciani, H. (2003). *Lecciones de responsabilidad civil extracontractual*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.

Díaz Echegaray, J. L. (2004). *Deberes y responsabilidad de los administradores de las sociedades de capital*. Navarra: Aranzadi.

Ferrán Farriol, J. (2004). *La responsabilidad de los administradores en la administración societaria*. Barcelona: Bosch Editor. Recuperado de: <http://libros-revistas-derecho.vlex.es/vid/accion-social-responsabilidad-art-134-lsa-211234>. Fecha de consulta: 20 de junio de 2011, Id. vLex: VLEX-RQ366.

Font Galán, J. I. (2005). El deber de diligente administración en el nuevo sistema de deberes de los administradores sociales. *Revista de Derecho de Sociedades*, 25, pp. 71-107.

Guerra Martín, G. (2003). *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses*. Navarra: Editorial Aranzadi.

Hamilton, R. (1997). *Corporations*. 4.ª edición. Sant Paul, Minnesota: West Publishing Co.

Hernández Gil, A. (1983). *Derecho de obligaciones*. Madrid: Ceura.

Johnson, L. (2000). The modest business judgment rule. *The Business Lawyer*, vol. 55. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=223811>. Fecha de consulta: 20 de marzo de 2012.

Korolev, V. (2001). Brehm v. Eisner, or some reflections about the Disney Case. *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 26, pp. 1105-1118. También disponible en: <http://ssrn.com/abstract=333080>. Fecha de consulta: 21 de marzo de 2012.

Kübler, F. (1998). *Derecho de sociedades*, 5.ª edición. Madrid: Fundación Cultural del Notariado.

Lagos Villarreal, O. (2005). La responsabilidad civil de los directores de sociedades anónimas. *Revista de Derecho de la Empresa*, 1, 81-118.

León Núñez, M. (29 de noviembre 2011). *Análisis de la racionalidad del juicio de negocios ejercido en la toma de decisiones de directores de Empresas La Polar, respecto a la magnitud de las provisiones de la cartera de crédito*. Informe pericial (acompañado en «Ibáñez con Superintendencia de Valores y Seguros», Rol 6.650-2012 en el 30º Juzgado Civil de Santiago).

Llebot Majó, J. O. (2009). Deberes y responsabilidad de los administradores. En Emilio Beltrán Sánchez & Ángel José Rojo Fernández-Rio (Coord.), *La responsabilidad de los administradores* (pp. 23-54). 3.ª edición. Valencia: Tirant lo Blanch.

Lubben, S., & Darnell, A. (2006). Delaware's duty of care. *Delaware Journal of Corporate Law*, 31(2), pp. 589-630.

Mazeaud, H. L., & Mazeaud, J. (1960). *Lecciones de derecho civil. Parte segunda*. Volumen II. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América.

Morrillas Jarrillo, M. J. (2002). *Las normas de conducta de los administradores de las sociedades de capital*. Buenos Aires: La Ley.

Paz-Ares, C. (2003). *La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo*. Recuperado de http://www.indret.com/pdf/162_es.pdf. Fecha de consulta: 1 de agosto de 2012.

Palm, C., & Kearney, M. (1997). A primer on the basis of directors' duties in Delaware: the rules of the game (part II). *Villanova Law Review*, 42 (4), pp. 1043-1066.

Rodríguez Collao, L. (1992). La interpretación administrativa de las leyes penales. En Universidad de Chile y Universidad Adolfo Ibáñez, *Interpretación, integración y razonamiento jurídicos (Conferencias y ponencias presentadas en el Congreso realizado en Santiago y Viña del Mar entre el 23 y el 25 de mayo de 1991)* (pp. 377-387). Santiago: Editorial Jurídica de Chile.

Rovira, A. (14 de septiembre 2005). Responsabilidad del directorio por la gestión empresaria. *La Ley*, pp. 1 y ss.

Sergent, R. S. (2001). The corporate director's duty of care in Maryland: Section 2-405.1 and the Business Judgment Rule. *Howard Law Journal*, 44(2), pp. 191-215.

Steven, E. (1992-93). *Corporations*. 2.ª edición. New York: Emanuel Law Inc.

Triem, F. (2007). Judicial schizophrenia in corporate law: confusing the standard of care with the business judgment rule. *Alaska Law Review*, 24(1), pp. 23-44. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=975775>. Fecha de consulta: 18 de marzo de 2012.

Vidal Olivares, Á. (2007). Cumplimiento e incumplimiento contractual en el Código Civil. Una perspectiva más realista. *Revista Chilena de Derecho*, 34(1), pp. 41-59.

Zegers, M. & Arteaga, I. (2004). Interés social, deber de lealtad de los directores y conflictos de interés. *Revista Chilena de Derecho*, 31(2).

Jurisprudencia

AFF'D, 316 A.2d 619 (Del., 1974).

Aronson vs. Lewis, 473 A.2d 805,812 (Delaware 1984).

Brehm vs. Eisner (2000).

Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996)

Casey vs. Woodruff, 49 N.Y.S.2d 625, 643 (S. Ct., 1944)

Cede & Co. vs. Technicolor, Inc. (Delaware, 1993).

Emerson vs. Gaithe

Foutz v. Miller

Gimbel vs. The Signal Companies, Inc., 316 A.2d 599 (Del. Ch., 1974).

Graham vs. Allis-Chalmers Manufacturing Co. (1963).

Gries Sports Enterprises, Inc. vs. Cleveland Browns Football Co. (Ohio, 1986).

Hodges vs. New England Screw Co. (1850).

Lewis v. Beall

Lussier vs. Mau-Van Development, Inc., 667 P.2d 804, 817 (Hawai Ct.App.1983)

Norlin Corp vs. Rooney, Pace, Inc. (1984).

Paramount Communications, Inc. vs. QVC Network, Inc. (1994)

Pogostini vs. Rice, 480 A.2d 619 (Del., 1984).

Reus Loan Co. vs. Conrad

Smith vs. Van Gorkmon (Delaware, 1985).

Unocal v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)

Zapata Corp. vs. Maldonado, 430 A.2d 779 (Del., 1981).

Mega transacciones: la estructura contractual y corporativa del leveraged buyout (LBO)

Sergio García Long

A partner at Lehman Brothers, Warrem Hellman, remembers taking a telephone call from Jimmy Ling. Ling wanted to merge his Braniff Airways with Continental Airlines, whose banker was Hellman. Hellman recalled asking: 'Mr. Ling, how are you going to do it?' He said, 'We're going to borrow money to buy Continental Airlines'. I said, 'Okay, but I've looked at it and I think it will be too highly leveraged. This is a business with a ton of operating leverage and you heap a bunch of borrowing on top of it, it won't work'. He said, 'You don't understand leverage'. I said, 'I don't?' He asked, 'How do you define leverage?' I used my best Harvard Business School speak: 'the appropriate amount of debt for the continued operations of a business'. He said, 'No, no, no'. I said, 'Mr. Ling, how do you define leverage?' And he said, 'Leverage is the last dollar some sucker will lend you'.

BRETT COLE
M&A Titans

1. Introducción

Las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas (*mergers and acquisitions* – *M&A*) son de las más grandes transacciones que se suelen realizar en los mercados financieros. Si pensamos en adquirir una empresa, lo común sería empezar las negociaciones para comprarla. Estas son las adquisiciones amistosas que implican que la adquirente conversa con la administración del *target* y discute la posibilidad de realizar una adquisición o una fusión.

Sin embargo, el mercado financiero, como tal, es inherentemente dinámico y promueve las innovaciones financieras. Las cosas no se mantienen donde están por mucho tiempo, y especialmente en Wall Street se premia a aquellos que plantean nuevas ideas para aprovechar oportunidades de inversión o, en simple, ganar más dinero.

La codicia y los grandes egos de los *corporate raiders* y otros tipos de compradores financieros (quienes se dedican a comprar y vender empresas al corto y mediano plazo) hicieron que las adquisiciones dejaran de ser amistosas y pasaran a ser hostiles (*hostile takeovers*). Si el objetivo es hacer dinero, ¿por qué incurrir en costos de transacción negociando con la administración?, ¿no es más barato adquirir la empresa directamente de sus accionistas sin preguntar a la administración?

El fenómeno de las adquisiciones cambió la forma cómo se percibían los mercados financieros, específicamente el mercado para el control societario (*market for corporate control*). Ante ello, Martin Lipton se convirtió en el salvador de muchos administradores que no querían perder el control sobre sus empresas. Lipton creó los *poison pills*¹ como una medida contra las adquisiciones hostiles (*anti-takeover mechanisms*), y así se empezaron a crear diversos mecanismos preventivos y defensivos con el fin de impedir o hacer más difícil la adquisición del *target* por un comprador hostil. La Corte de Delaware terminó amparando la legalidad de estas medidas societarias.

Pero el mercado nunca se mantiene estático, siempre está cambiando. Por mucho tiempo algunas empresas se sentían más seguras que otras frente a la posibilidad de ser objeto de una compra hostil. Estas eran las grandes empresas o conglomerados que, precisamente por ser tan grandes, resultaba difícil encontrar tanto dinero como para ofrecer un monto lo suficientemente alto y atractivo para que los accionistas se convenzan de venderla. El tamaño de la empresa tenía un buen efecto disuasorio frente a los *corporate raiders*.

Entonces se produce otro cambio: los fondos y el apalancamiento. Los compradores financieros solían utilizar capital privado de inversionistas institucionales para financiar las adquisiciones de empresas. Pero ¿por qué hacerlo de manera *ad hoc* cada vez que pretendían realizar una adquisición? Así la industria cambia y se crean los primeros fondos de *buyouts* que permitieron levantar miles y millones de dólares destinados a invertir en la compra de empresas que luego serían revendidas a un mayor precio. Pero para no usar todo el dinero de los inversionistas institucionales, se optó por diversificar aún más y se buscó deuda en altos niveles.

Con el fin de diversificar riesgos, no resultaba rentable utilizar solo el capital privado obtenido de los inversionistas institucionales. Era necesario obtener deuda para completar el dinero que se usaría para realizar las adquisiciones o fusiones de potenciales *targets*. En un contexto en el que las condiciones del mercado bancario no son tan favorables, los compradores financieros no tienen tanto acceso al crédito. Pero como el mercado financiero siempre cambia, solo había que esperar a que las cosas —precisamente— cambiaran. Michael Milken creó un mercado para la emisión de deuda de baja clasificación (*below investment grade*) pero de alta rentabilidad (*high-yield*) con el cual habilitó las fuentes de financiamiento que necesitaban estos compradores financieros para adquirir los *targets*.

Con el acceso a fondos de capital privado y altos niveles de deuda, surgió lo que conocemos ahora como *private equity* y *leveraged buyout* – LBO (compra apalancada). El objetivo de las firmas de LBO es comprar y vender empresas usando el capital de sus inversionistas privados y utilizando un montón de deuda (apalancamiento). Esta deuda sería pagada con los mismos flujos de caja futuros del *target* (como si fuera un autofinanciamiento). Así se puede usar el capital privado en muchas adquisiciones, y, siempre y cuando obtener deuda sea fácil, el tamaño de una empresa ya no se presenta como un disuasivo frente a una adquisición. Efecti-

¹ Respecto al debate sobre las *poison pills* en la experiencia americana, véase Lipton (1979), Lipton y Rowe (2002), Lipton (2005) y Gilson (2001). En nuestro medio, véase también Baldeón (2013).

vamente, se pagaron billones de dólares por la compra de empresas que años atrás otros compradores solo soñarían con pagar.

El poder del apalancamiento ha demostrado ser brutal, y es dicho apalancamiento el que condiciona la estructura corporativa y contractual de las adquisiciones y fusiones de empresas. La adquisición de un *target* por parte de un comprador estratégico (que piensa a largo plazo) es muy diferente de una adquisición liderada por una empresa de LBO. Existen muchos componentes que los diferencian y que serán tratados a continuación. Nuestro objetivo es demostrar la importancia de los LBO y cómo se han convertido —de manera indiscutible— en el motor del mundo de las fusiones y adquisiciones de empresas. Para ello explicaremos la industria de *private equity* y el LBO.

Finalmente, lo que no se tratará en este trabajo es la prohibición de la asistencia financiera, pues ya ha sido ampliamente discutida por la doctrina nacional.²

2. Público *versus* privado y estratégico *versus* financiero

Es importante hacer algunas precisiones respecto a dos conceptos contrapuestos en el derecho financiero y que son relevantes para comprender en qué consisten la industria de *private equity* y las operaciones de LBO: (a) público *versus* privado y (b) estratégico *versus* financiero.

2.1. Regulación financiera y autonomía privada

En primer lugar, la referencia a si algo es público o privado en el derecho financiero se refiere al marco regulatorio que deben seguir los participantes para realizar una actividad en concreto. Cuando algo es público, lo es porque se somete a las reglas del mercado de valores, el cual, por su naturaleza, es un centro de reunión entre deficitarios (personas que necesitan dinero) y superavitarios (personas que tienen excedente de dinero). En este contexto, existe asimetría de información entre deficitarios y superavitarios, y así surge la oportunidad para que los deficitarios se aprovechen de los superavitarios y puedan engañarlos e invertir su excedente de dinero en aquellos (véase, en nuestro medio, Rocca, 2017).

El intento de levantar dinero a través del mercado de valores puede involucrar a un deficitario frente a miles e incluso millones de potenciales superavitarios. Esto incrementa el problema de la asimetría de la información, dado que no se trata de una relación paritaria entre un sujeto por un lado y otro sujeto por el otro, sino de una relación desigual en la cual, por un lado, tenemos a una parte compuesta por un solo sujeto especializado en temas financieros, mientras que en la otra está una parte compuesta por miles o millones de inversionistas carentes de información financiera.

² Véase a López (2004), Hernández y Escribens (2007), Ferrero y Guarniz (2015), Forno Odría (2017), Arata y Arias (2018).

Esta particular situación justifica la aplicación de un régimen normativo especial destinado a corregir esta falla de mercado y, con ello, uno de sus principales efectos negativos, la selección adversa, que consiste en que, ante la falta de información, los inversionistas podrían tomar una mala decisión de inversión, que no se daría si contaran con toda la información disponible (Akerlof, 1970).

En este sentido, el principio fundamental de la regulación del mercado de valores es el principio de transparencia (*full disclosure*) (véase Coffee, 1984; Payet, 2007; Piaggio, 2000; Choper, Coffee & Gilson, 2008), que exige a todo aquel que pretenda levantar dinero de miles o millones de superavitarios (denominado público o segmento del público) revelar toda la información necesaria para que el superavitario tome una adecuada e informada decisión de inversión.

En el derecho financiero los deficitarios son empresas que necesitan dinero para seguir compitiendo en el mercado. Este dinero puede tomar la forma de capital (*equity*) o deuda (*debt*).

Si una empresa quiere crecer, puede acudir al mercado de capitales y realizar una Oferta Pública Primaria (conocida en el derecho americano como *Initial Public Offering* – IPO), por la cual la empresa (el emisor) invita al público a invertir en la empresa (corporativamente, a realizar un aporte de capital) a cambio de acciones que lo conviertan en accionista de la misma. Es importante resaltar que el inversionista adquiere la calidad de accionista del emisor, y que en el contexto de una empresa que emite valores en el mercado estos accionistas son inversionistas pasivos que no buscan intervenir en la vida política de la empresa sino simplemente esperan una promesa futura de dinero.

La principal implicancia corporativa para el emisor de realizar una IPO es que pasa de ser una empresa con privacidad a una empresa que debe revelar constantemente información al público. Por ejemplo, si se trata de una Sociedad Anónima (S.A.), el hecho de realizar una IPO implica necesariamente que dicha empresa deba convertirse en una Sociedad Anónima Abierta (S.A.A.), que ahora no se registrará principalmente por la Ley General de Sociedades, sino por la regulación del Mercado de Valores, en concreto, por el TUO de la LMV.

De ahí viene la contraposición entre *public company* y *private company* (Henderson & Epstein, 2009, p. 2): una empresa es pública en el sentido de que es una empresa listada, y es privada en el sentido de que no es listada y, en consecuencia, no debe información al mercado sobre sus aspectos privados.

Si la empresa no quiere revelar información al público, puede solicitar a sus actuales accionistas que «se metan la mano al bolsillo» y aporten más dinero a la sociedad. Sin embargo, esta posibilidad tiene un límite inherente (no todos los accionistas tienen excedente, y los que sí tienen, lo tienen limitado), y esto no puede ser un obstáculo para impedir el crecimiento de la empresa. Por ello, la realización de una IPO suele ser una de las decisiones corporativas más importantes que debe tomar la empresa dado que implica conseguir dinero que le permitirá crecer de una manera que no sería posible con el simple aporte de los actuales accionistas,³ pero al costo de someterse a los ojos del mercado.

³ «Initial public offerings (IPOs) are the dream of most entrepreneurs, because an IPO offers access to cheap, liquid capital markets, as well as an attractive way to cash out entrepreneurial value accrued during the period when the venture was most risky» (Henderson & Epstein, 2009, p. 3).

La adquisición de una empresa listada es distinta a la adquisición de una privada o no listada. Para adquirir la primera se debe lanzar una OPA (Oferta Pública de Adquisición) y proceder conforme al procedimiento regulado por la normativa bursátil. Por la naturaleza del *target*, la adquisición se comunica al público. Por el contrario, la adquisición de una empresa no listada solo debe realizarse a través de un contrato privado (usualmente un contrato de compraventa de acciones o *share purchase agreement* – SPA), y no debe comunicarse al público.

La misma contraposición entre público *versus* privado la podemos encontrar cuando la empresa busca deuda. La empresa podría buscar financiamiento bancario. Para ello solo le basta negociar los términos y condiciones del contrato de financiamiento con el banco, y la información que tuviera que compartir solo la compartirá con el banco y en virtud de un acuerdo de confidencialidad (*non-disclosure agreement*) y con ocasión del respectivo *due diligence*. Este sería un financiamiento privado. Sin embargo, el mercado bancario o mercado de crédito no es la única alternativa que tiene una empresa para conseguir financiamiento: en muchas ocasiones el mercado de capitales se presenta como una opción interesante.

Nuevamente, la empresa que necesita obtener financiamiento del público en general emitiendo instrumentos financieros de deuda deberá someterse a la regulación del mercado de valores, cumplir con el principio de transferencia frente al público y revelar toda la información posible para permitir que los eventuales inversionistas tomen una adecuada e informada decisión de inversión. Si bien someterse a la regulación del mercado de valores impone un costo importante, este se verá compensado con el menor costo de la deuda, la cual puede ser canalizada a un menor precio que el dinero que maneja el banco (debido al *spread* bancario). Además, el mercado de capitales otorga mayores posibilidades de financiamiento que justifican la asunción del costo hundido en relación con el sometimiento a las reglas del mercado de valores.

Ahora, si bien tradicionalmente se suele contraponer al mercado bancario con el mercado de capitales (bonos) para la obtención de deuda (*debt*), y, por otro lado, a los accionistas frente al mercado de capitales (IPO) para la obtención de capital (*equity*), existe otro medio —privado— por el cual se puede canalizar capital de inversionistas que no requieren la protección de la regulación del mercado de valores y que no involucran el surgimiento de una relación directa frente a la empresa. Se trata de fondos que canalizan el dinero de inversionistas institucionales (*Qualified Institutional Buyers* – QIB) que tienen la sofisticación y conocimiento financieros suficientes para realizar inversiones, además de contar con poder de negociación y ser jugadores recurrentes en el mundo financiero.

Este dinero se suele denominar «capital privado» (*private equity*) por ser distinto al dinero público que se obtiene a través del mercado de capitales y, por ende, no se encuentra sometido a los requerimientos bursátiles de revelación de información.⁴ En la actividad de *private equity* participan inversionistas invitados y los fondos son

⁴ «Private equity, as the name suggests, is largely exempt from public disclosure requirements» (Kaplan & Schoar, 2005, p. 1791); «What makes private equity “private”? The very essence of private equity is exemption from the public securities laws: funds make investments in nonpublic portfolio companies, and the funds themselves are typically structured as private limited partnerships. Staying

invertidos en activos que no impliquen el cumplimiento de normativa bursátil; por ello es privado.⁵

Teniendo en cuenta esta distinción, resulta fácil comprender por qué la industria del *private equity* es denominada como tal. Los *sponsors* (aquellos que reúnen el capital) no buscan levantar dinero a través de los mercados de capitales, pues no desean someterse a la regulación de los mercados de valores. Ellos solo recolectan dinero de inversionistas institucionales, y, debido a que estos no necesitan protección, rige la libre autonomía de las partes. Este dinero se inyecta en un fondo que es administrado por los *sponsors*.

La relación privada entre el *sponsor* y los inversionistas institucionales es diferente a la que pueda tener la empresa deficitaria con sus respectivos acreedores y accionistas. En este caso se constituye una relación fiduciaria por la cual los inversionistas (principal o partícipes) le darán dinero al *sponsor* (agente) para que este lo administre, lo invierta, obtenga ganancias y pueda devolverles un monto mayor al capital inicialmente comprometido. En simple, los inversionistas otorgan sus excedentes a los *sponsors* para que estos les hagan ganar dinero. Así es como el *sponsor* participa como administrador o intermediario en favor de los inversionistas institucionales. Por eso la empresa deficitaria nunca tiene una relación contractual con los partícipes.

En conclusión, *private equity* se refiere a la obtención de capital por parte de inversionistas privados, quienes al no necesitar de la protección de la regulación del mercado de valores, asignan sus excedentes en favor de un administrador, quien reunirá el dinero de todos los inversionistas y lo agrupará en un fondo. Las reglas de dónde invertir, cuándo, por cuánto tiempo, entre otras condiciones, dependerán del tipo de fondo. No es lo mismo administrar un fondo de *venture capital* que un fondo de LBO.

2.2. Tipo de comprador de empresas

En segundo lugar, tenemos la distinción entre estratégico y financiero, lo cual está relacionado con las fusiones y adquisiciones y la calidad que ostenta un comprador en específico.⁶ Determinar a un comprador como estratégico o financiero es muy importante desde que las operaciones involucradas no serán las mismas. La compra de un *target* por un comprador estratégico no se estructura corporativa y contractualmente hablando como se estructura una compra liderada por un comprador financiero. Precisamente las cortes suelen resolver los casos de manera distinta dependiendo de si el mismo consiste en una operación liderada por un

below the regulatory radar is paramount. The breadth of the law's reach, and what one must do to escape it, largely defines what private equity is» (Spindler, 2009, pp. 311-312).

5 «Various transactions can be classified as "private equity" transactions, with the unifying theme being that the capital involved has been raised privately and will not be deployed by investing in publicly traded securities» (Cheffins & Armour, 2007, p. 5). Véase también Stewart (2008).

6 Respecto a la competencia entre comparadores estratégicos y compradores financieros en el mercado de LBO americano, véase Bartlett (2019), Healy, Palepu y Ruback (1997).

comprador estratégico o uno financiero, como ha ocurrido —por ejemplo— en el caso de los MAC *litigations*.⁷

Los compradores estratégicos son aquellos que tienen una visión a largo plazo, y por lo general se encuentran en la misma industria del *target*. Quieren adquirir control en el *target*, y la razón económica de comprar una empresa de la misma industria (sea un competidor) o que pertenezca a la misma cadena de producción (integración vertical) es obtener los beneficios de las sinergias. En términos financieros, las sinergias implican que la suma de 2 + 2 sea igual a 5. De esta manera, en una fusión las empresas que se consolidan valen más en conjunto que individualmente consideradas.

Pero, en general, las sinergias no son los únicos beneficios que se buscan en una integración estratégica. Otros son la reducción en los costos de transacción, la implementación de economías de escala, la obtención de mejor posicionamiento en el mercado (*market share*), la posibilidad de entrar en nuevas industrias, ganar nuevos clientes, entre otros (Williamson, 1990, pp. 3-4; Ferrero, 2003, pp. 317-319). Como se busca obtener estos beneficios, se trata de una operación de largo plazo.

Todos estos beneficios solo pueden obtenerse si el comprador piensa a largo plazo y tiene una estrategia determinada. Por ende, el crecimiento y desarrollo derivado de una compra o fusión se proyecta en años.

Una característica adicional en la estructuración de estas adquisiciones o fusiones es la fuente del capital (*equity*) que será usado para pagar la adquisición. Las compras estratégicas no suelen ser altamente apalancadas. Los compradores no necesitan endeudarse a altos niveles para poder comprar el *target*, pues tienen el dinero suficiente para afrontar la operación y pagar el precio respectivo. Esto permite que el comprador utilice las ganancias del *target* en el crecimiento del negocio y no para pagar la deuda a algún banco. Ello no quiere decir que las compras estratégicas no puedan tener un componente de deuda, sino que, en el caso que haya endeudamiento, este será menor en comparación con las compras financieras, y dicha deuda será pagada con dinero del propio adquirente.

En promedio, si las compras estratégicas requieren de deuda (*debt*) solo será del 30 %, mientras que el 70 % restante será capital (*equity*), y por ello no puede considerarse realmente como una operación apalancada (con altos niveles de deuda).

En resumen, las características de una adquisición por parte de un comprador estratégico son las siguientes: (i) el comprador pertenece a la misma industria del

7 La Corte de Delaware ha impuesto el estándar del comprador razonable a largo plazo (*the long-term perspective of a reasonable acquirer*) para hacer referencia al comprador estratégico con visión a largo plazo que no puede cancelar la transacción alegando como un MAC deterioros en el *target* a corto plazo. Este estándar se impuso inicialmente en *IBP Inc. v. Tyson Foods*, 789 A.2d 14 (Del.Ch. 2001) at 68: «[E]ven where a Material Adverse Effect condition is as broadly written as the one [here], that provision is best read as a backstop protecting the acquirer from the occurrence of unknown events that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner. A short-term hiccup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the long-term perspective of a reasonable acquirer». De esta manera, a efectos de resolver un MAC *litigation*, la Corte de Delaware diferenció entre el comprador estratégico y el comprador financiero. (véase García Long, 2016).

target o se encuentra dentro de la cadena de producción; (ii) la compra o fusión consiste en adquirir control sobre el *target*; (iii) la operación no es altamente apalancada y, por ende, se usa principalmente capital (*equity*) del comprador para pagar la adquisición; y, (iv) se trata de una adquisición a largo plazo.

Por otro lado, las compras financieras son lideradas por empresas (*sponsors*) que se dedican al negocio de comprar compañías usando dinero ajeno (el de los inversionistas privados) y un alto nivel de apalancamiento, para luego revender el *target* a un mayor precio que el pagado inicialmente y redistribuir las ganancias entre los inversionistas y los *sponsors*. Este negocio es realizado por empresas de LBO.

Las empresas de LBO son aquellas que tienen un alto conocimiento financiero y que se comprometen frente a sus inversionistas a obtener un alto rendimiento de las inversiones que realicen. Para ello captan capital de manera privada (de ahí la denominación *private equity* o capital privado): crean un fondo y a través de él canalizan el dinero de inversionistas con mucho excedente (inversionistas institucionales) como los fondos de pensiones, fondos mutuos, compañías de seguros, bancos, entre otros. La empresa de LBO tiene autonomía para decidir qué empresa comprar y cuánto pagar por ella, siempre y cuando la empresa de LBO se comprometa frente a sus inversionistas a devolverles al final de la vida del fondo (10 años en promedio) la ganancia esperada.

Claramente, la empresa de LBO no compra porque quiera extender su negocio en una industria determinada y beneficiarse de las sinergias (como lo hace un comprador estratégico). El *sponsor* adquiere al *target* simplemente porque quiere hacer dinero, y considera que puede revender el *target* a un mayor precio. Por ello, luego de la compra, la empresa de LBO suele contratar a especialistas en la industria del *target* y en temas financieros para que lo administren de manera eficiente y, de ser el caso, reemplacen a los administradores originales e ineficientes. Así, la existencia de los fondos de LBO incentiva a los administradores actuales de los *targets* a no realizar una labor ineficiente; de lo contrario, dicha ineficiencia se traducirá en un menor precio en la cotización de las acciones del *target* y hará más atractiva la adquisición del *target* por parte de un comprador financiero.

La naturaleza de la compra financiera también se caracteriza no solo por las particularidades del comprador que lidera la operación, sino, sobre todo y principalmente, por la estructura corporativa y contractual diseñada para la transacción. Normalmente, en una compra estratégica quien celebra el contrato es el mismo comprador estratégico o al menos una subsidiaria de él (que puede ser otra empresa que también pertenece a la industria del *target*). Por el contrario, en una compra financiera la empresa de LBO nunca celebra el contrato directamente, pues uno de los objetivos de la estructuración de la operación es reducir la exposición del *sponsor* a cualquier tipo de responsabilidad. Mucho menos otorga derechos en favor de terceros (como regla).⁸

Por tal motivo, se constituyen sociedades de propósito especial (*special purpose vehicle* o *newco*), las cuales son creadas con el solo propósito de ser la parte contractual frente al vendedor. Más importante, estas sociedades son conocidas como

⁸ Salvo algunas garantías específicas.

empresas cascarón (*shell corporations*), pues dado que han sido constituidas con el fin exclusivo de adquirir el *target*, no tienen más activos que las acciones de este. Cabe precisar, como es evidente, que se trata de entes jurídicos que gozan de responsabilidad limitada.

Además, debido a que el *sponsor* quiere reducir al máximo su exposición frente a eventuales responsabilidades relacionadas con la transacción, la operación puede estructurarse de manera que existan dos compañías por debajo del *sponsor*. En otras palabras, tenemos al fondo de LBO (primer nivel) que tiene el 100 % del accionariado de un *holding* (segundo nivel), el cual a su vez tiene el control sobre una subsidiaria (*shell company*), que es la que finalmente firma el contrato (tercer nivel).

Siguiendo con el mismo objetivo de reducir la exposición de la empresa de LBO, esta no usa todo el dinero que recibe de los inversionistas privados para realizar la adquisición. Utilizar el 100 % del dinero del fondo no es una buena estrategia. Es necesario diversificar los riesgos de la inversión: «no poner todos los huevos en la misma canasta».⁹ Para ello, el *sponsor* obtiene deuda que le permite pagar parte del precio de adquisición. Lo que diferencia a las compras financieras de las compras estratégicas es el alto nivel de apalancamiento. No es extraño que los compradores estratégicos se endeuden para comprar al *target*, pero no suele ocurrir lo mismo en los altos niveles de apalancamiento que caracterizan a las compras financieras. Es característica típica de las empresas de LBO usar en promedio 70 % de deuda (*debt*) y 30 % de capital (*equity*) para poder adquirir el *target* (Cheffins & Armour, 2007, p. 7).

Por ello, este tipo de operación se conoce como compra apalancada (*leveraged buyout*) pues, en términos financieros, apalancamiento significa deuda. Sin embargo, los altos niveles de deuda, si bien es una característica principal, no es la definitoria. La gran particularidad de los LBO es cómo se garantiza y paga el financiamiento obtenido para comprar el *target*. Un comprador estratégico podría estructurar una adquisición con un alto nivel de apalancamiento, pero no necesariamente dicha adquisición calificaría como un LBO. Para que la misma sea un LBO el financiamiento debe ser garantizado —en última instancia— con los activos del *target* y pagado principalmente con los flujos de caja futuro de este. En otras palabras, el comprador adquiere el *target*, se endeuda, le transfiere la deuda al *target* y este mismo lo paga con sus flujos de caja esperados.¹⁰

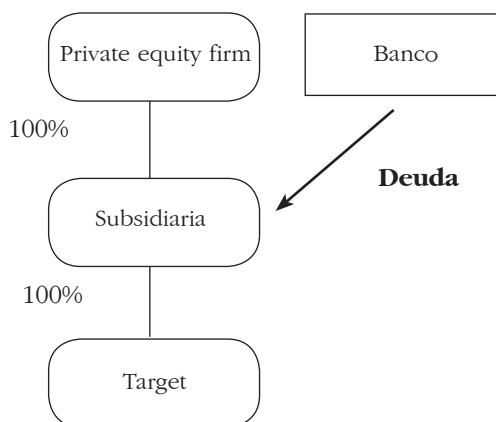
9 «After he won the Nobel Prize, reporters asked him to explain the portfolio theory. When he tried to do so, one journalist interrupted, “Oh, no, please explain it in lay language.” So he described the theory of diversification by saying: “You know, don’t put your eggs in one basket.” Headline writers around the world the next day created some version of “Economist Wins Nobel for Saying, ‘Don’t Put Eggs in One Basket’» (Noble, 2002).

10 Es importante señalar que en el derecho comparado existe la prohibición de la asistencia financiera, por la cual el *target* no puede garantizar ni otorgar préstamos para la adquisición de sus propias acciones (véase Lowry, 2011). En el Perú, dicha prohibición se encuentra en el artículo 106 de la Ley General de Sociedades, cuya literalidad daría a entender que las compras apalancadas serían nulas al vulnerar una norma imperativa. Sin perjuicio de ello, en el Perú se realizan compras apalancadas a través de operaciones que no encajan exactamente en el supuesto de la prohibición. Por último, se interpreta la norma de manera finalista, pues ella no tiene sentido si al final no se perjudica ni a los accionistas ni a los acreedores.

Una manera de estructurar un LBO sería la siguiente. La empresa de LBO podría crear una subsidiaria (*shell company*) con el propósito de que esta sea la parte contractual en el contrato de adquisición y, por ende, sea quien adquiera directamente el *target*. Esta adquisición podría realizarse a través de una OPA (*tender offer*), de manera que la subsidiaria se convierta en titular del 100 % de las acciones del *target*. Para realizar esta adquisición el *sponsor* consigue que un banco le preste el 70 % del precio de la adquisición a la subsidiaria (el *sponsor* podría otorgar algún tipo de garantía desde que la subsidiaria no tiene más activos que las acciones del *target*). Realizados los desembolsos por parte del banco, la subsidiaria puede cerrar la adquisición (ver figura 1).

Figura 1

Primer paso



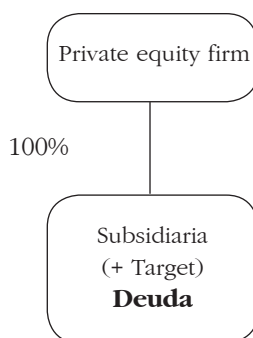
Posteriormente, la subsidiaria podría fusionarse con el *target* para formar una sola empresa, en donde el *target* se extinguirá para formar parte de la subsidiaria (fusión por absorción). La estructuración de una operación de dos pasos (*two steps*) mediante la cual, en primer lugar, la subsidiaria adquiere el *target* a través de una OPA para luego, en segundo lugar, una vez que la subsidiaria sea controladora del *target* se fusione con esta absorbiéndola, se conoce como *forward subsidiary merger* o *forward triangular merger*. Por el contrario, si por medio de la fusión es el *target* quien absorbe a la subsidiaria que lo controla, la operación se denominará *reverse subsidiary merger* o *reverse triangular merger*. Los términos «*subsidiary*» o «*triangular*» se emplean porque no es el verdadero comprador (en este caso la empresa de LBO) quien realiza la fusión con el *target*, sino una subsidiaria de ella y creada para ese propósito específico (Carney, 2007, pp. 68-69; Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2016, pp. 70-71). Además, se denomina una operación de dos pasos desde que primero se lanza una OPA y luego se produce una fusión (*tender offer + merger*).

En un LBO, la finalidad de realizar una fusión directa entre la subsidiaria y el *target* es trasladar el pasivo de la subsidiaria (el financiamiento del banco) al *target*

(ver figura 2). Dado que la subsidiaria es una empresa cascarón que no tiene más activos que las acciones del *target*, al absorber al *target* para formar una sola empresa resultante, el financiamiento terminará siendo respaldado por los activos del *target* y los flujos de caja futuro del mismo. De esta manera, finalmente es el *target* quien termina financiando su propia adquisición desde que dicha deuda será pagada con sus activos y flujos de caja esperados.

Figura 2

Segundo paso



En este aspecto los LBO se parecen mucho al *project finance*, en el cual los bancos prestan una gran cantidad de dinero a los dueños del proyecto pero ellos no se hacen responsables directos de la deuda, dado que la misma será garantizada con los activos del proyecto y pagada con los flujos de caja esperado de este. Así resulta determinante que los financiadores evalúen la viabilidad del proyecto y la distribución de riesgos, para concluir si el proyecto es o no es bancable (*bankable*) (véanse, en nuestro medio, Reggiardo, 2006; Noya de la Piedra & De los Heros Echecopar, 2007; Harman, 2016).

En conclusión, como hemos explicado, una compra financiera es muy diferente a una compra estratégica. Mientras que en una compra estratégica el comprador es la parte contractual que firma el contrato y adquiere directamente el *target*, utilizando para ello principalmente dinero propio y no ajeno (deuda), las compras financieras tienen una estructura corporativa y contractual diferente. En nuestro ejemplo, el *sponsor* constituye una subsidiaria para que adquiera directamente el *target* (primer paso) y luego se fusione con ella (segundo paso) para garantizar el endeudamiento con los activos y los flujos de caja futuro del *target*. Esta estructura se justifica desde que el *sponsor* no usa todo el dinero del fondo, sino una pequeña parte en relación con toda la deuda que adquiere para financiar la compra del *target*.

En resumen, las características de una adquisición por parte de un comprador financiero, como las empresas de LBO, son las siguientes: (i) el comprador no es una empresa que pertenece a la misma industria del *target* o que se encuentra dentro de la cadena de producción, sino una empresa especializada en comprar y vender

empresas; (ii) la adquisición consiste en adquirir control sobre el *target*; (iii) la operación es altamente apalancada, formándose el precio de compra —en promedio— de un 30 % de capital (*equity*) y 70 % de deuda (*debt*); (iv) la deuda se garantiza con los activos del *target* y se paga con los flujos de caja esperado del mismo; y, (v) se trata de una adquisición a corto-mediano plazo, ya que el objetivo es comprar la empresa para venderla a un mayor precio.

Finalmente, si bien de modo conceptual podemos distinguir a los compradores estratégicos de los financieros, esto no los convierte en categorías totalmente opuestas. Las empresas de LBO también pueden comportarse como compradores estratégicos. Dado que lo importante es aumentar el valor del *target*, la empresa de LBO podría dedicarse a comprar diversos *targets* de cierto sector y así fusionarlas para generar sinergias. Por ejemplo, Blackstone es conocida por invertir en empresas de *real estate* para así tener bajo su administración un portafolio de empresas que se beneficie de las sinergias buscadas por un comprador estratégico (Bartlett, 2019, p. 150).

Teniendo en cuenta estas importantes precisiones, será más fácil entender en qué consiste, en detalle, la industria del *private equity* y el LBO.

3. Private equity y LBO

3.1. ¿Qué son las operaciones de private equity y LBO?

Se puede captar dinero de manera pública acudiendo al mercado de capitales o, de manera privada, recurriendo a capitales privados de inversionistas institucionales. A estos capitales privados se le denomina *private equity*. Esta es una primera acepción del concepto de *private equity*. La manera de captar capitales privados es a través de la creación de fondos de inversión (*investment funds*) que son administrados por sociedades administradoras. En simple, la sociedad administradora (conocida como *general partner*) crea una entidad legal con patrimonio propio, que es el fondo, que será el titular de los activos que aportarán los inversionistas o partícipes del fondo. Tenemos, así, tres patrimonios: el patrimonio de los inversionistas, el patrimonio del fondo y el patrimonio de la sociedad administradora. El patrimonio de inversión es el del fondo.

Existen diferentes tipos de fondos, entre ellos *mutual funds*, *hedge funds*, *private equity funds*, entre otros. Los *mutual funds* captan capitales públicos, se rigen por la normativa bursátil, sus activos son valores mobiliarios y permiten la redención de la participación del inversionista, mientras que los *hedge funds* y *private equity funds* captan capitales privados y, por ende, no se rigen por la normativa bursátil. Los *hedge funds* tienen como activos valores mobiliarios y también permiten, aunque más limitadamente, la redención de la participación de los inversionistas. Los *private equity funds*, por su parte, reciben su nombre de *private equity* no porque se trate de la captación de capitales privados, pues ello también caracteriza a los *hedge funds*, sino por el tipo de inversión que se realiza con el dinero privado captado.

Los fondos de *private equity* reciben tal nombre, y esta es la segunda acepción, porque se capta dinero privado para comprar participación social en empresas pri-

vadas, esto es, que no cotizan en bolsa. Entonces, *private equity* se refiere a aquellos fondos de inversión que se dedican a comprar participación mayoritaria en empresas. Entre los principales tipos de fondos de *private equity* se encuentran los fondos de *venture capital*, que invierten en *start-ups* o empresas nuevas y de alto riesgo pero de alta rentabilidad, y los fondos de *buyouts*, que se dedican a comprar empresas para luego venderlas y obtener una ganancia.

Entonces, el nombre *private equity*, sin perjuicio de que haga alusión a la calidad de privado del capital, en realidad se utiliza, de manera más precisa, para hacer referencia a aquellos fondos de inversión que tienen como objeto de inversión comprar empresas privadas. Tan cierto es esto que los fondos de *buyouts* pueden comprar tanto empresas privadas como empresas que cotizan en bolsa, pero cuando se da este último caso proceden a deslistar a la empresa para que sea privada (deslistada). Por ello a las compras lideradas por empresas de LBO se las conoce como *going private transactions* o *public-to-private transactions*.¹¹

Las operaciones que realizan los fondos de *buyouts* se denominan *leveraged buyouts* (LBO) por el alto apalancamiento o nivel de deuda que se usa para comprar el *target*. De ahí que a estos fondos también se los llame fondos de *leveraged buyouts*. Entonces, entiéndase por *private equity* aquella industria encargada de captar capital privado mediante la constitución de fondos, y *leveraged buyouts* (LBO) como una línea de inversión en concreto que realizan los fondos de *private equity* y que consiste en la compra y venta de empresas a corto o mediano plazo. Entonces, en adelante, cuando hablemos de *private equity* nos estaremos refiriendo a los LBO. Las empresas de LBO son los *managers* de los fondos que tienen como inversión comprar y vender empresas.

En simple, *private equity* y LBO consisten en actividades por las que se usa dinero ajeno (el de los inversionistas) para comprar empresas utilizando un montón de deuda, para repotenciar el *target*, venderlo a un buen precio y materializar una ganancia prometedora.

Debemos precisar que cuando hablamos de LBO nos referimos a las compras lideradas por empresas de LBO, quienes previamente han levantado dinero en un fondo y obtienen altos niveles de deuda para financiar cada una de sus operaciones, en donde dicha deuda es pagada con los flujos futuros del mismo *target* que adquieren, con la intención de realizar la desinversión en el corto o mediano plazo. Este es el concepto general. Sin perjuicio de ello, este tipo de operación puede variar en su denominación en virtud de la particularidad de la transacción en concreto.

Podemos estar ante un MBO (*management buy-out*), en el que el comprador es la propia administración del *target*;¹² un MBI (*management buy-in*), en el que el comprador es un administrador externo del *target* (lo cual puede dar lugar a una compra hostil destinada a destituir a los malos administradores que no se dan cuenta

11 Al respecto, véase a Renneboog y Simons (2005), Henderson y Epstein (2009), Bartlett (2019). De manera más general, esta denominación de *going-private* se usa cuando las empresas listadas pasan a ser privadas (deslistadas) por diversas razones, entre ellas, por el incremento del costo de cumplimiento de la normativa bursátil (al respecto, véase Kamar, Karaca-Mandic & Talley, 2009; Bartlett, 2009).

12 Respecto a la industria de los MBO y el porqué se realizan este tipo de operaciones, véase Shleifer y Vishny (1987).

del potencial del *target*); o incluso un BIMBO (*buy-in management buy-out*), en el que la compra la lideran los administradores del *target* junto con otros administradores externos. Debemos precisar que en un MBO, MBI o BIMBO pueden estar presentes otros inversionistas institucionales de apoyo, entre ellos una empresa de LBO. También podemos estar ante un IBO (*institucional buyout*) en el que los líderes de la operación son inversionistas institucionales (que pueden incluir a cualquier institución, como bancos, firmas de *venture capital* y también empresas de LBO); en esta modalidad puede estar involucrada —o no— la administración del *target* como apoyo (Renneboog & Simons, 2005).

De manera general, siempre es recomendable que en la etapa post-LBO la administración sea accionista del *target*, y así alinear y crear fuertes incentivos para aumentar el valor del *target*.¹³

Lo que caracteriza finalmente a todas estas modalidades es (a) el alto apalancamiento (70 % en promedio), (b) que la desinversión se realiza en el corto o mediano plazo y (c) que la deuda es pagada con los flujos futuros del *target* y garantizada con sus propios activos. Esto es lo que tipifica a cualquier modalidad de LBO.

Cuando el LBO es liderado por una empresa de LBO, el primer paso es levantar un fondo con dinero de inversionistas millonarios (fondo de pensiones, compañías de seguro, fondos mutuos, bancos, *endowments*, entre otros). Este fondo toma la forma de un *limited partnership*, en el cual la empresa de LBO es el *general partner*, mientras que los inversionistas son los *limited partners*. De esta manera, la empresa de LBO es el administrador del fondo y los inversionistas son los que aportan el capital y solo asumen como riesgo la pérdida de ese capital aportado (debido a la responsabilidad limitada).

Este capital se conoce como *committed capital* (capital comprometido) (Metrick & Yasuda, 2010, p. 2307) y tiene dos características fundamentales: (1) se conoce como *blind money*, pues las empresas de LBO tienen la libertad de decidir en qué empresas invertir y cuánto pagar por las mismas (Axelson, 2010); y, (2) se trata de fondos *closed-end* (Stein, 2005), en los cuales, a diferencia de lo que ocurre en los fondos mutuos (que son *open-end*), los inversionistas no pueden retirar su dinero del fondo.

Estos fondos tienen una vigencia promedio de 10 años (*time limit*), en la cual se distingue entre el período de inversión (*investment period*) y el período de desinversión (*exit*). Usualmente la empresa de LBO tiene cinco años para realizar la inversión y para aumentar el valor del *target*, y a partir del quinto año empieza a prepararse para el *exit* y obtener la ganancia esperada, lo cual puede materializarse a través de un IPO o vendiendo el *target* a un comprador estratégico e incluso a otra empresa de LBO (lo que se conoce como *secondary buyout*). Mientras que en la experiencia americana el medio de salida preferido es el IPO, en la experiencia latinoamericana —al no tener un mercado de capitales tan desarrollado (Reyes, 2013,

13 «In addition, LBO firms generally require the target's post acquisition managers to purchase a significant equity stake in the target. This ensures that the manager's financial interests are aligned with those of the LBO firm while creating a powerful incentive for managers to increase the value of the target's equity» (Bartlett, 2019, p. 129).

p. 14)— se prefiere la venta a un comprador estratégico (véase Espinosa & Trelles, 2015; Reggiardo, 2011).

Durante la vida del fondo la empresa de LBO cobra principalmente dos *fees* que se han popularizado en Wall Street como «2-20», que consiste en un *fee* ascendente al 2 % del capital comprometido (*management fee*) y un *fee* del 20 % de las ganancias del fondo que resulte de la desinversión (*carried interest*).¹⁴ Entonces, si el fondo tiene una vigencia de 10 años, la empresa de LBO cobrará el 2 % del capital comprometido anualmente durante los primeros cinco años, y usualmente, a partir del sexto año, este *fee* se reducirá hasta que se logre la desinversión. Una vez logrado el *exit*, el 20 % de las ganancias va a la empresa de LBO y el resto a los inversionistas.

Ahora, uno de los aspectos importantes respecto de cómo se financian los LBO es la relación entre capital (*equity*) y deuda (*debt*) que caracteriza a la misma. Si las empresas de LBO tuvieran que utilizar solo el capital que captan de sus inversionistas, no tendrían la posibilidad de realizar muchas operaciones y de diversificar riesgos. Si una empresa de LBO tuviera un fondo por US\$100 millones e identifica una buena oportunidad de inversión en comprar el *target* «A» por un precio de US\$100 millones, tendría que usar todo el dinero del fondo, lo cual no resulta rentable ni sirve para diversificar el riesgo de la inversión. Como decía James Tobin, Premio Nobel de Economía en 1981, «You know, don't pull all your eggs in one basket» (The Guardian, 2009).

Por el contrario, resulta más atractivo endeudarse y obtener un financiamiento de US\$90 millones y solo invertir US\$10 millones del fondo en la compra del *target* «A». De esta manera, la empresa de LBO puede salir al mercado a buscar otra oportunidad de inversión. Si pretende adquirir al *target* «B», que vale US\$120 millones, podría buscar financiamiento por US\$100 millones e invertir solo US\$20 millones del fondo. Posteriormente, podría intentar adquirir al *target* «C», que vale US\$150 millones, para lo cual le bastará endeudarse por US\$120 millones e invertir US\$30 millones del fondo. En total, habiendo utilizado solo US\$60 millones del fondo, la empresa de LBO tendría bajo su control activos por US\$370 millones.

Cualquiera podría preguntarse: ¿y qué pasa con la deuda? El principal atractivo de realizar un LBO es que la deuda se garantiza con los mismos activos del *target* y se paga con sus propios flujos de caja futuro. En otras palabras, la empresa de LBO no necesita obtener financiamiento adicional para repagar la deuda. Si la empresa de LBO hace bien su trabajo y administra sus activos eficientemente, los flujos de caja

14 «The general partners' returns are generated primarily by way of an annual management fee based on a fixed percentage of committed capital (typically between 1% and 3%, with the norm being 2%) and a stipulated share of the fund's profits, often referred to as "carried interest" or "carry". The management fee and the carry are both elements of what is referred to as the "waterfall" created by the distribution provisions in the partnership agreement underlying a private equity investment fund. Carried interest is most often set at 20% of a partnership's net return, often with a "hurdle rate" that has to be exceeded for the general partners to claim profits but also employing a "catch-up" clause which means that once profits move above the hurdle level the general partners claim any further profits until the 80/20 split is restored. Since the size of the carry depends on performance, those running a private equity firm have a direct financial incentive to achieve good results with each investment fund they establish» (Cheffins & Armour, 2007, p. 6). Véase también Davidoff, 2009a, p. 25.

futuro de cada compañía adquirida servirán para pagar el respectivo financiamiento y, después de que estas empresas se vendan, se podrá realizar la ganancia. Por ello, al final del día, la deuda la termina asumiendo el mismo activo que se compra.

Esta es la principal razón por la cual el apalancamiento (*leverage*) es uno de los mayores atractivos en los LBO, pues permite comprar empresas que no podrían financiarse solo con el dinero del fondo. Y desde que la empresa de LBO gana el 20 % de las ganancias del fondo, tiene todos los incentivos para encontrar al *target* adecuado, colocar una buena administración, supervisarla y venderla al mayor precio posible. Claramente, mientras mayor sea la inversión, mayor será el retorno esperado, y dicha mayor inversión es posible siempre y cuando exista deuda barata y disponible. El poder del apalancamiento está en la ganancia esperada: si inviertes US\$10 en un activo y luego lo vendes a US\$12, tu ganancia es del 20 %; pero si inviertes US\$1, te prestas US\$9, pagas US\$1 de intereses (a una tasa del 11 %), y luego vendes ese mismo activo a US\$12, tu ganancia es del 100 % (Stewart, 2008).

La regla es muy simple: no uses todo tu dinero en comprar un activo si puedes obtener deuda que será pagada con el rendimiento del mismo activo. La lógica es muy similar a una hipoteca (Carey, 2012, p. 14). Si compramos una casa a US\$100 para luego venderla a US\$120, debemos invertir US\$100 de capital para obtener una ganancia del 20 %. Pero si invertimos solo US\$20 en comprar la casa, la hipotecamos, la arrendamos para obtener renta, dicha renta se usa para pagar la hipoteca y, una vez cancelada, si de la venta de la casa se obtiene US\$40, la ganancia es del 100 % con solo con haber invertido US\$20 de capital.

Esta técnica financiera tuvo un gran impacto en el mercado de fusiones y adquisiciones. Al ser la empresa un objeto de transacción sujeto a la oferta y demanda, cualquiera que tuviera el dinero suficiente podría adquirir a la empresa ofreciendo una prima lo suficientemente atractiva y sin necesidad de consultar con la administración (*hostile takeovers*). Este contexto permitió el nacimiento de diversos mecanismos corporativos de protección contra adquisiciones hostiles (entre ellas, los *poison pills*). Sin embargo, antes de la creación de estos, un clásico, simple y efectivo mecanismo de protección contra compras hostiles siempre fue el tamaño del *target*: es más fácil adquirir una compañía pequeña cuyo precio de adquisición es menor en comparación con una gran compañía o conglomerado.

Sin embargo, las operaciones de LBO y las buenas condiciones del mercado de crédito cambiaron la lógica de que «el pez grande se come al pez pequeño». Es común que el ambiente de fusiones y adquisiciones se grafique como uno donde el más fuerte se come al más débil, donde el más grande caza al más pequeño. La siguiente figura 3 demuestra lo mencionado (DePamphilis, 2011, p. 1).

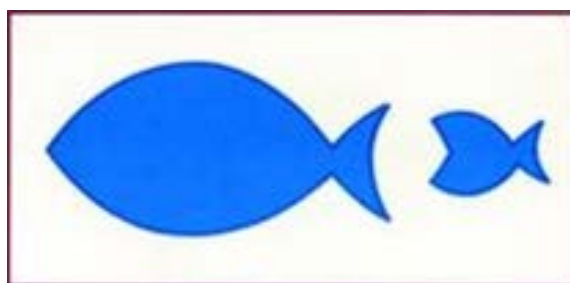
Figura 3



“I’ve come up with our new logo, JB.”

Sin embargo, dado el impacto de los LBO en el mercado de fusiones y adquisiciones, no se necesitaba ser un comprador grande para adquirir otra empresa grande, dado que lo único que se necesitaba era encontrar algún banco dispuesto a proveer la deuda necesaria para realizar la adquisición o que pudiera levantar fondos de los mercados de capitales. En consecuencia, muchos compradores pequeños, con poco capital, empezaron a comprar grandes empresas gracias a la obtención de deuda, sea del mercado bancario o del mercado de capitales. En otras palabras, como demuestra la figura 4 que consiste en la portada del libro *Management guide to leveraged buyout* de Edward K. Crawford, en el actual mercado de fusiones y adquisiciones «el pez pequeño también se come al pez grande»:

Figura 4



En promedio, durante la década de 1980 las empresas de LBO usaban entre 80 % y 90 % de deuda y solo 10 %-20 % de capital, mientras que durante la década de 2000 el apalancamiento bajó a 60 %-70 % de deuda, lo cual sigue siendo un ratio muy alto respecto a la estructura de capital (*equity* versus *debt*). El poder de la deuda era tan alto que el objetivo era usar el mínimo posible de capital del fondo y

utilizar el máximo posible de deuda,¹⁵ incluso contra lo que pudiera decir la teoría financiera más destacada.

Como decía Henry Kravis, cofundador de KKR —una de las principales empresas de LBO en el mundo—, «There is nothing a little leverage can't fix» (Molloy & Jones, 1997). Ello se demuestra de manera muy gráfica en la siguiente conversación (Axelson, Strömberg & Weisbach, 2009, p. 1549):

Practitioner: «Things are really tough because the banks are only lending four times cash flow, when they used to lend six times cash flow. We can't make our deals profitable anymore».

Academic: «Why do you care if banks will not lend you as much as they used to? If you are unable to lever up as much as before, your limited partners will receive lower expected returns on any given deal, but the risk to them will have gone down proportionately».

Practitioner: «Ah yes, the Modigliani-Miller theorem. I learned about that in business school. We don't think that way at our firm. Our philosophy is to lever our deals as much as we can, to give the highest returns to our limited partners».

Como se podrá advertir, el desarrollo y auge de los LBO depende principalmente de las condiciones favorables del mercado de crédito y los mercados de capitales. Cuando las cosas van bien y los bancos se sienten seguros, se celebrarán más contratos de préstamos, más contratos de *underwriting*¹⁶ y cualquier otro contrato que permita levantar fondos para financiar una adquisición. Por el contrario, durante las crisis financieras se reduce considerablemente el número de transacciones de LBO y el monto que se paga por los *targets*.

Incluso se ha cuestionado que cuando las condiciones son buenas, las empresas de LBO suelen ofertar montos muy altos por los *targets* que quieren comprar. Entonces, no necesariamente quien ofrece el monto más alto es quien más valora el *target* o quien podrá administrarlo y asignarlo a un uso más valioso, sino simplemente quien tenga mayor acceso a deuda barata para así ofrecer el precio más atractivo por el *target*. Esto hace más complicado determinar qué operaciones de LBO son realmente eficientes y cuáles son sobrevaloradas (Bartlett, 2019; Axelson, Jenkinson, Strömberg & Weisbach, 2013).

Esto explica por qué los LBO pertenecen a una industria cíclica con *booms and busts* (Acharya, Franks & Servaes, 2007, p. 1). Por ejemplo, 1988 fue el gran año de la primera ola de *private equity* y LBO, pero el siguiente año, debido a la crisis del

15 «In order to enhance returns and increase the number of purchased companies, private equity firms seek to place as much debt and as little equity as feasible onto the acquisition capital structure» (Davidoff, 2009b, p. 489).

16 A efectos de las fusiones y adquisiciones, y en específico de los LBO, los *underwriting agreements* son contratos a través de los cuales un banco de inversión se compromete (según el nivel de compromiso pactado, sea *firm commitment*, *stand-by* o *best efforts*) a colocar en el público la deuda que el emisor (el comprador) pretende emitir para lograr financiar la compra de una empresa objetivo. El principal riesgo que asume el *underwriter* —en diferentes grados— es el riesgo de una colocación no exitosa (véase Mandelker & Raviv, 1977; S.H., 1931; Marsh, 1980).

mercado de bonos basura (*junk bonds*), el número y valor de las transacciones empezó a caer. El valor de los LBO cayó de US\$75,8 billones en 1989 a US\$8 billones en 1992 (Davidoff, 2009a, p. 32). Por otro lado, mientras que en 1980 existían aproximadamente 113 empresas de LBO que administraban activos por US\$4,5 billones, en 2006 existieron aproximadamente 2700 empresas de LBO que administraban US\$500 billones en activos (Bartlett, 2019, p. 145). Sin perjuicio de esta naturaleza cíclica y dinámica, las operaciones de LBO son las más importantes cuantitativamente hablando en el mundo de las fusiones y adquisiciones de empresas.

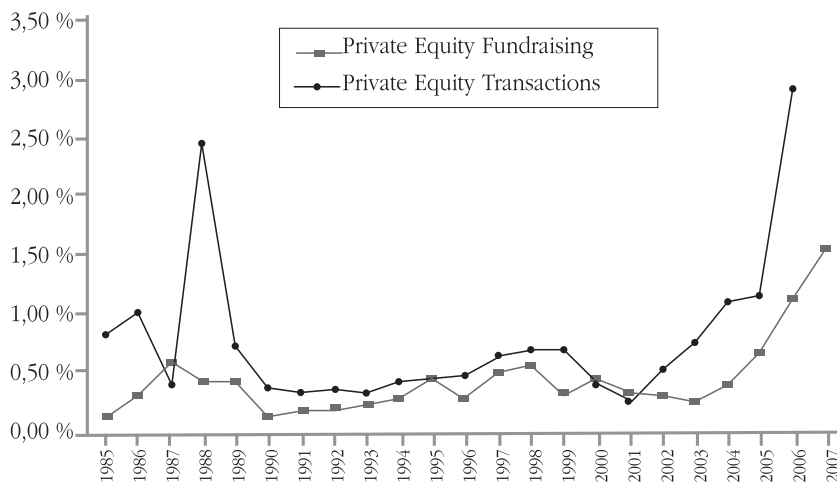
En la historia de las fusiones y adquisiciones se reconocen seis grandes olas (*merger waves*) o momentos protagónicos para las fusiones y adquisiciones (Lipton, 2006; Hill, Quinn & Davidoff, 2016): (1) primer período: de 1893 a 1904; (2) segundo período: de 1919 a 1929; (3) tercer período: de 1955 a 1969-1973; (4) cuarto período: de 1974-1980 a 1989; (5) quinto período: de 1993 a 2000; y, (6) sexto período: de 2005 a 2007. A su vez, se reconocen dos grandes períodos para las operaciones de *private equity* y LBO (*LBO waves*), que se encuentran en la cuarta (1974-1980 a 1989) y sexta (2004 a 2007) ola de fusiones y adquisiciones.

Precisamente cuando revisamos datos estadísticos respecto al impacto que han tenido los LBO en el mundo financiero, se puede apreciar claramente el auge que tuvo este tipo de operaciones en 1988, su posterior caída durante la década de 1990 y su reciente explosión en 2007, para luego volver a caer.

Kaplan y Strömberg (2009, p. 125) demuestran que los fondos captados de inversionistas privados y el valor de los LBO ejecutados en relación con el total de operaciones realizadas en el mercado americano de fusiones y adquisiciones tuvieron dos picos importantes: en 1988-1989 y en el 2007 (ver figura 5).

Figura 5

U.S. Private Equity Fundraising and Transaction Values as a Percentage of Total U.S. Stock Market Value from 1985 to 2007

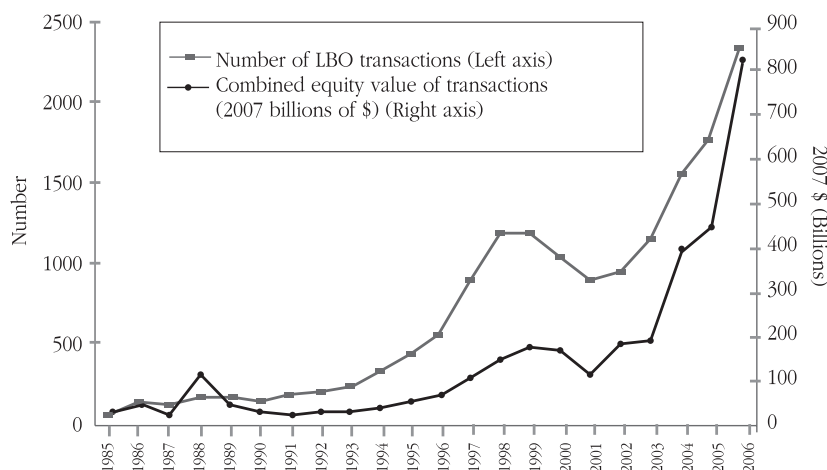


Sources: Private Equity Analyst, CapitalIQ Stromberg (2008), authors' calculations.

De igual manera, el auge en 1988-1989 y 2007 también se demuestra en relación con el número y el valor de capital combinado de los LBO en tales años (Kaplan & Strömberg, 2009, p. 126) (ver figura 6).

Figura 6

Global Private Equity Transaction Volume, 1985-2006



Sources: CapitalIQ Stromberg (2008), authors' calculations.

Note: "LBO" is "leveraged buyout".

Para entender mejor el impacto de los LBO en el mercado de fusiones y adquisiciones, es importante conocer cómo surgió este tipo de operaciones y quiénes son sus principales protagonistas (algunos de ellos incluso denominados en algún momento como los «reyes de Wall Street»).

3.2. KKR y el nacimiento de los LBO

Los orígenes del *private equity* y el LBO se remontan a uno de los compradores financieros más importante del mundo de las fusiones y adquisiciones. Nos referimos a Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR). Jerome Kohlberg, Henry Kravis y George Roberts trabajaban juntos en el banco de inversión Bear Stearns durante la época de 1970. Kohlberg, quien era el mayor de todos, se percató de la oportunidad de realizar un tipo particular de adquisición de empresas que en ese momento se denominó *bootstrap deals* (Müller & Panunzi, 2004, p. 1218), para luego popularizarse como *leveraged buyouts* (LBO).

A mediados de 1960, Kohlberg observó que los negocios familiares estaban a punto de experimentar un cambio generacional y que los empresarios veteranos pretendían que sus familias se mantuvieran en control de la empresa. En ese momento, o la empresa se vendía a una empresa más grande o realizaba un IPO, pero en ambos supuestos la familia perdía el control del negocio. Kohlberg pensó en una tercera opción: el LBO.

En este escenario la familia vendía una participación considerable a un grupo de inversionistas, quienes la compraban usando principalmente deuda. La familia aún mantenía participación en la empresa y se encargaba de dirigirla. Dado que la empresa terminaba altamente apalancada, los inversionistas confiaban en que la familia realizaría todos sus esfuerzos para mejorar la administración de la empresa y pagar la deuda. Si se generaban los flujos de caja necesarios y se pagaba la deuda, entonces los inversionistas podían favorecerse del aumento de valor en la empresa y vender su participación a un buen precio. Esto también favorecía a la familia, dado que al permitir la entrada de inversionistas con el objetivo de aumentar el valor de la empresa, la familia se quedaba dirigiendo una empresa que valía más en comparación con el momento anterior al LBO (Kaufman & Englander, 1993, p. 66).

De esta manera, la familia no solo era administradora de la compañía sino también propietaria (en determinada proporción). Esta fue una de las principales innovaciones de Kohlberg (Davidoff, 2009a, p. 23), por la cual intentó ganarse la confianza de las familias para la realización de un LBO en la compañía, dejando en claro la política de no realizar adquisiciones hostiles. Además, mantener a la familia como administradores de la compañía permitía alinear los intereses contrapuestos que suelen coexistir entre administradores y propietarios en empresas listadas. Uno de los principales atractivos de la estructura del LBO es que permite reducir los costos de agencia entre administradores y accionistas.

Esta idea se puso en práctica en 1965 con el LBO de Stern Metals por US\$9,5 millones, de los cuales solo US\$500 000 provinieron de capital desembolsado por los inversionistas y el resto se compuso de deuda. La familia mantuvo participación en la compañía y la dirigió. Cuatro años después los inversionistas vendieron su participación en la empresa y ganaron US\$4 millones (Kaufman & Englander, 1993, p. 66, nota 37).

Kohlberg enseñó esta estructura a sus colegas jóvenes Roberts y Kravis, y formaron un tridente que lideró esta práctica en Bear Stearns. Dado que los LBO se estaban volviendo conocidos en el mundo financiero, el tridente propuso abrir una unidad independiente en Bear Stearns que se dedicara exclusivamente a este tipo de transacciones, como una actividad distinta a la banca de inversión. Sin embargo, Bear Stearns rechazó esta propuesta, lo cual en retrospectiva podría ser visto como una de las peores decisiones que haya tomado dicho banco de inversión.

En 1976 Kohlberg (en ese entonces con 50 años), Roberts y Kravis (con 33 y 32 años, respectivamente) dejaron Bear Stearns para fundar un *partnership* dedicado exclusivamente a levantar capital privado para comprar empresas a través de la estructura de un LBO. Al principio el *partnership* se llamaría KRK (por Kohlberg Roberts Kravis & Co., siguiendo la jerarquía que tenían en Bear Stearns). Sin embargo, debido a opiniones y consejos de terceros, la firma terminó llamándose KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co.), pues ese nombre sonaba mejor (Davidoff, 2009a, p. 24). Este fue el inicio oficial de la industria de *private equity* y LBO.

Para que KKR pudiera crecer debía encontrar la manera de obtener la mayor cantidad de capital y deuda, que son los componentes esenciales para realizar los LBO. En 1977 KKR realizó solo tres LBO y bajo una estructura *deal-by-deal*, esto es, no tenía una fuente estable de capital y, por ende, para cada LBO tenía que convencer

a inversionistas institucionales para que desembolsaran capital, lo cual claramente involucraba altos costos de transacción.

La situación empezó a cambiar en 1978 cuando KKR levantó el primer fondo de *private equity* en la historia de los LBO (Davidoff, 2012, p. 19) por un monto de US\$32 millones proveniente de compañías de seguros, bancos y fondos de pensiones. El siguiente año KKR sorprendió a Wall Street y utilizó dicho dinero para realizar el primer gran LBO y respecto de una empresa listada, Houdaille Industries, por US\$380 millones, de los cuales el 87 % fue financiado por deuda.¹⁷ Este LBO fue considerado como el Big Bang que desencadenó el interés de otros jugadores por realizar este tipo de operaciones. Después de Houdaille, todos querían realizar un LBO (Carey & Morris, 2012, p. 33).

Cada vez KKR lograba levantar más dinero en los fondos que creaba. Mientras que en su primer fondo levantó US\$32 millones, en el cuarto esta cifra llegó a US\$1 billón, y en su quinto levantó US\$1,6 billones. De esta manera KKR logró asegurarse el componente de capital para sus LBO.

Sin embargo, el propósito de un LBO es estructurar la operación con la mayor ratio de deuda posible y con la menor inversión de capital. Esta demanda fue aprovechada por el gran Michael Milken y Drexel Burnham Lambert Inc., con la creación de un mercado para el financiamiento de adquisiciones de empresas a través de deuda de alto rendimiento (*high-yield bond*) conocidos peyorativamente como bonos basura (*junk bonds*).

Milken se percató de la urgencia de deuda por parte de empresas de *private equity* como KKR y creó un gran negocio para el financiamiento de los LBO a través de los bonos basura (Taggart, 1987). El mundo de las fusiones y adquisiciones cambió de la mano de Milken y convirtió los años 1980 en el primer reinado de los LBO (Romano, 2005, pp. 347-348).

Inicialmente los bancos solo otorgaban préstamos principales y asegurados (*senior and secured*), y raramente préstamos subordinados y no asegurados (*subordinated and unsecured*). Una nueva fuente de deuda subordinada fueron los bonos basura o deuda de alto rendimiento. Este tipo de deuda recibe la denominación de bonos basura, pues son emitidos por empresas que clasifican —según las entidades clasificadoras de riesgos— por debajo de *investment grade* al tener altos riesgos de incumplimiento (*risk of default*) o que incluso no tienen clasificación (*unrated*). Precisamente, para compensar este mayor riesgo las emisoras pagan mayores tasas de interés. Por ello se llaman deudas de alto rendimiento.

Para tener claro qué se quiere decir en términos financieros cuando se dice que un bono no tiene clasificación o que clasifica por debajo de *investment grade* (*unrated* o *rated below investment grade*), debemos entender el sistema que usan los clasificadores de riesgos como Fitch, Moody's y Standard & Poors para clasificar

17 «In October 1978 a little-known investment fund, Kohlberg Kravis Roberts, struck an agreement to buy Houdaille Industries, an industrial pumps maker, in a \$380 million leveraged buyout. Three hundred eighty million bucks! And a public company, no less! There had been small leveraged buyouts of privately held business for years, but no one had ever attempted anything that daring» (Carey & Morris, 2012, p. 13). Véase también Kaufman & Englander, 1993, p. 71.

deudas (entre ellos, bonos). Todos usan sistemas similares que asignan letras a los bonos para representar la clasificación correspondiente. Por ejemplo, lo que para Moody's es clasificado como Aaa (mínimo riesgo de incumplimiento), es AAA para Standard & Pools. En adelante, usaremos el sistema de clasificación de Standard & Pools, por ser uno de los más estandarizados.

Standard & Pools usa las letras A, B y C en el siguiente orden de jerarquía: AAA, AA, A, BBB, BB, BBB, CCC, CC, C, NR. Los bonos que son clasificados con AAA (*triple AAA-rated*) son de alta calidad; los que son clasificados con BBB son de calidad media; desde BB a CCC son bonos de muy baja calidad o bonos basura; mientras que NR se refiere a *not rated* (sin clasificación).

El término *investment grade* es un concepto financiero utilizado para referirse a aquellas deudas que tiene una buena clasificación crediticia. En el sistema de Standard & Pools, los bonos que clasifican como *investment grade* son aquellos que están entre AAA y BBB; desde BB para abajo se encuentran los bonos basura.

En *The big short* tenemos la escena de Jared Vennett de Deutsche Bank, quien intenta vender *credit default swaps on subprime mortgage bonds* (seguros contra el incumplimiento de bonos respaldados por hipotecas de baja calidad) a Mark Baum de FrontPoint. En dicha escena se graficó —de manera muy ilustrativa como se aprecia en la figura 7— la clasificación de bonos.

Figura 7



3.3. Game changer: Michael Milken y los bonos basura

Los bonos basura o por debajo de BBB fueron el tipo de bonos que empezaron a ser el instrumento financiero que permitió financiar la primera gran ola de fusiones y adquisiciones y LBO. En el pasado estos bonos solo servían a empresas con activos menores a US\$25 millones que no estaban en capacidad de clasificar como *investment grade*. Sin embargo, la historia cambió en los años 1980 debido a un hallazgo en 1969.

Un joven estudiante de pregrado encontró en la biblioteca de la Universidad de California-Berkeley un libro de 1958 titulado *Corporate bond quality and investor experience*, de W. Braddock Hickman. En dicho libro, de 536 páginas, se explicaba cómo los bonos con clasificación por debajo de *investment grade* tuvieron un buen rendimiento durante los años 1900 a 1943. Mientras que los bonos por encima de *investment grade* tenían un rendimiento medio anual del 5,1 %, los bonos por debajo de *investment grade* tuvieron un rendimiento del 8,6 %.¹⁸ Este hallazgo fue equivalente a encontrar oro para Milken; él revivió este mercado y empezó a convencer a sus inversionistas para que compraran no solo bonos de alta calidad sino también lo que terminó denominándose «bonos basura».

Drexel, de la mano de su vendedor estrella Milken, comenzó a vender esta idea a los inversionistas para cambiar su percepción negativa de los bonos basura (por algo se llamaban como tal). La idea era proponer la diversificación del riesgo: es eficiente comprar tanto deuda principal y garantizada (pero con bajo retorno) como bonos basura (pero con alto retorno). La publicidad dio resultado. Según Drexel Burnham Lambert, a finales de 1985 se habían emitido US\$82 billones de dólares en bonos basura, mientras que Morgan Stanley señaló que a junio de 1986 existían en circulación US\$92,1 billones en bonos basura (Taggart, 1987, p. 11).

Los retornos de los bonos basura no solo eran mayores a los bonos clasificados como *investment grade*, sino que el riesgo de *default* de los primeros no era mayor que el riesgo de *default* de los segundos (Blume & Keim, 1987). Como se publicó en su momento en *The Wall Street Journal*, «One Man's Junk Is Another's Bonanza in the Bond Market» (Richert, 1975).

Debido a la gran red de contactos que tenía Drexel, Milken lideró el financiamiento de los LBO a través de los bonos basura, lo que permitió que las empresas de *private equity* tuvieran acceso a niveles de deuda tan altos que ninguna compa-

18 Akerlof y Shiller (2015 p. 125). Un aspecto interesante tratado por Akerlof y Shiller en su libro — ambos premios nobel de economía— es que estudian a Milken y los bonos basura como un buen ejemplo de cómo se puede manipular a la gente para comprar cosas que en realidad no son buenas. Como es conocido, llegó un momento en que los bonos basura entraron en crisis debido a su baja calidad. A pesar de ello, y de su expresa denominación como «basura», uno podría preguntarse ¿cómo es posible que los inversionistas hayan comprado un producto financiero denominado con el adjetivo de «basura»? La respuesta es simple: los bonos basura del pasado no eran los mismos bonos basura de los ochentas. Los bonos del pasado tenían mayor rendimiento que los bonos de alta calidad y esto fue aprovechado por Milken para vender supuestamente los mismos bonos, cuando en realidad se trataban de productos distintos bajo el mismo nombre. Si bien los bonos basura de los ochentas también demostraron tener alto rendimiento (por algo existía demanda por ellos), era cuestión de tiempo hasta que los mismos terminarían en crisis.

ña era lo suficientemente grande para ser adquirida. Fue en los años 1980 cuando, gracias a Drexel, se empezaron a estructurar varias de las más grandes transacciones de LBO en la historia. «The financial firepower they brought to bear in LBOs and takeover contests» —señalan Carey y Morris— «redefined the M&A game completely» (2012, p. 39).

Era tal el dominio de Drexel en el mercado de bonos basura, que el hecho de haber creado dicho mercado le daba el poder de proponer los términos que deseara e incluso negarse elegantemente a trabajar con los grandes bancos de inversión de Wall Street como Lehman Brothers.

Para la compra de United Airlines por parte de Pritzkers y Marriott, Lehman Brothers debía levantar US\$11 billones en bonos basura y claramente no estaba en posición de lograr tal financiamiento por sí solo. Entonces, Steve Waters, socio de Lehman Brothers, acudió a Drexel y Milken para negociar la realización de tal labor de manera conjunta. Un cuarto sería colocado por Lehman Brother y tres cuartos por Drexel. El *fee* que pagarían los compradores por el servicio conjunto de Drexel y Lehman Brothers ascendería a US\$200 millones.

«We'll take \$199 million» —propuso Drexel— «and you'll take \$1 million». «You've got to be kidding» —respondió Lehman Brothers. «No» —y acá Drexel demostró quién mandaba en el mercado de bonos basura— «We control the market and you're irrelevant. Here's a tip» (Cole, 2008, p. 135). Como era de esperarse, Drexel y Lehman Brothers no llegaron a un acuerdo. Drexel podía darse el lujo de definir qué operaciones se financiaban y cuáles no.

3.4. Mega deals: las operaciones más grandes del mundo

KKR tenía una buena relación con Milken y con ello empezó a ser protagonista de los *mega deals* que caracterizaron a la gran primera ola de LBO. Así las empresas de *private equity* como KKR podían contar con el financiamiento *senior* de los bancos tradicionales y levantar deuda adicional a través de los bonos basura que colocaba Milken.

En 1985 KKR dejó de lado su política contra adquisiciones hostiles y lanzó una oferta para tomar control de Beatrice, que en ese momento era la empresa número 26 de la lista Fortune 500. Esta fue la primera vez que KKR realizó un LBO sin solicitar la cooperación de la administración. La transacción fue completada a un precio récord de US\$6,25 billones. Kohlberg, quien tenía como política realizar los LBO junto con la familia en control y, por ende, rechazaba las compras hostiles, renunció a KKR en 1987 al ver cómo sus discípulos (Kravis y Roberts) cambiaron la política y las estrategias de KKR en relación con los LBO.

El financiamiento que otorgaba Milken y Drexel hizo posible no solo las adquisiciones por parte de las empresas de *private equity* a través de los LBO, sino también aquellas realizadas por los conocidos *corporate raiders* como Carl Icahn, T. Boone Pickens, James Goldsmith, Ronald Perelman y Nelson Peltz, quienes compraban empresas sin consultar a la administración para luego desmantelarlas, venderlas en pedazos y obtener una ganancia. Claramente, muchos odiaban a quienes realizaban compras hostiles, pero sobre todo a quienes aseguraban el flujo de dinero necesario

para lanzar una compra hostil. «Drexel was viewed by many in both the business in the financial establishment in a very unfavorable way» —señalaba Stephen Schwartzman, cofundador de Blackstone Group— «because they were like uninvited guests at many parties and they insisted on staying» (Carey & Morris, 2012, p. 47).

En 1987 KKR levantó su sexto y más grande fondo en dicha época: US\$5,6 billones, financiado principalmente por 11 fondos de pensiones (Davidoff, 2009a, p. 30). Sin embargo, KKR quería consolidarse como el líder de los LBO al realizar la operación más grande posible que cualquier otra empresa de *private equity* solo soñaría con realizar.

El frenesí por los LBO llegó a su pico en 1989 cuando KKR adquirió a RJR Nabisco por un monto inimaginable de casi US\$25 billones o US\$109 por acción (Michel & Shaked, 1991, p. 26). Este fue el LBO más grande de la primera gran ola de LBO en los años 1980 y se mantuvo como tal hasta 2006.¹⁹ Como explican Carey y Morris: «[...] a bid that would define the era, crystallize the public image of private equity investors as buccaneers, and set a record that would not be matched for eighteen years» (2012, p. 62).

La adquisición de Nabisco no solo se caracterizó por el monto estratosférico involucrado y que lo convirtió en la compra de empresa más grande por 18 años, sino por la peculiar batalla entre Henry Kravis y Ross Johnson. KKR logró comprar Nabisco después de una dura guerra de ofertas contra Johnson —el propio CEO de Nabisco en ese momento—, quien lideró un *management buyout* (MBO) para tomar control sobre Nabisco.

Finalmente ganó la oferta de KKR liderada por Henry Kravis, quien se encontraba en la necesidad de demostrar —y finalmente demostró— que era alguien a quien no podía vencerse. Desde ese momento y en adelante, los medios de prensa coronaron a Henry Kravis como «King Henry» (Kohlberg ya no estaba en KKR y Roberts prefería el perfil bajo) (véase Nelson, 1988; Rush, Molloy & Jones, 1997; Bertoni, 2010; Baker & Carey, 2014; Greene, 2015).

En general, KKR se consolidó como el rey de los LBO en la década de 1980 al haber realizado las tres más grandes operaciones de LBO, 4 de las 10 más grandes y en total 8 del listado de las 21 más grandes operaciones en la primera gran ola de los LBO (Kaufman & Englander, 1993, p. 78) (véase figura 8). Explican Carey y Morris: «[...] by the mid—1980s KKR dominated buyouts in the way that IBM lorded over the computer business in the 1960s and 1970s» (2012, p. 33).

19 La historia de Nabisco como una de las transacciones más grande de la historia de los LBO fue inmortalizada en Burrough y Helyar (2009 [1989]).

Figura 8

Table 1
Largest Leveraged Buyouts of the 1980s

	Buyer	Target	Year	Price (billions)
1	KKR	RJR Nabisco	1989	\$24.72
2	KKR	Beatrice	1986	6.25
3	KKR	Safeway	1986	4.24
4	Thompson Co.	Southland [7-11]	1987	4.00
5	AV Holdings	Borg-Warner	1987	3.76
6	Wings Holdings	NWA, Inc. [Northwest Air]	1989	3.69
7	KKR	Owens-Illinois	1987	3.69
8	TF Investments	Hospital Corp. of America	1989	3.69
9	FH Acquisition	Fort Howard Corp.	1988	3.59
10	Macy Acq. Corp.	R. H. Macy & Co.	1986	3.50
13	KKR	Jim Walter Corp.	1988	2.20
18	KKR	Duracell	1988	1.80
19	KKR	Storer Communications	1985	1.80
21	KKR	Union Texas Petroleum	1987	1.70

Source: *Mergers & Acquisitions*. March-April 1990, 116; Nov.-Dec. 1990, 42; Nov.-Dec. 1989

Con el paso de los años surgieron otras empresas de *private equity* como Carlyle Group, Apollo Global Management, Texas Pacific Group, Bain Capital y Blackstone Group. Así como KKR fue el rey de los LBO en los años 1980, en la segunda ola (2005-2007) de LBO surgió otro rey que puso en peligro la autoridad de Henry Kravis. Ahora no se trataba solo de King Henry y KKR, sino de Blackstone y su cofundador Stephen Schwartzman como la nueva estrella de los LBO durante el período 2005-2007. La historia seguirá contando el futuro de los LBO.

4. La evolución de la estructura contractual de los LBO

Si bien previamente hemos explicado cómo se estructura corporativamente un LBO (al crearse una SPV que finalmente se fusiona con el *target*) y algunos aspectos contractuales (quién es la parte contractual), aún queda pendiente discutir cómo ha ido evolucionando la estructura contractual que se usa en una operación de LBO y las razones de ello. Para apreciar esta evolución, se tendrá en cuenta cómo era la estructura contractual del LBO en la primera ola de LBO y se la comparará con la segunda ola.

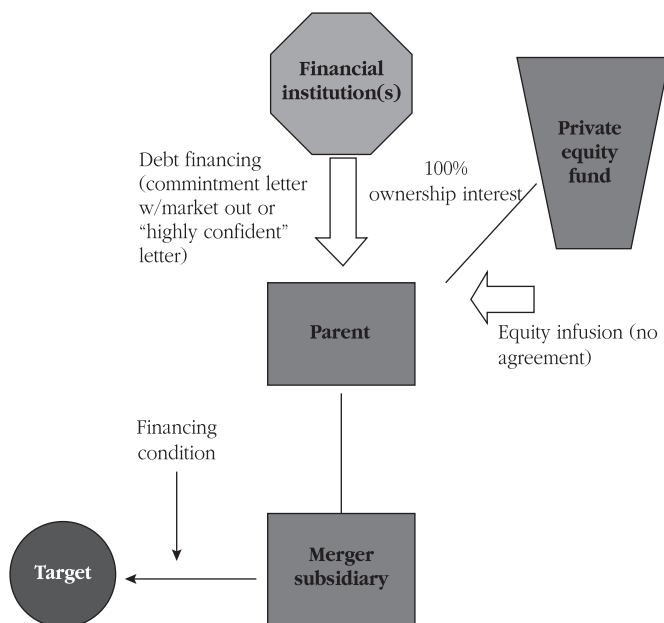
Hay algo que debe quedar claro desde un inicio: la regla de una operación de LBO es limitar lo máximo posible la exposición del patrimonio de los inversionistas. Por ello se constituye un fondo.

Para lograr tal objetivo se crean SPVs para que sean ellas las que ejecuten la operación. Se constituyen al menos dos SPV, una titular de la otra (matriz y subsidiaria),

y ambas de titularidad del fondo. Pero el fondo no asume ningún compromiso frente al vendedor para garantizar la capitalización de las SPV y así proveer los fondos necesarios para que la subsidiaria pueda pagar el precio de compra.

Así es como tenemos hasta tres niveles corporativos, como se muestra a continuación en la figura 9 (Davidoff, 2012, p. 20).

Figura 9
Private equity structure, 1980s to early 1990s.



Source: Davidoff 2009a

Esta creación de SPV tiene un gran impacto en la efectividad de los remedios que pueda ejercer el vendedor del *target*. El vendedor tiene conocimiento de que se están creando SPV, que son empresas cascarón, esto es, que no tienen activos y que se constituyen con el propósito único y especial de comprar al *target* y ser la parte contractual frente al vendedor.

Entonces, si el *merger subsidiary* no tiene activos, el remedio de la ejecución forzada deviene inútil. En caso el comprador se rehúse a ejecutar la operación, el vendedor podría demandar la ejecución forzada ante una corte: pero ¿para qué sirve esto si la SPV no tiene fondos para proceder con el pago del precio de compra? También podría solicitar el pago de daños, pero nuevamente si la SPV está subcapitalizada, entonces simplemente no tiene sentido demandar, pues carece de activos con qué pagar una condena dineraria. Los remedios contractuales devienen inútiles frente a una contraparte que no tiene patrimonio suficiente.

Y tómesese en cuenta que el vendedor tiene conocimiento de que la operación se estructura de esta manera y, en consecuencia, el vendedor no puede luego quejarse

de la ineffectividad de sus remedios contractuales. Por esta razón, no proceden teorías como el levantamiento del velo (*veil piercing*), pues no existe fraude alguno. El vendedor se muestra de acuerdo con la estructura de la operación y asume el riesgo de la debilidad de sus remedios contractuales.

Otro aspecto que afecta la estructura contractual del LBO es la existencia de la deuda. En una compra simple, solo participan el comprador y el vendedor. Pero en una operación de LBO, el banco —que en principio es un tercero en la compra— termina siendo el jugador más importante. Si el comprador no tiene dinero, simplemente no puede pagar el precio. Necesita los fondos del banco o su intermediación, para poder canalizar los fondos suficientes que le permitan pagar el precio de adquisición. Como la deuda es la parte más importante del LBO y el componente principal del precio, esta importancia se ve reflejada en los contratos que se celebran.

En primer lugar, los bancos no suelen emitir compromisos vinculantes frente a un LBO. El banco sabe que un LBO es una operación compleja que depende de muchos intervinientes. Se debe contar con la aprobación interna de las sociedades involucradas. Luego dichas sociedades deben llegar a un acuerdo contractual entre ellas. Como se necesitan fondos para llevar adelante la transacción, se requiere el compromiso de bancos u otras fuentes de financiamiento. Además, dado que el control previo de adquisiciones es la regla en el derecho comparado,²⁰ una operación se puede caer si la autoridad respectiva no autoriza la adquisición. Este control previo puede ser por libre competencia o por aspectos regulatorios.

Por este motivo, es común la emisión de compromisos no vinculantes por parte de los bancos, como los *highly confident letters*. Estos son compromisos que no tienen *enforceability*. Son compromisos que se encuentran fuera del alcance de la obligatoriedad de los contratos.²¹ El banco simplemente se pronuncia señalando que conoce de la operación respectiva, y que procedería a levantar la deuda necesaria. Pero no se compromete legalmente; solo señala que es optimista en que obtendría la deuda. Los *highly confident letters* son usados cuando los bancos son intermediarios en el mercado de capitales. Por el contrario, cuando el banco es el acreedor que desembolsa el dinero, también suele usar documentos precontractuales no vinculantes como los *term sheets*, y así evita la fuerza vinculatoria de los contratos (García Long, 2019).

20 Recientemente en el Perú se está discutiendo fuertemente si las fusiones y adquisiciones deben cumplir o no con un control previo. Mucho de lo que se dice en este debate es sesgado, pues no se parte de la premisa de que la regla en el mundo es el control previo. Sin ir muy lejos, en Latinoamérica Brasil es el país con mayor número de transacciones y tiene control previo, a diferencia del Perú, que no tiene control y está en la mitad del *ranking*.

Por otro lado, el debate podría reconducirse a un aspecto político de incentivar el crecimiento del mercado peruano. Tal vez no es conveniente incorporar un control previo porque queremos que el mercado crezca (pero esto ya es distinto a si el control previo es malo *per se*). Sean cuales fueren las interrogantes que puedan surgir, no podemos olvidar que la regla en el mundo es la existencia de control previo, y este es un costo ya asumido por los jugadores financieros. Lo que ya es conocido, no asusta a nadie. Muchos de los que se oponen al control previo desconocen lo que ocurre en el derecho comparado (véase Ferrero, 2019).

21 Respecto a los acuerdos no vinculantes y cómo entenderlos desde la teoría contractual tradicional, véase García Long (2018a).

Los bancos también podrían emitir *debt commitment letters*, que pueden o no ser vinculantes. En caso se trate de un compromiso vinculante (esto es, que procede la ejecución forzada contra el banco), el banco será cuidadoso de incluir siempre un *market out* o *Market MAC* (Manzanares, 2016; Molina, 2013; García Long, 2019).

Es común que los compromisos vinculantes del banco estén supeditados al cumplimiento de determinadas condiciones precedentes (*conditions precedent*). Estas condiciones son verdaderos presupuestos para proceder con la ejecución del contrato. Si no se cumplen las condiciones, no se procede con la siguiente etapa del contrato. El contrato podrá ser válido pero no se ejecutará mientras no se cumplan las condiciones precedentes.

Entre las condiciones estándares en financiamientos se encuentra el *market out* o *Market MAC*. El banco condiciona el desembolso de los fondos a que las condiciones del mercado no cambien de manera adversa. Si algo malo y adverso ocurre en el mercado de crédito (crisis financiera, baja en cotización, corrupción, entre otros), entonces el banco tendrá la posibilidad de suspender el contrato y así negarse a desembolsar los fondos. Claramente, el banco no se siente cómodo prestando dinero cuando las condiciones de mercado han cambiado negativamente.

Esta condición, que funciona como un derecho de suspensión, le otorga al banco la discrecionalidad necesaria para poder negarse a desembolsar los fondos en favor del comprador cuando tenga una buena razón para hacerlo. En algunos casos, cuando también se verifique un Evento de Incumplimiento, el banco podrá terminar el compromiso (García Long, 2019).

La existencia de deuda no solo se refleja contractualmente en el compromiso del banco frente al comprador, sino también en el mismo contrato de adquisición. El contrato entre el comprador y el vendedor debe prever el supuesto en que, por alguna razón, el banco no proceda legítimamente a desembolsar los fondos para pagar el precio de venta. Este riesgo es asignado al vendedor a través del *financing condition* o *financing out*. Se trata de una condición en favor del comprador que le permite suspender y/o terminar el contrato si el comprador no recibe los fondos por parte del banco.

Por ejemplo, si el banco emite un compromiso vinculante en favor del comprador, pero ocurre una crisis financiera, el banco podrá ejercer el *market out* para suspender e incluso terminar el compromiso financiero. Si el comprador no asigna este riesgo en su contrato de adquisición, se encontraría amarrado a comprar una empresa sin tener los fondos para ello. Por tal motivo, este riesgo —que no asume el banco y que es asignado al comprador— es posteriormente trasladado del comprador al vendedor. Ante la crisis financiera, el comprador podrá alegar frente al vendedor el *financing out* para suspender y/o terminar el contrato de adquisición. Debemos precisar que estos derechos de salida se ejercen sin costo alguno. Entonces, el vendedor se queda sin operación y compensación.

Ahora, si vemos la operación como un todo, podemos observar que el vendedor es la parte menos protegida en virtud de la estructura de un LBO. Uno de los litigios más grandes e impresionantes en los Estados Unidos de América es aquel en el que

se encuentran involucrados un vendedor, un comprador y un banco, todos ellos litigando en virtud de un LBO.²²

¿Qué pasa si el comprador no procede a cerrar la operación por alguna razón? Ante una crisis financiera, el comprador podría alegar la cláusula MAC (*material adverse change*) para señalar que ahora la empresa vale menos, y usar esto como una excusa para terminar el contrato.²³ El comprador se ve presionado a alegar el MAC y cancelar la operación porque sabe que ante una crisis financiera el banco podrá negarse a desembolsar los fondos necesarios. Si el banco se niega a ejecutar la deuda, el comprador no tendrá dinero para pagar el precio. Entonces, no le quedará otra alternativa que alegar alguna excusa para negarse a ejecutar la adquisición. Durante la crisis de 2008, la cláusula MAC fue vista como una salida adecuada y a bajo costo.

Ante tal situación, el vendedor tenía que demandar al comprador exigiéndole la ejecución forzada para cerrar el contrato, así como también demandar al banco para que proceda con el desembolso de los fondos. Como el vendedor sabe que su contraparte contractual es una SPV sin fondos, de nada sirve solo demandar la ejecución forzada contra el comprador. Tenía que demandar también al banco para asegurarse de que los fondos que este iba a proveer entren finalmente en el patrimonio de la SPV.

Como es evidente, el vendedor tiene poca probabilidad de ganar un litigio frente al banco, pues este es un tercero para el vendedor y, como tal, no tiene ningún compromiso frente a él. Si el banco alegó correctamente el *market out* frente al comprador, no hay mucho que el vendedor pueda hacer contra el banco.

Una de las teorías que suele alegar el vendedor en estos casos es el *tortious interference*²⁴ —una acción extracontractual— para señalar que el banco es responsable frente al vendedor por haber incitado al comprador a incumplir el contrato frente al vendedor. En el Civil Law, esta acción se conoce como responsabilidad aquiliana del crédito (véase Franzoni, 1997; Saavedra, 2012; Bustamante, 2007).

Sin perjuicio de que el vendedor pueda tener una acción extracontractual contra el banco, lo cierto es que estos litigios involucran altos costos, sobre todo por el hecho de que el vendedor debe demandar en dos jurisdicciones distintas (al banco y al comprador).

Esta estructura del LBO fue criticada por no resistir ante el cambio sobrevenido de las circunstancias. Incluso se habló del fracaso de los LBO (Davidoff, 2009b), pues de nada servía estructurar una operación tan compleja si podía cancelarse en cualquier momento; o, en otras palabras, si la transacción se estructuraba como una opción en favor del comprador que le otorgaba la discrecionalidad de decidir si compra o no, y cuándo.

En la segunda ola de los LBO se hicieron cambios importantes e interesantes para dotar de mayor seguridad y fuerza a la estructura contractual (para que resista a los malos tiempos), y, sobre todo, para otorgar mayor tutela al vendedor. Davidoff

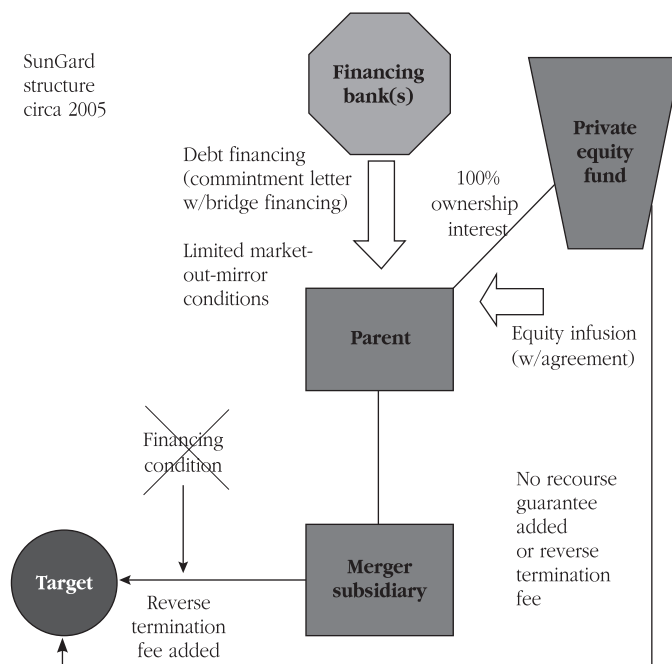
22 Respecto a los litigios de LBO, véase Davidoff (2009a).

23 Para un estudio amplio sobre la alegación del MAC en M&A, véase García Long (2016).

24 Para una discusión de la acción por *tortious interference* en LBO, véase Nikas y Maslo (2013), Davidoff (2009a, pp. 21 y ss.), Varadarajan (2001).

(2012, p. 23) vuelve a graficar la evolución de esta estructura contractual (ver figura 10).

Figura 10
SunGard structure circa 2005



Source: Davidoff 2009a

Corporativamente hablando, la estructura no cambia. Siguen constituyéndose las SPV y el patrimonio del fondo se encuentra lo más lejos posible de cualquier contingencia derivada del fracaso de la operación. Sin embargo, sí se realizan cambios contractuales que debemos subrayar.

En relación con el banco, se empieza a requerir mayor vinculatoriedad en sus compromisos financieros. Lo primero fue limitar los supuestos de cambio adversos en el mercado que permitan al banco suspender o incluso cancelar el desembolso de la deuda en favor del comprador. Lo segundo es el desuso de los *highly confident letters*. En la época de los bonos basura, estos documentos eran comunes. Pero cuando el mercado empezó a exigir mayor compromiso por parte de los bancos, se prefirieron los *debt commitment letters*, sobre todo si son vinculantes. Lo tercero fue la ejecución de préstamos puentes (*bridge financing*) para asegurar en favor del comprador al menos una parte del precio. Si todo marchaba bien, el banco procedería a desembolsar la parte grande y principal del financiamiento.

En relación con la matriz de la SPV, se exige que el fondo garantice que la SPV tendrá los fondos necesarios en caso todo vaya bien. En la estructura previa, ambas

SPV (la matriz y la subsidiaria) carecían —de manera anticipada— del patrimonio necesario para pagar el precio. Solo si el banco desembolsaba la deuda (*debt*), se procedía a canalizar, en favor de la SPV, el componente de capital (*equity*) necesario para completar el precio de adquisición. Por el contrario, ahora para lograr mayor certeza en favor del vendedor, se exige que el fondo suscriba algún compromiso de fondeo de capital (*equity*) en favor de la matriz. Así el vendedor se asegura la disponibilidad de capital en las SPV. Si todo va bien, el vendedor sabrá que los compromisos de deuda y de capital se ejecutarán, y no habrá impedimentos ni discrecionalidad para que no se proceda con el pago del precio.

También se empezó a otorgar mayor protección contractual en favor del vendedor en caso de incumplimiento. Algo que no cambió fue la discrecionalidad del comprador. Si este quiere irse de la operación, podrá hacerlo, pero ahora a un costo determinado. En el esquema anterior tenía la posibilidad de irse de la operación y sin costo alguno si lograba alegar exitosamente el incumplimiento de alguna condición, sobre todo aquella que condiciona el cierre de la operación a la obtención de deuda (*financing condition*). Si el comprador no obtiene la deuda, entonces puede salir de la operación (*financing out*) sin costo alguno.

En el esquema actual se prefiere eliminar al *financing condition* y reemplazarlo por el *reverse termination fee*. La cláusula MAC y el *termination fee* son las dos grandes salidas que suele pactar el comprador en su favor en una operación de M&A. La diferencia entre ambas es que mientras la cláusula MAC es ambigua en su supuesto de hecho y permite cancelar la operación a bajo costo, el *reverse termination fee* permite una salida más cierta pero con el pago de una compensación (el *fee* previamente pactado) (García Long, 2016, p. 215).

Un *reverse termination fee* estándar le permite al comprador cancelar la operación, en cualquier momento y sin necesidad de invocar una justificación, siempre que se pague el monto del *fee* pactado. Además se especifica que el *fee* pactado será el único remedio que tendrá el vendedor en su favor, de manera que no proceden otros remedios como la ejecución forzada, la resolución o el pago de daños. Incluso se pacta expresamente que no procederá la ejecución forzada.²⁵

El pacto del *reverse termination fee* permite repartir el riesgo de la falta de disponibilidad de los fondos. Si el comprador no puede obtenerlos, podrá cancelar la operación pero deberá pagar el *fee* en favor del vendedor. De esta manera, el comprador mantiene su libertad para cancelar la operación cuando lo desee, pero tendrá que pagar la compensación pactada. Al inicio, este *fee* ascendía al 3 % del valor de la operación, pero con el paso de los años dicho monto fue aumentando para evitar que la misma se convierta en una salida muy barata.

Si el comprador no quiere pagar el *fee*, podrá intentar alegar la ocurrencia de un MAC para no pagar *fee* alguno. La desventaja del MAC es que es una cláusula ge-

25 Como sabemos, en el Common Law la ejecución forzada (*specific performance*) es un *equitable remedy*, de manera que solo procede de manera excepcional. Si el pago de *damages* es un mejor remedio, entonces no procede la ejecución forzada, salvo que las partes hayan pactado expresamente en el contrato que sí procederá la ejecución forzada. Esto es distinto en sistemas del Civil Law, en donde el acreedor siempre tiene disponible el remedio de la ejecución forzada.

neral, ambigua y circular, que señala que un «Material Adverse Change» es cualquier hecho, cambio, efecto, circunstancia, acontecimiento, que genere un cambio o efecto sustancialmente adverso en el *target*, pero no se define en sí qué es el cambio o efecto sustancialmente adverso. En otras palabras, un MAC es un MAC. Entonces, al tratarse de un estándar o cláusula general, deberá analizarse en el caso en concreto si ocurrió o no un MAC según los hechos. En caso de litigio, será un juez quien tendrá la última palabra. El comprador evaluará qué le conviene más: alegar una salida cierta pero con un precio o alegar una salida incierta pero sin costo alguno.

Para que el vendedor se asegure de que el comprador podrá pagar el *fee* pactado en caso de salida, ahora se exige el otorgamiento de alguna garantía por parte del verdadero comprador. La contraparte sigue siendo una SPV, y por más que en virtud del *reverse termination fee* se otorgue una compensación en favor del vendedor, de nada servirá dicho pacto si la SPV es una empresa sin fondos.

Por ello, si bien el patrimonio del fondo sigue permaneciendo lejos de la operación, al menos el vendedor solicitará el otorgamiento de alguna garantía que le asegure que en caso la SPV quiera cancelar el contrato, lo hará teniendo los fondos necesarios para pagar el *fee* pactado. De esta manera, el único recurso que tiene el vendedor frente al patrimonio del fondo es el pago del *fee* en caso la SPV cancele la operación.

5. El LBO: la más grande innovación financiera del siglo XX

Uno de los trabajos más conocidos del profesor Michael Jensen es «The eclipse of the public corporation» (1989), donde él explica que la estructura financiera de los LBO era probablemente la mejor innovación financiera del siglo XX, pues lograba solucionar las ineficiencias existentes en empresas listadas y empresas familiares.

El derecho societario está destinado a regular un gran problema de agencia, el cual surge cuando alguien le da dinero a otro para que este lo administre. Esto ocurre cuando un inversionista aporta capital en una empresa, se convierte en accionista de la misma, es propietario, pero no es quien toma la administración. Es así como surge el problema de agencia entre los accionistas y los administradores, pues los primeros tienen la propiedad pero no el control, mientras que los segundos tienen el control pero no la propiedad. El derecho societario tiene la labor de crear las reglas legales que permitan reducir los costos involucrados en esta relación de agencia.²⁶

Los principales costos de agencia son: (1) los costos de monitoreo, (2) la pérdida que le genera el agente al principal en casos de conflictos de intereses, y (3) el costo que debe asumir el principal para otorgar incentivos al agente y evitar situaciones de conflicto de intereses.

En una empresa listada (*public corporation*), de capital disperso, se produce una buena división de tareas entre propietarios y administradores. Las personas que tienen dinero pero no experiencia en administración pueden ser dueños de empresas aportando capital y recibiendo acciones a cambio; mientras que aquellos que no

²⁶ Respecto a los problemas de agencia en el derecho societario, véase Armour, Hansmann y Kraakman (2009).

tienen dinero para aportar pero sí experiencia en administración, pueden controlar empresas sin ser sus propietarios. Esta división, en principio, es deseable por la división de trabajo y la asunción de riesgos específicos. El inversionista solo arriesga el monto del capital aportado y no tiene que preocuparse de tomar decisiones importantes, mientras que la administración no arriesga capital y solo asume responsabilidad por las decisiones que toma (al haberse centralizado la toma de decisiones corporativas en ellos).

A pesar de lo mencionado, desde que los administradores tienen libertad para tomar decisiones podrían sobreponer su interés sobre el de los accionistas, y así generar ineficiencias. En las empresas listadas los dueños suelen tener participación mínima en el capital social, lo cual es excelente desde una perspectiva de distribución de riesgos, pues pueden ser accionistas de muchas empresas y solo arriesgar en cada una de ellas el monto del capital aportado (por la regla de la responsabilidad limitada²⁷). Pero dada la poca participación en el capital social, los accionistas no tienen control ni supervisión respecto a las decisiones más importantes de la empresa, pues todo se concentra en la administración.

Esta concentración del control en la administración genera dos problemas: (1) asimetría de información y, (2) riesgo moral (*moral hazard*).

En primer lugar, no solo los inversionistas pueden tener dificultades al momento de decidir en qué empresas aportar capital, sino que una vez que lo han hecho, existe una gran asimetría de información entre el *expertise* de la administración y la falta de conocimiento de los inversionistas. Además, los administradores pueden, a bajo costo, mantener cosas en secreto frente a los propietarios. En segundo lugar, como los administradores usan dinero ajeno (el de los propietarios), y ante la falta de control y supervisión, tienen la libertad y los incentivos para sobreponer su propio interés sobre el interés de los accionistas. Entonces, los administradores se ven tentados a hacer lo que no deben hacer. El derecho societario debe regular esta relación de agencia y proponer las reglas que reduzcan, de manera óptima, los costos de agencia en una empresa listada.

Por el contrario, en una empresa familiar, de capital concentrado, no existen los problemas de agencia que sí tienen las empresas listadas, pues en aquellas el control se otorga a los propietarios. Sin embargo, esto genera otros problemas distintos e ineficiencias. Si son los propietarios los que controlan a la empresa, no existe división de tareas ni especialización y, sobre todo, no es bueno para la distribución de riesgos, pues en una sola persona se agruparían los riesgos de perder el aporte y la responsabilidad por tomar malas decisiones de administración.

Desde una perspectiva económica, las empresas listadas son más eficientes que las empresas familiares, aunque en ambas se puedan encontrar ineficiencias. Entonces, la solución está en reducir los costos de agencia en las empresas listadas.

Estos problemas de intermediación financiera se solucionan a través de la estructura de los LBO, y es lo que explica por qué Michael Jensen ha considerado a los LBO como la más importante innovación financiera del siglo XX (Axelson, 2009).

²⁷ Respecto a la regla de la responsabilidad limitada como la más adecuada para el derecho societario, véase García Long (2018b).

Uno de los principales problemas que soluciona la estructura de los LBO es que alinea los incentivos de los administradores con los intereses de los accionistas en una empresa listada. Cuando una empresa de LBO toma el control de un *target*, especializa a la administración para que haga un buen trabajo y aumente el valor de la empresa, pues el objetivo es comprar, repotenciar y revenderla a un mejor precio en el corto o mediano plazo. Podría permanecer la administración originaria pero sujeta a capacitación, se podría destituir a la administración original y nombrar a nuevos administradores con mayor experiencia en la industria del *target*, o una combinación de ambos. Con esta especialización, se logra tener administradores más involucrados y activos con la empresa.

Para comprometer incluso más a la administración con los objetivos de la empresa, se puede otorgar un paquete de acciones en su favor, para que ellos también se beneficien de manera directa con el aumento del valor del *target*.

Además, el alto nivel de deuda genera dos efectos importantes en la administración: (1) permite que la administración pueda mejorar su *expertise* a lo largo de empresas, y (2) produce un efecto disciplinador.

En primer lugar, no se usa todo el dinero del fondo en una sola compra, sino que se utiliza poco capital y el resto se complementa con altos niveles de deuda. Esto permite que la empresa de LBO pueda comprar y tener en cartera a varias compañías y, en consecuencia, que los administradores designados por la empresa de LBO puedan tener a varias empresas bajo su administración. Así se logra una alta especialización en los administradores colocados por la empresa de LBO.

En segundo lugar, la deuda tiene un efecto disciplinador muy importante. La existencia de un alto nivel de apalancamiento genera la presión y urgencia necesaria en la administración para que hagan bien su trabajo, pues deben generar los flujos requeridos para pagar la deuda bajo riesgo de entrar en quiebra.²⁸ Entonces, la compra de un *target* con altos niveles de deuda hace que los administradores se porten bien.

Vemos que comprar una empresa con un alto apalancamiento puede ayudar a alinear los incentivos de la administración con la empresa, pero aún queda la pregunta de cómo alinear los incentivos de los *managers* del fondo frente a los inversionistas institucionales que inyectan dinero en el fondo que será administrado por tales *managers*. ¿Quién controla a los controladores de toda esta estructura?, ¿se soluciona un problema —a nivel de los administradores y accionistas— para generar otro problema —a nivel de los *managers* e inversionistas del fondo—?, ¿Se soluciona un problema de agencia para generar otro?²⁹

Es acá donde deviene importante la estructura del fondo de *buyout* (Axelson, 2009; Axelson, Strömberg & Weisbach, 2009).³⁰ El problema de agencia entre *ma-*

28 Michael Jensen (1986) explicaba que la existencia de deuda permite solucionar el problema de agencia que existe entre administradores y accionistas cuando los primeros pueden disponer libremente del *cash flow* de la empresa. Para disciplinar a los administradores y evitar que utilicen el *cash flow* de manera oportunista, la empresa puede endeudarse y así limitar la discrecionalidad de los administradores pues éstos deberán trabajar para generar el *cash flow* necesario para cumplir con el pago de la deuda.

29 Respecto a los costos de agencia entre *managers* e inversionistas que genera la estructura de *private equity*, véase Spindler (2009).

30 «Just as there are agency problems between CEOs and owners that can explain leverage choices for

managers e inversionistas del fondo se soluciona por lo siguiente: (1) los *managers* ganan más si el *target* se vende a un mayor valor; (2) la forma cómo el fondo levanta dinero genera incentivos para que los *managers* eviten malas operaciones; (3) los *managers* son jugadores constantes en los mercados de crédito y capitales; y, (4) existe un período fijo de inversión y desinversión.

En primer lugar, la estructura de la remuneración del *fee* de los *managers* está atada a cuán bien les vaya en sus adquisiciones. La retribución más popular es 2-20 %: (a) un monto fijo anual del 2 % de la inversión por la administración del fondo, y (b) un monto variable (*carried interest*) del 20 % de la ganancia de la inversión. Entonces, si las cosas van bien, los *managers* pueden hacerse millonarios en una sola operación. Mientras más se esfuercen en aumentar el valor del *target*, más dinero ganarán por su trabajo.³¹

En segundo lugar, existen tres maneras de recaudar dinero para comprar y vender empresas: (a) *ex post* obteniendo capital para cada operación en concreto, (b) *ex ante* agrupando todo el dinero necesario en un fondo (solo capital o capital + deuda), y (c) una combinación de ambos, obteniendo *ex ante* una parte en capital y *ex post* una parte en deuda.

Primero, si se recauda capital de manera *ex post*, los *managers* primero deben encontrar buenas oportunidades de inversión (identificar *targets*) y luego convencer a los inversionistas para que entreguen su dinero. Esto genera altos costos de transacción. Además, produce la oportunidad para que los *managers* exageren en la eventual rentabilidad de las oportunidades de inversión identificadas para conseguir el dinero de los inversionistas (lo cual puede provocar problemas de selección adversa). Bajo este escenario, si la economía pasa por un buen momento habrá sobreinversión (porque habrá dinero y *targets* por comprar), pero si no, habrá subinversión.

Además, el hecho de que los *managers* tengan que recaudar dinero para cada operación puede generar un incentivo perverso. Si los *managers* toman una mala decisión de inversión, esta pérdida no afectará las ganancias de las otras operaciones, pues cada inversión se realiza por separado y con dinero recaudado para cada operación en específico. Así los *managers* reducen sus propias pérdidas pero no las de sus inversionistas.

Segundo, si la recaudación es *ex ante*, se pueden agrupar todos los activos que se necesiten en un fondo. Acá se invierte el trabajo de los *managers*: primero convencen a los inversionistas de entregar dinero y luego se procede a concretar oportunidades de inversión en *targets*. Esto permite reducir costos de transacción. Lo que finalmente esperan los inversionistas es recibir la rentabilidad esperada, y para ello será fundamental la reputación que tengan los *managers*.³² Si en el pasado

publicly traded firms, there are potential agency problems between private equity fund managers and investors in the fund that could explain leveraged choices in buyouts» (Axelson, Jenkinson, Strömberg & Weisbach, 2013, p. 2229).

31 Spindler (2009) afirma que el *carried interest* es el costo que deben asumir los inversionistas para solucionar el problema de agencia que surge frente a los *managers*, dada la naturaleza privada del capital (al encontrarse fuera de la regulación bursátil).

32 «Thus the de facto investment strategy of limited partners: the best they can do is find as reputable a

sus inversionistas terminaron contentos, en el futuro podrán captar más fácilmente nuevos inversionistas.

Además, agrupar todo el dinero de todos los inversionistas en un fondo evita el incentivo perverso en los *managers*. Si les va mal en una operación, esto contaminará las ganancias obtenidas en buenas operaciones, pues todo el dinero sale del fondo y vuelve a entrar al fondo. Entonces, los *managers* se esforzarán por crear valor en cada operación que realicen. Así las pérdidas para los inversionistas también son pérdidas para los *managers*, y estas pérdidas afectarán directamente su retribución total.

El problema con recaudar todo el dinero necesario *ex ante* en un fondo es que quita cierta flexibilidad a los *managers* respecto a qué *targets* comprar según las condiciones económicas presentes. Los *managers* tienen plazo para invertir, desinvertir y materializar las ganancias del fondo. Si la situación económica es buena, los *managers* invertirán en buenas compras y evitarán las malas; pero si la situación económica es mala, dado que existe un plazo para invertir, los *managers* se verán presionados a invertir todo el dinero del fondo, incluso si ello significa hacerlo en malas operaciones.

Las ineficiencias mencionadas pueden solucionarse con una combinación de recaudación *ex ante* y *ex post* en un fondo de *buyout*. Si los *managers* tienen cierta parte de los recursos de manera *ex ante* (capital de los inversionistas), tendrán incentivos para no invertir en malos *targets* bajo buenas condiciones económicas, pues aún no tienen todo el capital necesario y no pueden arriesgarlo; y si ello se complementa con una recaudación *ex post* a través de deuda, entonces los *managers* evitarán apostar e invertir en malos *targets* bajo malas condiciones económicas, pues nadie les dará deuda para financiar malas operaciones.

Además, si todo este capital y deuda se reúne en un fondo de *buyout*, entonces a los *managers* les importará que todas las operaciones financiadas sean exitosas, pues la pérdida en una operación contaminará la ganancia en otra operación. Así los *managers* asumen tanto las ganancias como las pérdidas. Y para evitar pérdidas, los *managers* deberán preocuparse de generar los flujos necesarios que permitan aumentar el valor del *target* y a su vez pagar la deuda obtenida para comprar al mismo *target*. Así, la estructura del fondo funciona como un disciplinador interno.

En tercer lugar, y vinculado con lo mencionado anteriormente, la existencia de deuda funciona como un disciplinador externo. Para financiar sus operaciones, los *managers* necesitan de deuda. Al ser jugadores recurrentes en la compra y venta de empresas, suelen acudir constantemente al mercado de crédito y capitales. Si los bancos hacen bien su trabajo, entonces no financiarán operaciones que no tengan sentido. Solo se financiarán operaciones que sean bancables, esto es, operaciones que puedan generar altos flujos de caja en el *target* que permita repagar la deuda. Entonces, los *managers* saben que deben identificar buenas oportunidades de inversión si quieren obtener deuda de los bancos y así permanecer en la industria de *private equity* y LBO.

general partner as possible, sign away a huge chunk of profits in an effort to align incentives, and then sit back, almost completely passively, for ten to fifteen years and hope they are not taken advantage of" (Spindler, 2009, pp. 313-314).

Además, la cercana relación que tienen los *managers* con los banqueros o financistas (piénsese en KKR con Milken) puede ser útil para solucionar de manera más rápida y a menor costo problemas financieros que puedan experimentar los *targets* bajo custodia de los *managers* (por ejemplo, obteniendo refinanciamientos o *waivers*).

Finalmente, la existencia de un período de tiempo determinado genera presión en los *managers*. En una empresa listada o familiar, la administración podría atrincherarse y quedarse años tras años en el control de la empresa. Por el contrario, cuando la empresa es objeto de un LBO, los *managers* tienen un período promedio de 10 años para invertir y desinvertir (*exit*), y así materializar la ganancia para los inversionistas del fondo. Si los *managers* no realizan un buen trabajo y sus inversionistas no terminan contentos, otros futuros inversionistas no se arriesgarán en darles su dinero. Este plazo fijo es importante para evaluar el desempeño de los *managers* en el mercado.

Sin perjuicio de lo mencionado, es necesario anotar que suelen presentarse críticas a esta industria de *private equity* en específico. Usualmente se suele criticar que los altos niveles de apalancamiento en los LBO dañan a los trabajadores, la empresa y la economía. A los trabajadores, porque en la etapa post-LBO se procede a reducir costos, y uno de ellos es el laboral; a la empresa, pues la misma puede terminar en quiebra si no logra pagar el alto nivel de deuda; y a la economía en general, porque el alto endeudamiento en varias empresas podría generar un riesgo sistémico.

Es cierto que eventualmente esta actividad es susceptible de convertirse en una apuesta. Podría ocurrir que el efecto disciplinador externo no funcione. El principal motor de los LBO es el acceso a deuda. Si los mercados financieros entran en una burbuja y no se dan cuenta a tiempo (como en la crisis del 2008), el crédito será barato y se financiará cualquier operación que se mueva. A su vez, también podría fallar el efecto disciplinador interno. Si se recaudó buen capital para invertir pero no se llega a identificar suficientes oportunidades de inversión, dado el período de inversión, los *managers* terminarán comprando cada empresa que tengan al frente, sea buena o mala.

Sea como fuere, se puede observar que los LBO pueden ser generadores de valor en las empresas, y que estos beneficios serían mayores a sus eventuales costos: (1) permite que los administradores puedan mejorar su *expertise*; (2) la existencia de deuda disciplina a los administradores al generarles la urgencia de pagar la deuda; (3) dado que los *managers* deben acceder constantemente a los mercados financieros, solo se financiarán —en principio— operaciones bancables; y, (4) la cercana relación entre *managers* y banqueros puede ser útil ante situaciones financieras adversas.

Michel Jensen decía que las empresas listadas entrarían en un eclipse porque todas las listadas pasarían a ser empresas privadas. Pero no se refería a empresas familiares, sino a empresas controladas por *managers* expertos en la industria de *private equity* y LBO. Desde que la estructura del LBO permite superar las ineficiencias de los problemas de agencia en las empresas listadas, y por extensión en las familiares, ha sido considerada como la más importante innovación financiera del siglo XX.

Bibliografía

Acharya, Viral V., Franks, Julian, & Servaes, Henri (2007). Private equity: boom and bust. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(4), pp. 1-10.

Akerlof, George A. (1970). The market for «lemons»: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), pp. 488-500.

Akerlof, George A., & Shiller, Robert J. (2015). *Phishing for phools. The economics of manipulation & deception*. New Jersey: Princeton University Press.

Arata, Carlos Enrique, & Arias Markovich, María Claudia (2018). Leveraged buyouts en el Perú. En C. A. Soto Coaguila (ed). *Fusiones y adquisiciones* (pp. 259-274). Lima: Instituto Pacífico.

Armour, John, Hansmann, Henry, & Kraakman, Reinier (2009). Agency problems and legal strategies. En *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach* (pp. 35-53). New York: Oxford University Press.

Axelson, Ulf, Jenkinson, Tim, Strömberg, Per, & Weisbach, Michael S. (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. *The Journal of Finance*, LXVIII(6), pp. 2223-2267.

Axelson, Ulf, Strömberg, Per, & Weisbach, Michael S. (2009). Why are buyouts levered? The financial structure of private equity funds. *The Journal of Finance*, 64(4), pp. 1549-1582.

Axelson, Ulf (2010). Private equity: leveraged expertise or leveraged bets? *London School of Economics and Political Science*, 27 de diciembre. <https://www.youtube.com/watch?v=pk-j50XCYVU>

Baker, Stephanie, & Carey, David (2014). Kravis still shaking Wall Street steers KKR into lending. En *Bloomberg Markets*, 16 de junio.

Baldeón Vellon, Francisco (2013). *Medidas de protección societarias contra adquisiciones hostiles*. Tesis de pregrado. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú.

Bartlett III, Robert P. (2009). Going private but staying public: reexamining the effect of Sarbanes-Oxley on firms' going-private decisions. *The University of Chicago Law Review*, 76(1), pp. 7-44.

Bartlett III, Robert P. (2019). Taking finance seriously: how debt financing distorts bidding outcomes in corporate takeovers. En Sergio García Long (Ed), *Derecho contractual financiero. Estudios en homenaje a la Facultad de Derecho PUCP en su centenario* (pp. 97-155). Lima: Fondo Editorial PUCP y Normas Jurídicas.

Bertoni, Steven (2010). KKK billionaire Henry Kravis pledges \$100 million to Columbia Business School. *Forbes*, 5 de octubre.

Blume, Marshall E., & Keim, Donald B. (1987). Lower-grade bonds: their risk and returns. *Financial Analysts Journal*, pp. 26-33.

Bratton, William W. (2008). Private equity's three lessons for agency theory. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, vol. 3, pp. 1-27.

- Bruck, Connie (1989). *The predator's ball: the inside story of Drexel Burnham and the rise of the junk bond raiders*. Penguin Books.
- Burrough, Bryan, & Helyar, John (2009 [1989]). *Barbarians at the gate. The fall of RJR Nabisco*. New York: HarperCollins.
- Bustamante Salazar, Luis (2007). La tutela aquiliana del derecho de crédito y la revocación por acción pauliana. *Ars Boni et Aequi*, 3, pp. 165-195.
- Carey, David, & Morris, John E. (2012). *King of capital*. New York: Crown Business.
- Carney, William J. (2007). *Mergers and acquisitions. Cases and materials*. 2.^a edición. New York: Foundation Press.
- Cheffins, Brian, & Armour, John (2007). The eclipse of private equity. En *ECGI Working Paper Series in Law*, University of Cambridge, Working Paper N.º 82/2007, pp. 1-59.
- Choper, Jesse H., Coffee, John C., & Gilson, Ronald J. (2008). *Cases and materials on corporations*. 7.^a edición. New York: Aspen Publishers.
- Crawford, Edward K. (1987). *A management guide to leveraged buyouts*. Wiley.
- Cole, Brett (2008). *M&A titans. The pioneers who shaped Wall Street's mergers and acquisitions industry*. New Jersey: Wiley.
- Coffee, John C. (1984). Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system. *Virginia Law Review*, 70(4), pp. 717-753.
- Davidoff, Steven M. (2009a). *Gods at war. Shotgun takeovers, government by deal, and the private equity implosion*. New Jersey: Wiley.
- Davidoff, Steven M. (2009b). The failure of private equity. *Southern California Law Review*, vol. 82, pp. 481-546.
- Davidoff, Steven M. (2012). The private equity contract. En Cumming, Douglas (Ed.), *The Oxford Handbook of Private Equity* (pp. 15-36). Oxford: Oxford University Press.
- DePamphilis, Donald (2011). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. 6.^a edición. Massachusetts: Elsevier.
- Espinosa Reboa, Liliana, & Trelles de Belaunde, Oscar (2015). Desinversión por fondos de inversión o *private equity*. En Soto Coaguila, Carlos Alberto (Director), *Fusiones & adquisiciones* (pp. 21-52). Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje.
- Ferrero Álvarez-Calderón, Guillermo (2003). Aspectos económicos y financieros de las fusiones en el Perú. *Advocatus*, 9, pp. 317 y ss.
- Ferrero Álvarez-Calderón, Guillermo, & Guarniz Izquierdo, Antonio (2015). La regulación de la asistencia financiera. *Ius et Veritas*, 50, pp. 256-272.
- Ferrero Álvarez-Calderón, Guillermo (2019). Entrevista. En *Estudio sobre fusiones y adquisiciones 2019*. PwC Perú.

Forno Odría, Hugo (2017). *Asistencia financiera prohibida: análisis funcional del artículo 106 de la Ley General de Sociedades peruana*. Tesis de pregrado. Lima: Facultad de Derecho de la PUCP.

Franzoni, Massimo (1997). La tutela aquiliana del contrato. *Themis*, 35, pp. 219-239.

García Long, Sergio (2016). Un Big MAC, por favor: La cláusula MAC en fusiones y adquisiciones. Lima: PUCP.

García Long, Sergio (2018a). ¿Casados, comprometidos o solo amigos? Redactando acuerdos no vinculantes. En Carlos Soto Coaguila (Ed.), *Fusiones y adquisiciones* (pp. 193-257). Lima: Instituto Pacífico.

García Long, Sergio (2018b). El derecho de las consecuencias no deseadas: los acreedores extracontractuales y la responsabilidad limitada en las empresas. En Héctor Campos & José L. Gabriel (Eds.), *Responsabilidad civil: de la comparación a la aplicación* (pp. 169-192). Lima: Themis Editorial Jurídica.

García Long, Sergio (2019). La estructura contractual de los financiamientos bancarios. En Sergio García Long (Ed.), *Derecho contractual financiero. Estudios en homenaje a la Facultad de Derecho PUCP en su centenario* (pp. 55-96). Lima: PUCP.

Gilson, Ronald J. (2001). Unocal fifteen years later (and what we can do about it). *Delaware Journal of Corporate Law*, 26(2), pp. 491-513.

Greene, Kerima (2015). Invest like Henry Kravis: buyouts for the masses. *CNBC*, 27 de abril.

Harman, Diego (2016). El modelo peruano de financiamiento de infraestructura: producto de exportación. *Enfoque, Themis*, 21 de octubre.

Hart, Oliver (2019). Financial contracting. En Sergio García Long (Ed.), *Derecho contractual financiero. Estudios en homenaje a la Facultad de Derecho PUCP en su centenario* (pp. 21-53). Lima: PUCP.

Healy, Paul M., Palepu, Krishna G. & Ruback, Richard S. (1997). Which takeovers are profitable: strategic or financial? *MIT Sloan Management Review*, 38(4), pp. 45-57.

Henderson, M. Todd, & Epstein, Richard A. (2009). The going private phenomenon: causes and implications. *The University of Chicago Law Review*, 76(1), pp. 1-6.

Hernández Gazzo, Juan Luis, & Escribens Olaechea, Jaime (2007). Private equity y buyouts (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano. *Derecho PUCP*, 60, pp. 281-324.

Hill, Claire A., Quinn, Brian J. M., & Davidoff, Steven (2016). Mergers and acquisitions: a cyclical and legal phenomenon. En Claire A. Hill & Steven Davidoff Salomon (Eds.), *The research handbook of mergers and acquisitions* (pp. 13-28). Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.

Jensen, Michael (1986). Agency costs of free cash flow, corporate governance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.

- Jensen, Michael (1989). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, sept.-oct.
- Kamar, Ehud, Karaca-Mandic, Pinar, & Talley, Eric (2009). Going-private decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: a cross-country analysis. *Journal of Law, Economics & Organization*, 25(1), pp. 107-133.
- Kaplan, Steven N., & Schoar, Antoinette (2005). Private equity performance: returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, LX(4), pp. 1791-1823.
- Kaplan, Steven, & Strömberg, Per (2009). Leveraged buyouts and private equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), pp. 121-146.
- Kaufman, Allen, & Englander, Ernest J. (1993). Kohlberg Kravis Roberts & Co. and the restructuring of American capitalism. *The Business History Review*, 67(1), pp. 52-97.
- Lipton, Martin (1979). Takeover bids in the target's boardroom. *The Business Lawyer*, 35 (1), pp. 101-134.
- Lipton, Martin, & Rowe, Paul K. (2002). Pills, polls and professors: a reply to professor Gilson. *Delaware Journal of Corporate Law*, 27(1), pp. 1-55.
- Lipton, Martin (2005). Twenty-five years after takeover bids in the target's boardroom: old battles, new attacks and the continuing war. *The Business Lawyer*, 60(4), pp. 1369-1382.
- Lipton, Martin (2006). *Merger waves in the 19th, 20th and 21st Centuries*. The Davies Lecture, Osgoode Hall Law School, New York University, 14 de septiembre, pp. 1-22.
- López Sandoval, Eduardo (2004). Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida. *Advocatus*, 10, pp. 247-284.
- Lowry, John (2011). The prohibition against financial assistance: constructing a rational response. En Dan Prentice & Arad Reisberg (Eds), *Corporate finance law in the UK and EU* (pp. 3-25). Oxford: The Oxford University Press.
- Mandelker, Gershon, & Raviv, Arthur (1977). Investment banking: an economic analysis of optimal underwriting contracts. *The Journal of Finance*, 32(3), pp. 683-694.
- Manzanares, Alberto (2016). *Una aproximación a la cláusula MAC (material adverse change) en los contratos de financiación sindicada a la luz de la jurisprudencia anglo-americana*. Navarra: Thomson Reuters Aranzandi.
- Marsh, Paul (1980). Valuation of underwriting agreements for UK rights issues. *The Journal of Finance*, XXXV(3), pp. 693-716.
- Metrick, Andrew, & Yasuda, Ayako (2010). The economics of private equity funds. *The Review of Financial Studies*, 23(6), pp. 2303-2341.
- Michel, Allen, & Shaked, Israel (1991). RJR Nabisco: a case study of a complex leveraged buyout. *Financial Analysts Journal*, 47(5), pp. 15-27.
- Molina Rey de Castro, Fernando (2013). Las cláusulas MAC en financiamientos y adquisiciones. En Freddy Escobar & Cecilia O'Neill (Eds.), *Ensayos de derecho contractual financiero*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.

Molloy, Joanna, & Jones, Baird (1997). Kravis: nothing a little leverage can't fix. *New York Daily News*, 4 de febrero.

Müller, Holger M., & Panunzi, Fausto (2004). Tender offers and leverage. *The Quarterly Journal of Economics*, 119(4), pp. 1217-1248.

Nelson, Mary Jo (1988). «King Henry' Ex-Oklahoman Kravis Masters Wall Street with buyout of RJR Nabisco. *NewsOk*, 18 de diciembre.

Nikas, Luke, & Maslo, Paul B. (2013). A complete view of the Cathedral: claims for tortious interference and the specific performance remedy in mergers and acquisitions litigation. *Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law*, 3(1), pp. 1-40.

Noble, Holcomb B. (2002). James Tobin, Nobel Laureate in Economics and an adviser to Kennedy, is Dead at 84. *The New York Times*, 13 de marzo.

Noya de la Piedra, Ismael, & De los Heros Echeopar, Juan Carlos (2007). Para entender el *project finance*. *Themis*, 54, pp. 33-48.

Payet, José Antonio (2007). Fusiones, adquisiciones y la información en el mercado de valores. *Themis, Revista de Derecho*, 54, pp. 135-175.

Piaggio Torre Tagle, Enzo (2000). La oferta pública primaria de valores. *Themis, Revista de Derecho*, 40, pp. 71-85.

Reggiardo Denegri, Aldo (2006). El *project finance* o financiación de proyectos desde la perspectiva de los financistas. *Ius et Veritas*, 32, pp. 159-177.

Reggiardo Denegri, Aldo (2011). Los mecanismos de salida de las inversiones en el mercado de capital privado (private equity) y la experiencia peruana. *Advocatus*, 25, pp. 181-192.

Renneboog, Luc, & Simons, Tomas (2005). Public-to-private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs. *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper N.º 94/2005, pp. 1-49.

Reyes Villamizar, Francisco (2013). *Análisis económico del derecho societario*. Colombia: Legis.

Richert, Lindley B. (1975). One man's junk is another's Bonanza in the bond market. *The Wall Street Journal*, 27 de marzo.

Rocca, Lilian (2017). *El mercado de valores en fácil*. Colección Lo Esencial del Derecho. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Romano, Roberta (2005). After the revolution in corporate law. *Journal of Legal Education*, 55(3), pp. 342-359.

Rush, George, Molloy, Joanna, & Jones, Baird (1997). Kravis: nothing a little leverage can't fix. *New York Daily News*, 4 de febrero.

Saavedra Velazco, Renzo (2012). Inducción al incumplimiento contractual, represión de la competencia desleal e incumplimiento eficiente. *Ius et Veritas*, 44, pp. 42-56.

S.H. (1931). The nature and function of underwriting agreements. *University of Pennsylvania Law and American Law Register*, 79(7), pp. 941-948.

Shleifer, Andrei, & Vishny, Robert W. (1987). Management buyouts as a response to market pressure. En Alan J. Auerbach (Ed.), *Mergers and acquisitions* (pp. 87-102). Chicago: Chicago of University Pres.

Spindler, James C. (2009). How private is private equity, and at what cost? *University of Chicago Law Review*, 76(1), pp. 311-334.

Stein, Jeremy C. (2005). Why are most funds open-end? Competition and the limits of arbitrage. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, pp. 247-272.

Stewart, James B. (2008). The birthday party. How Stephen Schwarzman became private equity's designated villain. *The New Yorker*, 11 de febrero.

Taggart, Robert A. Jr. (1987). The growth of the «junk» bond market and its role in financing takeovers. En Alan J. Auerbach (Ed.), *Mergers and acquisitions* (pp. 5-24). Chicago: The University of Chicago Press.

The Guardian (2009). In praise of James Tobin. *The Guardian, Business Opinion*, 5 de marzo.

Varadarajan, Deepa (2001). Tortious interference and the law of contract: the case for specific performance. *The Yale Law Journal*, 111(3), pp. 735-760.

Williamson, Oliver E. (1990). Mergers, acquisitions, and leveraged buyouts: an efficiency assessment. En Lucian Ayre Bebchuk (Ed.), *Corporate law and economic analysis* (pp. 1-28). New York: Cambridge University Press.

Wachtell, Lipton, Katz, Rosen (2016). *Takeover law and practice 2016*. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz.

A case of buyer's and lender's remorse in the wake of the credit crisis: a litigation analysis of the Huntsman battle

Rafael Lengua Peña

1. Introduction

Before the last financial and economic crisis, private equity¹ was one of the fastest and most profitable growing businesses in the financial industry. During the 1990s and early 2000s leveraged buyouts of public companies were relatively scarce, although private equity firms did purchase some private companies and divisions. However, in the mid-2000s private equity-sponsored deals began to resurface and, by the spring of 2007, private equity funds were basking in a so-called «golden era» of private equity.² Despite the occasional jitters in the U.S. capital markets and emerging concerns about the default rate on subprime mortgage loans, the overall economic outlook was quite positive.

From 2004 to 2007, the private equity industry accounted for about 20 % of all domestic acquisitions.³ Highly-priced private equity deals were announced almost on a

1 While the term «private equity» is suitable for a number of different types of deals (*i.e.*, funding for «start-ups», funding into existing businesses to help them expand, buyouts of privately-owned companies, management buyouts and the acquisition and «taking private» of publicly quoted firms), the concept has become linked to leveraged going-private deals aimed at delivering superior risk-adjusted returns by improving the financial performance and growth profile of the acquired companies. See Brian Cheffins & John Armour, *The Eclipse of Private Equity*, 33 Del. J. Corp. L. 1 (2008). In a typical going-private transaction, the private equity firm takes a majority stake in or fully buys out the entire equity of a target company. When the company that the private equity firm is buying is public, the firm typically pays a premium of 15 to 50% above the current stock price. Buyouts are usually financed with 60 to 90% debt, which is why they are referred to as leveraged buyouts. In order to cover the remaining 10 to 40% of the purchase price the private equity firm invests funds from its investors as equity. The debt in leverage buyouts often includes several layers of seniority. The debt almost always includes a secured loan portion that is arranged by a bank or an investment bank. This type of debt is regularly the most senior debt. Historically, the banks provided the majority of debt in a leveraged buyout (typically in the form of short-term and covenant-heavy term loans and revolving lines of credit). During the 1980s and 1990s, banks were also the primary investors in these loans. More recently, however, institutional investors have begun purchasing a large fraction of the senior and secured loans. The junior debt is often an unsecured portion composed by either high-yield debt or mezzanine debt. The portion of junior debt increased substantially from 2001 to 2007, from 37% to 84% (see Steven N. Kaplan & Per Strömberg, 2009; Cem Demiroglu & Christopher James, 2010).

2 It was in 2007 when Henry Kravis, senior partner of Kohlberg Kravis & Roberts, proclaimed that the private equity industry had entered a «golden era» (see Stefan Stern, 2007) (quoting Henry Kravis).

3 Source: Thomsom Financial.

daily basis. The record held for almost two decades by the iconic 1989 buyout of RJR Nabisco by the private equity pioneer Kohlberg Kravis & Roberts (*KKR*) was broken in 2006 when the same private equity firm, together with Bain Capital and Merrill Lynch, bought Hospital Corporation of America for \$31.6 billion (Sorkin, 2006). The record then fell again later the same year when The Blackstone Group (*Blackstone*) bought Equity Office Properties Trust,⁴ and it fell yet again in 2007 when KKR and Texas Pacific Group (*TPG*) struck a \$44.4 billion deal to acquire TXU Corporation, a Texas energy company. Furthermore, in 2007 private equity firms started tapping the public capital markets. Fortress Investment Group was the first major alternative-asset investment fund to go public in the United States. In early February 2007, it raised \$634 million from the sale of 34.3 million shares. The deal was twenty-five times oversubscribed and the ultimate price was eighteen times the estimated 2007 earnings (De la Merced, 2007). In early April of 2007, Apollo Management's (*Apollo*) founder, Leon Black, spoke publicly about testing the public markets after Blackstone publicized its initial public offering (IPO), but before it was actually listed (Kelly & Sidel, 2007). Blackstone's IPO closed on June 2007 and was seven times oversubscribed, signaling strong investors' appetite in the profits generated by the private equity business (Barr & Letzing, 2007). Two weeks after Blackstone's IPO closed, KKR filed a long anticipated prospectus outlining its own \$1.25 billion IPO.⁵

The increase in assets under management by private equity firms was mainly due to availability of cheap and easy debt funding (see The President's Working Group on Financial Market, 1999), rising profitability and asset prices across all industries and increased investor appetite in private-equity. The industry transformed «from a small group of unknown deal shops, to the feared “two-tier, bust-up junk-bond” raiders of the 1980s, to the “money of innovation” of the late 1990s and, finally, to the well funded, institutionalized investors of today» (see Vincent T. Cannon, 2007). Private equity activity, capital commitments and acquisition financing became very competitive. By 2006, fees paid to banks by private equity *sponsors* accounted for 20 % of Wall Street's investment banking revenue and in 2007 private equity firms paid banks around \$15,6 billion in fees (Moyer, 2008). By 2007, private equity firms became one of Wall Street's most important constituent groups. Banks engaged in competitive biddings to be part of the private equity deals allowing greater leverage and liberalizing the terms of their commitments.

However, it is well known what happened. In late 2007 and throughout 2008 the sub-prime crisis exploded, the credit bubble burst, credit and equity markets collapsed and the global economy entered into a deep recession —named by Nobel-laureate economist Joseph E. Stiglitz (2010) as the «Great Recession». The private equity industry was not immune to all these events and also entered into a turbulent period. Private equity firms and banks over and over again attempted to walk away from the deals they had themselves strongly pursued in the competitive and booming private equity and credit markets of 2007. Some of the most prominent private-equity players, including KKR, Blackstone and Cerberus, backed out of deals

⁴ <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601103&sid=aNc0ieMS7Bi8&refer=news>

⁵ <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2007/07/03/kkr-files-for-125-billion-ipo/>

(Pulliam & Lattman, 2008). Roughly 20 % of all leveraged buyouts of U.S. companies in 2007 were terminated.⁶ In some cases, private equity firms accused the troubled finances of target companies; in others, they accused banks of breaking on their financing commitments (Pulliam & Lattman, 2008). The rationale for private equity firms' and banks' retreat was quite obvious. Deals priced in a *bull market* were no longer attractive in the wake of the explosion of the worst financial crisis in 70 years. Private equity firms faced an imminent reduction of their profitability while banks faced an increased risk exposure under *covenant-lite* transactions that would force them to record billionaire losses. The «golden era» of private equity deals was over.

Private equity firms' and banks' decisions to walk away from the deals they had previously committed to gave rise to intense litigation and billionaire settlements among the target companies, private equity *sponsors* and lending banks. For example, in late 2007, The Finish Line, Inc. failed to complete the \$1,5 billion acquisition of Genesco Inc. and was sued in Tennessee State Courts for specific performance alleging that this was a case of "buyer's remorse". Before the Tennessee State Court ruled ordering specific performance, the lending bank UBS filed a complaint against Genesco in the New York State Courts requesting declaratory judgment that UBS be relieved from its obligation to finance the transaction under the commitment letter because the merged entity would be insolvent. On March 3, 2008, before the matter was judicially resolved, the parties entered into a settlement agreement. In early 2008, a syndicate of banks that included Citigroup, Morgan Stanley, Credit Suisse, Wachovia and Deutsche Bank refused to fund the \$18,6 billion leverage buyout of Clear Channel Communications Inc. (*Clear Channel*) by private equity *sponsors* Bain Capital Partners, LLC and Thomas H. Lee Partners, L.P. The banks were sued in Texas State Courts by Clear Channel for tortious interference with the merger agreement and in the New York State Courts by the private equity *sponsors* for breach of the commitment letter, fraud, unfair and deceptive trade practices and civil conspiracy under Massachusetts law. The claim was settled on May 14, 2008. At about the same time, Providence Equity Partners and its wholly-owned company, Newport Television LLC, failed to close the \$1,2 billion acquisition of the television unit of Clear Channel. The purchasers were sued in Delaware State Courts. However, after settling the dispute and agreeing to go forward with the transaction they failed to get the bank syndicate, led by Wachovia, to fund the deal. Wachovia filed a suit in the North Carolina State Courts seeking declaration that the bank syndicate had no obligation to provide or arrange financing for the acquisition because the conditions under the commitment letter had not been satisfied. After a couple of months of litigation, the controversy was also settled with the banks (see, generally, Michael P. Carroll et al., 2009).

During the last financial and economic crisis, the list of stories about buyers and lending banks that tried to escape their contractual commitments and target companies that attempted to enforce their rights and force the deals to go forward is extensive. However, from all those stories, the failed acquisition of Huntsman Corp. (*Huntsman*) by Apollo's 92 %-owned operating company Hexion Specialty Chemi-

⁶ Source: FactSet MergerMetrics.

cal, Inc. (*Hexion*) (the *Huntsman Battle*) is probably the most interesting one. The Huntsman Battle, which endured for a year (*i.e.*, from June 2008 to June 2009), was litigated in three venues, Delaware, Texas and New York and had three different parties who shifted from foes to friends and vice versa throughout the development of the case: (a) a private equity sponsor, Apollo, its co-founders Leon Black and Joshua Harris (collectively, the *Co-Founders*), and Hexion (collectively, the *Apollo Parties*); (b) a bank syndicate composed by Credit Suisse, Credit Suisse Securities (USA) LLC, Deutsche Bank AG New York Branch, Deutsche Bank Cayman Island Branch, Deutsche Bank Securities, Inc. and Deutsche Bank Trust Company Americas (collectively, the *Banks*); and (c) a publicly traded target company, Huntsman, and its major shareholders, the Huntsman family, led by Peter Huntsman, Huntsman's president and chief executive officer, and Jon Huntsman, Huntsman's chairman and founder. Also, it involved several strategic decisions made by the parties and their counsels, in particular Apollo's legal counsel (the «*Firm*»), that shaped the outcome of the case forcing Apollo to pay Huntsman approximately \$1 billion to terminate the merger agreement and the leading to a settlement whereby the Banks paid Huntsman \$632 million in cash and granted \$1,1 billion in loans to get away from a \$4,65 billion damages claim filed by Huntsman in Conroe, Texas. Finally, the Huntsman Battle gives room to explore the use of expert opinions in litigation as it involved a *biased* insolvency opinion issued by Duff & Phelps, LLC which was held as *unreliable* by the Vice Chancellor Lamb.

Based on extrinsic information (*i.e.*, briefs, court filings and opinions and media coverage of the case), decision-making theory and cognitive psychology, I will attempt to reconstruct the parties' expectations, preferences, and strategies using theories of decision-making and informed speculation to provide a tentative account of their estimates of *outcomes* and *costs* and the way those estimates might have changed throughout the Huntsman Battle. My interpretations are necessarily tentative because of obvious gaps in the information. However, to the extent practicable I have intended to offset the hindsight bias in my analysis to make a reasonable interpretation of the decision-making process and strategies implemented by each party.

Part I briefly describes the facts of the Huntsman Battle. Part II explores the basic models for decision making in litigation. Starting from the rational choice paradigm, the model then incorporates deviations due to behavioral biases such as over-optimism, endowment effects, loss aversion, etc., borrowed from the cognitive psychology theory. Part III analyzes the strategic decisions made by the parties throughout the Huntsman Battle. First, I will speculate about the rationale underlying the Apollo Parties' decision to pursue such an aggressive strategy to walk away from the deal and what were the major flaws in implementing it. Second, I will analyze Huntsman's strategy by filing counterclaims in Delaware and suing Apollo, the Co-founders and the Banks in Texas. Third, I will explore the Banks' strategy, first acting in concert with the Apollo Parties to claim that the combined company was insolvent and then, when their interests diverged, breaking apart from the Apollo Parties by denying to fund the merger. Finally, I will look at the settlements between the Apollo Parties and Huntsman and between Huntsman and the Banks.

2. The facts about the Huntsman Battle

A. The Hexion-Huntsman Deal⁷

The failed romance between Hexion and Huntsman goes back to late 2005 when Apollo and Huntsman entered into merger negotiations to complete a deal pursuant to which Hexion would absorb Huntsman's specialty chemical business and Huntsman's commodity business would be divested and acquired by Apollo. Negotiations broke down when Huntsman missed earnings targets and Apollo could no longer justify paying the \$25 per share price being discussed.

In May 2007, Huntsman, through its financial advisor Merrill Lynch & Co., Inc. (*Merrill Lynch*), began to solicit bids for the company. Apollo, through Hexion, and Basell AF were the most active bidders. On June 25, 2007, Huntsman rejected Hexion's offer of \$26 per share and executed a merger agreement with Basell for \$25.25 per share. The same day, but after the agreement was signed, Hexion raised its bid to \$27 per share. Basell refused to raise its bid, stating that its deal remained superior because it was more certain to close. Four days after, Hexion increased its bid to \$27.25 per share. Negotiations on a Hexion-Huntsman deal re-opened leading, on July 12, 2007, to the termination of merger agreement with Basell and the execution of a new merger agreement with Hexion and Nimbus Merger Sub Inc. (*Nimbus*) (the *Merger Agreement*) whereby Hexion agreed to pay \$28 per share in cash for 100 % of Huntsman's stock.

As used to happen during the past private equity boom, especially when private equity firms engaged in competitive bidding to acquire target companies, the terms of the Merger Agreement were exceedingly target-friendly. Aside from substantial premium offered to Huntsman's shareholders, Hexion's optionality—otherwise obtained through explicit specific performance disclaimers, reverse termination fees to cap liability exposure in all events, a financing-out condition, target's solvency certifications, etc.—was almost entirely eliminated. For example, the Merger Agreement: (a) required Hexion to use its «reasonable best efforts» to consummate the financing⁸ and gave Huntsman the right to force Hexion to draw its financing through specific performance;⁹ (b) contained a solvency requirement only for the benefit of Huntsman;¹⁰ (c) granted Huntsman the right to sue Hexion for uncapped damages in the case of a «knowing and intentional breach of any covenant» and for liquidated damages of \$325 million in cases of other enumerated breaches;¹¹ (d) entirely shifted anti-trust risk to Hexion by requiring Hexion to take all steps necessary to satisfy regulators that the merger would not violate antitrust laws;¹² and (e) contained a pro-seller MAE definition which potentially was the only situation where Hexion

7 The facts presented in sub-section A have been almost entirely extracted from Vice Chancellor's Lamb opinion in *Hexion Spec. Chemicals v. Huntsman Corp.* 965 A.2d 715 Del. Ch., 2008.

8 Merger Agreement 5.12(c).

9 Merger Agreement 8.11.

10 Merger Agreement 5.13(f).

11 Merger Agreement 7.2(b).

12 Merger Agreement 5.4(b).

could walk away from the deal without paying Huntsman, at least, \$325 million in liquidated damages.

B. The Financing

On July 11, 2007, one day before the execution of the Merger Agreement, Hexion entered into a commitment letter with the Banks (the *Commitment Letter*) to secure financing for the merger. As happened with most acquisition financing during the past private equity boom, the terms of the Commitment Letter were «*covenant-lite*»¹³ (i.e., no market-out provision, no financial triggers to terminate the Bank's commitment and pro-borrower conditions to draw the financing). Therefore, the risk of changing circumstances —*exogenous risk*— was basically allocated to the Banks. Probably, the only condition that somehow protected them against *exogenous risks* was the requirement to get a solvency certificate from Hexion, Huntsman or a third party.¹⁴ However, even this condition was drafted in a borrower-friendly manner. As long as it was «customary» and «reasonably satisfactory» to the Banks and in «form and substance customary for financings of this type with portfolio companies controlled by affiliates of or funds managed by [Apollo]», Hexion or Huntsman could satisfy the condition by delivering a solvency certificate prepared by their own chief financial officers.

C. Hexion's pre-litigation actions

After receiving Huntsman's first quarter results on April 22, 2008, Apollo determined that the transaction was no longer profitable and started exploring whether Huntsman had experienced an MAE and if it was insolvent. To that end, Apollo hired a legal counsel. As the Delaware Chancery Court expressed in its opinion, since the MAE argument was weak, and the Merger Agreement contained no *solvency-out*:

[...] it seems that Apollo and its counsel began to follow a carefully designed plan to obtain an insolvency opinion, publish that opinion (which it knew, or reasonably should have known, would frustrate the financing), and claim Hexion did not «knowingly and intentionally» breach its contractual obligations to close (due to the impossibility of obtaining financing without a solvency certificate).¹⁵

On May 23, 2008, Duff & Phelps and Hexion signed an engagement letter under which Duff & Phelps agreed to form two teams: a *litigation consulting team* and an

13 See <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2007/06/12/covenant-lite-lending-without-brakes/>; <http://www.privateequitylawreview.com/2007/03/articles/for-private-equity-sponsors/deal-documents/senior-financing/covenant-lite-an-introduction/>; and http://findarticles.com/p/articles/mi_qa3755/is_20070618/ai_n19338555/

14 See Commitment Letter 6 establishing that, as a condition precedent to the initial borrowing, the Banks shall receive a «customary and reasonably satisfactory» solvency certificate from either the Chief Financial Officer (CFO) of Hexion, the CFO of Huntsman, or a reputable valuation firm.

15 *Hexion v. Huntsman*, at 725.

opinion team. The engagement letter stated that the *opinion team* would only be engaged «if Hexion decides to go forward with a particular course of action,»¹⁶ which meant if Hexion decided to claim insolvency in a litigation. After the *litigation team* concluded that the combined company could be insolvent, the *opinion team* started working on the insolvency opinion and finally issued an opinion expressing that the combined company would fail the three tests of insolvency.¹⁷

D. Round # 1: *Hexion v. Huntsman*

1. Catch you by surprise! Hexion's ambush

On June 18, 2008, after obtaining the Duff & Phelps insolvency opinion, Hexion and Apollo filed a complaint with the Delaware Court of Chancery seeking declaratory judgment on three claims: (a) Hexion does not have to close the merger if the combined company would be insolvent and its liability to Huntsman for failing to close is limited to no more than \$325 million; (b) Huntsman has suffered an MAE; and (3) Apollo has no liability to Huntsman in connection with the Merger Agreement.¹⁸

On the same day, Hexion sent Huntsman a notice pursuant to Sections 5.12(b) and 5.13(d) of the Merger Agreement stating:

Parent [Hexion] and Merger Sub [Nimbus] *do not believe that they will be able to obtain all of the Financing contemplated by the Commitment Letter* on the terms described therein because the amount of such Financing will be insufficient to pay the Required Amounts and, for this and other reasons, *after giving effect to the Merger, Parent would be insolvent.*

Parent and Merger Sub also believe that if the conditions to closing were measured today, *a Company Material Adverse Effect has occurred* [...].

Notwithstanding the foregoing, Parent and Merger Sub are aware of their respective obligations under the Merger Agreement [...] and will continue to work in *good faith* with Huntsman, and to *undertake such efforts as are required pursuant to the Merger Agreement*, to complete the transactions contemplated by the Merger Agreement.¹⁹

Also, on June 18, 2008, Hexion published a press release titled «Hexion files suit alleging that transaction with huntsman is no longer viable»²⁰ and filed a Form 8-K

¹⁶ *Hexion v. Huntsman*, at 726.

¹⁷ According to the Delaware Court of Chancery: «Duff & Phelps's insolvency opinion showed that the combined company would fail each of the three tests of insolvency: (1) the balance sheet test; (2) the ability to pay debts test; and (3) the capital adequacy test.¹⁴ In its opinion, Duff & Phelps claimed the combined entity was worth \$11.35 billion, \$4.25 billion less than Apollo concluded when it valued the entity for purposes of an intercompany transfer in March 2008. The Duff & Phelps report also showed a gap between the sources and uses of funds at closing of \$858 million» (*Hexion v. Huntsman*, at 726-727).

¹⁸ *Hexion v. Huntsman*, at 723.

¹⁹ Hexion, Current Report (Form 8-K, Exhibit 99.1) (Jun. 18, 2008).

²⁰ Hexion, Current Report (Form 8-K, Exhibit 99.1) (Jun. 18, 2008).

with the Securities and Exchange Commission announcing the filing of the suit in the Delaware Court of Chancery and attaching, among others, the Duff & Phelps insolvency opinion.²¹

2. This is personal and you'll pay for it! Huntsman strikes back.

Apollo's lawsuit angered the Huntsman family who made the dispute personal. In relation to the Delaware lawsuit, Jon Huntsman declared that «Apollo's recent action in filing this suit represents one of the most unethical contract breaches I have observed in 50 years of business» (Kaskey & Mider, 2008)²² and vowed to «fight Apollo vigorously on all fronts» (2008). Referring to Apollo's effort to back off from the deal, he said «I will fight this until the day I die [...] Private-equity firms have taken over America, and we will fight it. These guys are getting away with dishonest behavior, and I won't tolerate it» (2008). He also attacked the Co-Founders saying that they «should be disgraced» (Foy, 2008)²³ for the decision. Peter Huntsman stated that «the deal was made principal-to-principal with people we thought we could deal with and trust [...] [and] if this is their way of conducting business, it's absolutely pathetic» (Lattman, 2008a).²⁴

In response to Hexion's actions, on June 23, 2008, Huntsman filed a complaint in Texas State Court against the Co-Founders and Apollo (including its affiliates) for *fraud* and *tortious interference* with the Huntsman-Basell merger agreement claiming approximately \$3 billion in damages from the lost opportunity to consummate the Basell merger, \$100 million paid to Basell by Huntsman as breakup fee and damages for the injury to Huntsman business and impairment of the value of the company caused by the defendants' wrongful conduct.²⁵ In the complaint Huntsman demanded the court to have a trial by jury.

In a public statement referring to the Texas lawsuit, Peter Huntsman said «We intend to pursue every available legal action required to hold Apollo, Black and Harris responsible for their ruinous actions» (Clanton, 2008a).²⁶ Also commenting the lawsuit, Jon Huntsman declared:

I am outraged that Apollo founders, Leon Black and Josh Harris, while personally and repeatedly assuring our board of directors, our senior officers, our financial advisers and me of their earnestness, instead pursued a strategy designed to cause us to terminate with Basell and to accept promises they never intended to keep (Clanton, 2008a).²⁷

21 Hexion, Current Report (Form 8-K) (Jun. 18, 2008).

22 Citing Jon Huntsman.

23 Citing Jon Huntsman.

24 Citing Peter Huntsman.

25 Huntsman Corp., Current Report (Form 8-K, Exhibit 99.1) (Jun. 23, 2008).

26 Citing Peter Huntsman.

27 Citing Jon Huntsman.

Also, on July 2, 2008, Huntsman filed its answer and counterclaims with the Delaware Court of Chancery requesting declaratory judgment that: (a) Hexion knowingly and intentionally breached the Merger Agreement by failing to give Huntsman notice it was seeking and insolvency opinion and having doubts about its ability to consummate the financing, failing to use its best efforts to seek alternative financing and acting in bad faith with the commencement of the Delaware action; (b) Huntsman did not suffer an MAE; and (3) Hexion has no right to terminate the Merger Agreement. In addition, Huntsman's counterclaimed seeking an order that Hexion specifically performs its obligations under various sections of the Merger Agreement, or, alternatively, and in the event Hexion fails to perform, the award of uncapped contract damages.

3. Huntsman's first victory: The Delaware Court of Chancery decides the *Hexion v. Huntsman case*

On September 29, 2008, after two months of discovery and a six day bench trial, the Delaware Court of Chancery ruled on the *Hexion v. Huntsman* case. In its post-trial opinion, Vice Chancellor Lamb stated that: (a) Huntsman did not suffer an MAE; (b) because Hexion and Apollo had sued to terminate the deal, Hexion's breaches of agreement were knowing and intentional; (c) the issue of whether combined entity would be solvent was not suitable for judicial determination; and (d) Huntsman was entitled to specific performance of Hexion's covenants and obligations, other than the obligation to close the merger.

As appears obvious, Huntsman was gratified with the ruling, Hexion was not. Peter Huntsman declared «We are gratified that Apollo's allegations and tactics have failed to persuade the Chancery Court [...] Apollo's misguided attempt to use 2008's turbulent energy and financial markets to construct a solvency issue where none existed has now been exposed» (Morris, 2008).²⁸ In a more crude statement, Jon Huntsman said «Apollo was dishonest and untruthful and lost the case» (Gearino, 2008).²⁹ Hexion declared «We are disappointed by the court's decision [...] [and] are reviewing the decision and our options» (Gearino, 2008). The markets also recognized Huntsman's victory. On September 30, 2008, Huntsman stock raised \$5,25, or 71 percent, to \$12,60, «the biggest percentage gain since the shares started trading in February 2005» and Hexion's «9 3/4 percent notes maturing in November 2014 fell 2,5 cents on the dollar to 75,5 cents on the dollar».³⁰

E. Round # 2: Hexion and Huntsman versus the Banks

1. Huntsman and Hexion join forces against the Banks

The battle between Hexion and Huntsman against the Banks started one day after Huntsman's victory in Delaware. On September 30, 2008, Huntsman filed a separate

28 Citing Peter Huntsman.

29 Citing Jon Huntsman.

30 <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aY6O26kua3h8&refer=home>

suit against the Banks with the Montgomery County Texas District Court alleging that the Banks had conspired with Apollo to interfere with the Huntsman-Basell merger and the Merger Agreement and requesting temporary and permanent injunctive relief to prevent the Banks from interfering with the Merger Agreement.³¹ The following day, the Montgomery County District Judge Fred Edwards issued a temporary restraining order barring the Banks from taking any action that «could reasonably be expected to impair, delay, terminate or prevent consummation of the financing by the Commitment Letter» (Qualters, 2008). On the temporary injunction hearing, completed on October 13, 2008, Judge Edwards again determined that it was appropriate to enjoin the Banks, specifically «from filing any lawsuit seeking to declare that the combined Hexion-Huntsman entity would be insolvent, or that the combined entity would not be able to pay its debts when due».³² He replaced the temporary restraining order with a temporary injunction until November 1, 2008, unless the merger is closed before such date,³³ and consolidated Huntsman's claims against the Banks with Huntsman's previously filed claims against Apollo and the Co-Founders.

Following the Delaware decision, Hexion and Huntsman acted together to close the merger. They improved the solvency picture of the combined company by capital commitments of about \$2 billion.³⁴ Huntsman's CFO issued a solvency certificate and Huntsman managed to obtain a written opinion from American Appraisal Associates Inc. concluding that the combined company would satisfy all the solvency tests commonly used in transactions of this nature.³⁵ These documents were provided to the Banks in compliance with the Commitment Letter. Hexion scheduled a closing for October 28, 2008, date on which the Banks had to provide the funding.

One day before the closing, Hexion announced that it received a notice from the Banks' counsel stating that they will not fund the deal on the closing date because the solvency certificate and the opinion received did not meet the conditions under the Commitment Letter (Kardos, 2008). On October 28, 2008, the Banks issued a joint statement saying: «Aspects of the methodology, assumptions and depth of information utilized in the solvency analysis have left the banks with serious reservations about whether a customary and reasonably satisfactory certificate could be delivered at this time» (2008). They added that they «will analyze any additional information Hexion and Huntsman choose to provide» (2008).

On October 29, 2008, Hexion and Nimbus filed a suit against the Banks with the Supreme Court of the State of New York seeking specific performance of the Bank's

31 Plaintiff's Verified Original Petition, *Huntsman Corp. v. Credit Suisse et. al.*, No. 08-09-09258 (Dist. Ct. Mont. County Tex. Sep. 30, 2008).

32 http://www.huntsman.com/eng/News/News/Huntsman_Continues_Legal_Victories_-_Court_Enjoins_Banks_and_Sets_Jury_Trial_Date_for_February_9/index.cfm?PageID=7379&News_ID=6660&style=328

33 Ibidem.

34 Apollo offered to contribute \$750 million in equity and to waive a \$100 million transaction fee it was to receive for arranging the deal. Huntsman's shareholders offered to contribute around \$677 million in a combined Hexion-Huntsman. See Peter Lattman (2008b) and Brett Clanton (2008b).

35 http://www.huntsman.com/eng/news/news/huntsman_obtains_solvency_opinion_for_hexion_merger_-_independent_valuation_firm_concludes_hexion-huntsman_combination_would_be_solvent/index.cfm?pageid=7379&news_id=6684&style=328

obligations under the Commitment Letter, in particular, to provide \$15,35 billion in financing.³⁶ Interestingly, in its complaint Hexion claimed, among others, that equity infusions and other adjustments had improve the financial condition of the combined entity by more than \$2 billion and «Huntsman business and prospects have improved since June 2008»³⁷ changing the long-term outlook for Huntsman business. Craig Morrison, Chairman and CEO of Hexion said «We are seeking judicial relief to compel the banks to fund the merger as required by their contractual commitment letter and we intend to pursue this action vigorously» (Allen, 2008).

The New York lawsuit against the Banks did not start well for Hexion. On October, 31, 2008 the New York State Judge Eileen Brantsen denied Hexion's request for a restraining order and preliminary injunction to extend the term of the Commitment Letter necessary to close the Hexion-Huntsman deal (Lattman, 2018c). She said that the Banks did not have to extend the length of their funding agreement because it contractually expired on November 1, 2008 and that if Hexion and Apollo had not spent the two months in Delaware trying to get out of the deal they «would not be where they are today, which is on the eve of the commitment letter expiring». Judge Brantsen also questioned if this delay raised the issue of whether Hexion «comes to court with clean hands».³⁸

While Huntsman continued to accrue victories in its efforts to see the deal close³⁹ and, if not, to be in an «ideal position to vigorously pursue multiple billion dollars against Hexion, Apollo, Leon Black, Josh Harris, Credit Suisse and Deutsche Bank» (Chemweek's Business Daily, 2008), Hexion's situation did not look very promising. On November 10, 2008 it announced that it had hired a new legal counsel for the dispute with Huntsman. Ten days after, the Banks countersued Hexion for damages in the New York litigation (Deseret News).

2. Huntsman and Hexion \$1 billion settlement

On December 14, 2008, after six months of litigation, Huntsman, Jon Huntsman and Peter Huntsman and certain stockholders affiliated with the Huntsman family entered into a Settlement Agreement and Release (the *Settlement Agreement*) with the Apollo Parties concerning their litigation matters related to the Merger Agreement. Under the Settlement Agreement, the Apollo Parties agreed to pay Huntsman an aggregate amount of \$1 billion: \$425 million in cash, \$250 million through the purchase of 7 % Convertible Senior Notes and the \$325 million termination fee. Upon final payment of all amounts due under the Settlement Agreement, the parties agreed to obtain the dismissal of the Delaware lawsuit, the Texas lawsuit and the lawsuit initiated by the Apollo Parties against Huntsman in New York. Also, Apollo

36 Complaint, *Hexion v. Credit Suisse et al.*, Index No. 08114552 (N.Y.S.2d Oct. 29, 2008).

37 Complaint, *Hexion v. Credit Suisse et al.*, Index No. 08114552 (N.Y.S.2d Oct. 29, 2008).

38 Complaint, *Hexion v. Credit Suisse et al.*, Index No. 08114552 (N.Y.S.2d Oct. 29, 2008). Citing Judge Brantsen.

39 On November 4, 2008 Huntsman announced that the Court of Appeals of the Ninth District of Texas unanimously affirmed the decision of the lower court to award a temporary injunction in favor of Huntsman against the Banks (Sci. Letter, 2008).

agreed to enter into a Voting/Standstill Agreement prohibiting Apollo from owning Huntsman's common stock other than common stock issued upon the conversion of the notes and dictating that any shares owned by Apollo would be voted either in the manner recommended by Huntsman's board or in the same proportion as other Huntsman's shareholders.⁴⁰

On the same day, the parties entered into a Letter Agreement (the *Letter Agreement*) according to which the Huntsman agreed to pay the Apollo Parties an amount of cash equal to 20 % of the value of cash and non-cash consideration that is in excess of \$500 million that Huntsman may obtain in a settlement with the Banks in excess of its attorneys' fees, costs and expenses. Huntsman payment under the Letter Agreement was capped in \$425 million and, in the event the trial against the Banks in Texas commenced, the Apollo Parties would lose their right to receive any payment under the Letter Agreement.⁴¹

Both parties were satisfied with the settlement. Peter Huntsman declared «We are pleased to have reached this agreement with Hexion and Apollo. Receipt of these proceeds will enhance the strength of Huntsman's balance sheet and better position our company to prosper during the current turbulence in the global economy» (Plastic News, 2008)⁴² Leon Black stated: «We are happy to be resolving this situation in the best interest of our investors. It puts to an end the six-month disagreement and distraction between our companies. As the majority stakeholder in Hexion and now an investor in Huntsman, we look forward to both companies traversing this economic cycle and prospering» (Plastic News, 2008).⁴³

3. Huntsman settles with the banks for \$1.73 billion

Following the Apollo-Huntsman settlement, Hexion dismissed its New York lawsuit against the Banks after they acceded to fund the \$325 million termination fee (Fazzini, 2009). However, Huntsman continued its Texas litigation against the Banks. On May 11, 2009, Judge Edwards of the Montgomery County Texas District Court ruled in favor of Huntsman on six motions clearing its way to proceed to trial on June 15, 2009 (Hancock, 2009). The trial started on June 15, 2009 and, surprisingly, the dispute was settled eight days after. Under the settlement the Banks agreed to provide Huntsman \$1,73 of cash and financing: \$620 million in cash, a 7-year \$500 million senior secured term loan at LIBOR plus 2.25 %, a 7-year \$600 unsecured note financing at 5,5 % and \$12 million reimbursement for litigation costs (Chem. Bus. Newbase, 2009). Huntsman agreed to dismiss the Texas action and release the Banks from any other related claim.

40 Huntsman, Current Report (Form 8-K, Exhibit 10.1) (Dec. 15, 2008).

41 Huntsman, Current Report (Form 8-K, Exhibit 10.2) (Dec. 15, 2008).

42 Citing Peter Huntsman.

43 Citing Leon Black.

3. Decision-making in litigation

A. Decision analysis assuming rationality

Before commencing litigation and during the litigation itself, lawyers and clients have to make different types of decisions. Decision analysis provides them with a tool to proceed through the decision-making process in an organized and methodical way, especially «when decisions have to be made facing *uncertainty* and when one decision must be followed by subsequent decisions» (Howell, 2003, p. 6). Decision analysis works by converting a problem into a *decision tree* that displays all possible decisions and their consequences, along with their *probabilities* —expressed as a number from 0 to 1 or a percentage— and their *magnitude* —expressed in monetary terms (Howell, 2003, p. 6). To build a *decision tree* the decision-maker needs to gather information about the possible decisions and outcomes (*i.e.*, structure of the decision tree), the probabilities of the different chances that form the decision tree, and the payoffs or costs associated with all the options (Howell, 2003, p. 26). In the simple model, assuming risk neutrality, a rational decision-maker will gather information until it is optimal (*i.e.*, until the *marginal costs* equal the *marginal benefits*) to construct the structure of the decision tree and assign the correspondent *probabilities* and *outcomes*. Based on that information she will take those decisions that maximize the *expected outcome*.⁴⁴

For example, in a contracts dispute, when facing a decision whether to accept a settlement offer of \$600 or go to trial, the decision maker should first design the structure of the decision tree by identifying the initial decision (*i.e.*, settle or go to trial) and the possible outcome in each scenario (*i.e.*, settlement = dispute concludes; trial = win big, win small or lose). Then the decision-maker, based principally on subjective judgments, should assign a probability to each possible outcome. In this case, if the decision is to settle the dispute by accepting the settlement offer the outcome is certain, so its probability will be 1. However, if the decision-maker decides to go to trial there are, at least, three different potential outcomes. If the decision-maker has equal chances of winning or losing and if she wins equal chances of «winning big» or «winning small», then the probability of «winning big» will be 0,25, the probability of «winning small» will be 0.25 and the probability of «losing» will be 0,5. Finally, the decision-maker should assign a payoff to each outcome. Let's assume that if the decision-maker «wins big» she will be awarded \$1000, if he «wins small» she will be awarded \$200 and if she «loses» she will be awarded \$0. Further, assume that litigation costs are \$100. Then, the expected result of going to trial will be \$500 (*i.e.*, \$600 expected award - \$100 of litigation costs). Thus, the decision-maker should decide to settle because that decision will maximize the *expected outcome*. Below is the *decision tree* for this situation.

⁴⁴ A rational individual (*homo economicus*) is supposed to maximize its own *utility* from a stable set of *preferences* and accumulate the optimal level of *information* and other inputs before making a decision. See Gary S. Becker (1976, p. 14).

B. Decision Analysis assuming strategic behavior, risk aversion and bounded rationality

Under the classical assumptions about rational decision-making in the face of *uncertainty*, a decision-maker is presumed to be capable of weighing different possible *outcomes* by the *probability* that each will occur and to evaluate each *outcome* objectively, without regard to whether it is presented as a *gain* or *loss* compared to some reference point. In all cases, the *uncertain outcome* is equivalent to its *expected value*.

However, it is well-known that the classical assumptions about rational decision-making are unrealistic when analyzing litigation and settlement decision-making. Litigators behave *strategically*, are regularly *risk-averse* and are *bounded rational*. Moreover, litigators have argued that the focus on computations in *decision analysis* has been usually misplaced by academics because in practice lawyers normally spend only a small fraction of the efforts in performing the necessary calculations (Victor, 1984-1985). In reality, the benefit of *decision analysis* «is in forcing—and assisting—an attorney to understand his or her case better, at a level of detail sufficient to produce valuable insights for planning pretrial discovery and selecting trial strategy» (Victor, 1984-1985, p. 618).

Litigators behave *strategically* in the sense that they take choices that they otherwise would not, but for their effect on others behavior (see, generally, Carroll et al., 2009). Every litigator takes its counterparty expected actions into account when designing a litigation strategy and making choices. In addition, most people are *risk averse* and are willing to pay a premium to escape from the risks they are facing. *Risk aversion* means that decision-makers «care not only about the expected value of losses, but also about the possible magnitude of losses» (Shavell, 1987, p. 186). Risk-averse clients and lawyers will prefer a certain settlement on top of an uncertain trial. Furthermore, cognitive and social psychologists have demonstrated that decision-makers often think and interact in ways that violate the basic axioms of rationality (Marrow, 2002). Human beings are *bounded rational*⁴⁵ in the sense that they lack infinite cognitive abilities and are affected by systematic behavioral biases. Lawyers and clients are affected by *partisan perceptions* because each of them constructs a reality based on its attitudes, values, and past experiences and perceives and remembers such experiences as it wishes to perceive and remember them. Also, they suffer *judgmental optimism* meaning that they place *overconfidence* in their own predictions about future events and will make high variance choices that offer lower expected value outcomes.⁴⁶ *Overconfidence* can lead lawyers and clients to overestimate their own chances of winning a trial. Furthermore, they are *loss averse* in the sense that they tend to attach greater weight to *prospective losses* than to *prospective gains*, even when what is a *gain* or *loss* may depend on how

⁴⁵ The concept of *bounded rationality* was introduced by Nobel-laureate Herbert A. Simon more than 50 years ago. See Herbert A. Simon (1966).

⁴⁶ See Oren Bar-Gill (2005), (explaining how different forces sustain the optimism bias within lawyers and litigants).

the outcome is framed in relation to an arbitrary reference point. This means they value losses much more than they value gains wherever they are. Therefore, there is a big difference between losing and winning and losses tend to dominate gains.⁴⁷ In addition, they suffer from *bounded will-power* as they often take action that they know will conflict with their long-term interests.⁴⁸ Moreover, they suffer *reactive devaluation* in the sense that the «evaluation of a concession, a deal term, or a proposed compromise may be different, and may change, depending on its source».⁴⁹ In particular, lawyers and clients may «devalue a proposal received from someone perceived as an adversary, even if the identical offer would have been acceptable when suggested by a neutral or an ally». Finally, they are affected by a *self-serving bias* as they tend to arrive at judgments of what is fair or right that are biased in the direction of their own self-interests.⁵⁰

4. Analysis of the strategies

In hindsight, the Huntsman Battle is one of those controversies where the outcome seemed predictable. Hexion and Huntsman negotiated a merger agreement with no «financing out», no «insolvency out», a pro-seller MAE clause and a specific performance remedy provision that practically forced Hexion to close the merger. The Banks negotiated a covenant-lite commitment letter with no market-out clause and very few and easy to satisfy conditions precedent to draw the financing that virtually required them to fund the deal upon Hexion's demand. However, an ex ante analysis of the Huntsman Battle demonstrates that the decisions made by the Apollo Parties and the Banks after they decided to get out of the deal; and by Huntsman when it acknowledged their intentions played a very important role in shaping the outcome. With special emphasis on Apollo, below I will describe the main aspects of each party's strategy, reconstruct their expectations and preferences, and identify flaws in the design phase and/or execution phase of each strategy.

A. Apollo's strategy: Ambush, go public and get away from this deal

1. An overview of the strategy to get out of the merger

The strategy selected by the Apollo Parties' to get out of the Merger Agreement was very aggressive and risky. They followed a carefully designed plan to frustrate Hexion's possibilities to obtain financing probably expecting that their losses would be limited to \$325 million.⁵¹ Also, they attempted to be the first ones in the history of Delaware law to get out of merger agreement based on a broadly-drafted pro-seller MAE. Although, based on the available information, the state of Delaware law⁵²

47 See Daniel Kahneman & Amos Tversky (1979).

48 See Christine Jolls et. al. (1997-1998).

49 See Robert H. Mnookin et. al. (2000) (referring to the work of Lee Ross).

50 See Linda Babcock & George Loewenstein (2000, p. 355).

51 *Hexion v. Huntsman*, at 725.

52 See *Frontier Oil v. Holly Corp.*, 2005 WL 1039027 (Del.Ch.) (recognizing the applicability of the

at the time the claim was filed and the predictability and efficiency of Delaware courts,⁵³ I doubt they had real reasonable faith on the MAE argument. Thus, for purposes of this analysis, I have assumed that the MAE claim was a long shot and not a main component of the Apollo Parties' strategy.

In essence, the Apollo Parties' insolvency strategy was to first obtain an insolvency opinion from an «independent» bankruptcy expert (*i.e.*, Duff & Phelps) and then, based on such opinion, file a suit with the Delaware Court of Chancery claiming that the combined company would be insolvent. The lawsuit gave the Apollo Parties «immunity» to make the insolvency opinion public in order to frustrate the availability of financing and then argue that Hexion did not «knowingly and intentionally» breach its contractual obligations thereby limiting its liability to \$325 million. In addition, an initial suit in Delaware was purported to create some preclusive effects on a potential Huntsman claim in Texas.⁵⁴

2. Why did Apollo choose such an aggressive strategy?

With the available data it is difficult to figure out how the Apollo Parties might have constructed a *decision tree* outlining all possible decisions and their consequences, along with their *probabilities* and *magnitudes*. One possible decision might have been to use the apparent adverse firm-specific and market conditions to get financing to renegotiate the terms of the Merger Agreement and either reduce the merger price or terminate the agreement by paying a premium over the \$325 termination fee. Another alternative could have been to just cause Hexion to do its best efforts to close the deal —as provided under the Merger Agreement⁵⁵— and leave the decision not to fund the deal entirely to the Banks, as happened with Clear Channel. In hindsight both alternatives appear to be less risky than the one selected by the Apollo Parties.

Instead of going for any of the alternatives described above, the Apollo Parties considered the combined company's insolvency as a possible way out of the deal. They thought that by going public with the insolvency claim under the «immunity» granted by the Delaware lawsuit the Banks would refuse to fund the deal —as they in fact did— and the most they could lose was \$325 million, *plus* litigation costs. Based on the terms of the Merger Agreement and the available data at the time Hexion filed the Delaware claim, in my opinion this was a «high-return/high-risk»

Vice Chancellor's Strine logic to interpret an MAE clause in *In re IBP, Inc. S'holders Litig.*, 789 A.2d14, 67 (Del.Ch.2001))

53 See Randy J. Holland (2008-2009), («Delaware's courts offer litigants a forum with an extensive and well-developed jurisprudence that creates predictability and expediency in adjudication, allowing for efficient business planning».)

54 <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2009/04/13/revisiting-huntsman-hexion-did-watchtell-blow-it/>

55 Section 8.11 of the Merger Agreement provided for specific performance of any covenant or obligation set forth in the agreement except the obligation to close the merger. Thus, the Merger Agreement granted Hexion a leeway not to close: if Hexion could not complete the merger despite having complied with its obligations under the Merger Agreement, then Hexion could walk away from the deal by paying Huntsman the \$325 million liquidated damages.

strategy (*i.e.*, it had a high *expected return* but also a high *variance*). The *optimist scenario* (*i.e.*, winning the MAE claim and getting out of the deal for free) offered a high-payoff but had a low probability. The *moderate scenario* (*i.e.*, losing the MAE claim but getting the Delaware Court of Chancery to recognize that they could get out of the deal just paying \$325 million) offered a lower payoff but had a moderate probability. The *pessimistic scenario* (*i.e.*, not only losing all claims but being accused of a knowing and intentional breach of the Merger Agreement and thus subject to uncapped damages in case the merger did not close) subject Hexion to an almost unlimited negative-payoff and had also a moderate probability of occurring.

One can speculate about the reasons that influenced the Apollo Parties to take such an aggressive strategy to get out of the Merger Agreement. As is a common practice in litigation decision-making, clients rely on their legal counsels to assess the risks and benefits of any litigation strategy, but they are the ones who make the ultimate decision. Thus, the decision might have been influenced by the Firm's misjudgment of the risks and benefits of the strategy leading to an *irrational* choice by Apollo or it might have been a *rational* and *informed* decision whereby Apollo simply took a risky bet and loss. To better understand the decision-making process I have constructed four possible hypotheses that might explain why the Apollo Parties selected the insolvency strategy to get out of the Merger Agreement.

First, assuming that the Firm's Wachtell's fees were based on hourly rates, an intense litigation was more profitable for the Firm than any other alternative. Because of the existence of *agency costs*, the Firm might have misadvised Apollo as to the benefits and risks of the litigation strategy because it was on its self-interest that Apollo engaged in intense litigation with Huntsman. In reliance of the Firm's self-interested advice, Apollo chose to sue in Delaware arguing the insolvency of the combined company. Personally, I do not think this is the case because the Firm is a repeat player with huge investments in non-diversifiable reputation capital.⁵⁶ The negative impact of misadvising any client, in particular Apollo, on its reputation capital would most likely exceed the benefits from the fees related to the litigation.

Assuming no—or minimal—*agency costs*, a second hypothesis is that the Firm miscalculated the probabilities under each of the three possible scenarios (*i.e.*, optimistic, moderate and pessimistic) and gave an unintended but erroneous advice to Apollo.⁵⁷ The Firm had no apparent incentives to recommend a risky strategy that might put at threat its reputational capital. However, because of *judgmental optimism*, the Firm might have been *overconfident* in its own predictions about the probabilities of winning the trial or, at least, of the chances that Apollo might be ultimately subject to uncapped damages. This *judgmental optimism* affected its legal

56 See Ronald Gilson & Robert Mnookin (1985, p. 363), (explaining how lawyers develop a reputation for quality as a means of attracting clients).

57 For instance, the Merger Agreement established that Hexion had to inform Huntsman if it no longer believed in good faith it will be able to draw upon the commitment letter financing. Merger Agreement 5.12(a). I do not think that it is possible to reasonably interpret this provision in way that permitted Hexion from getting an insolvency opinion and preparing a lawsuit to argue that based on such opinion getting funding was impossible without communicating this to Huntsman. However, under this hypothesis, the Firm might have overvalued its contrary interpretation.

advice on the benefits and risk of the insolvency strategy and led to an *irrational* decision by the Apollo Parties.⁵⁸

A third hypothesis, which does not exclude the second one but also assumes minimal *agency costs*, is that the Firm misjudged the effectiveness of filing first with the Delaware Court of Chancery to prevent being sued in Texas and misadvised its client in that regard. It is well-known within litigators that forum selection clauses, no matter how well drafted, can be defeated by way of «artful pleading» to frame or characterize a claim in a way that avoids the application of a contractual forum selection clause, usually in terms of a tort claim against related non-contractual parties (see John G. Powers, 2006). The Firm could have predicted this to recognize that a lawsuit in Texas was unavoidable even if they sued first in Delaware. Maybe, *loss aversion* and *availability* (*i.e.*, future events are estimated based on how available past events are) of facing a Texas jury that would replicate the \$10.5 billion *Pennzoil v. Texaco*⁵⁹ damages award affected the Firm's judgment. Perhaps the Firm was *overoptimistic* of its chances of blocking a Texas lawsuit either by getting an order by the Texas court recognizing the prevalence of Delaware jurisdiction or getting an injunction from the Delaware Court of Chancery preserving jurisdiction and enjoining Huntsman from following a tort action in Texas. In any case, under this hypothesis Apollo also made an *irrational* decision.

A fourth hypothesis, which excludes the Firm from all responsibility, is that the Apollo Parties, as a matter of business judgment, acting rationally and adequately informed by their counsel, simply decided to take the risky strategy because it was in its own self-interest to do so. Apollo had several reasons to go for the risky strategy. First, considering Huntsman's faltering performance and obscure economic outlook, the *opportunity* and *reputational costs* of closing the deal were exceedingly high. Apollo, anticipating that the Banks would not refuse to fund the deal, had to find a viable exit alternative not matter how risky it was. The insolvency strategy designed by the Firm, as risky as it was, perfectly suited Apollo's business interests. Second, by getting out of the deal arguing that the combined company would be insolvent, Apollo would not only safe face in front of its investors but also save the Banks from billionaire mark-downs which would affect their financial results, already hardly hit by the losses they had to record due to their investments in the sub-prime mortgage securitization instruments. Apollo is a repeat player that relies heavily in bank financing to make business. By taking the first step to free the Banks from funding the merger, Apollo might have anticipated future benefits in its relationship with them.

It is difficult to know if the Firm misjudged the effectiveness of the exit strategy or if it was Apollo who simply took a risky bet and loss. There are facts to argue both ways. However, one fact that might push the balance against the Firm is that after losing the case in Delaware, they were displaced in their role as leading counsel by

58 See Amy Kolz (2009).

59 See *Pennzoil Co. v. Texaco, Inc.*, 481 U.S. 1, 4 (1987). In 1985, in *Pennzoil v. Texaco*, Pennzoil was awarded the amount of \$10.53 billion plus prejudgment interest for damages. This was the largest civil verdict in history, and it «arose not out of a mass disaster but from a business deal and the judgment calls lawyers made in the course of that deal». Robert M. Lloyd (2005).

Paul Weiss. Many factors could have driven this decision, such as the natural tendency of clients to blame lawyers when they lose, but from the outside it seems like a sanction for a perceived misadvice. Both the Firm and the Apollo Parties have declined to comment specifically on this issue. However, there is a phrase in Hexion's notice of appeal where Apollo somehow suggests that the Firm was to be blamed for the failed litigation strategy: «All of these actions were taken while Hexion was advised, at every step of the way, by [the Firm], experienced corporate counsel».⁶⁰

3. Where there any flaws in the execution of the insolvency/MAE strategy?

Omitting the determination of who was responsible for selecting the insolvency strategy, it seems there were certain flaws in the implementation phase, especially with regard to the designation of the bankruptcy expert and the preparation of the expert opinion. These mistakes affected the Apollo Parties position in all three trials: Delaware, Texas and New York.

First, the Firm did recommend hiring Duff & Phelps to act both as litigation consultant and independent bankruptcy expert expecting that the designated teams would be able to work separately. Even if the process was carefully designed to avoid leakages of information from the litigation team to the opinion team and to assure the absolute independence of the opinion team, the simple fact of having the same firm act both as advisor and independent bankruptcy expert created a presumption that the insolvency opinion was biased in favor of Hexion. Instead of bearing the risk of leakages of information or conflation of teams by only retaining Duff & Phelps, the Firm should have recommended the use of an independent bankruptcy expert to issue the insolvency opinion.

Second, knowing that Duff & Phelps was hired to act as litigation consultant and independent bankruptcy expert, the Firm should have been more careful in monitoring and securing the separation of the consulting and opinion teams. The evidence presented in the Delaware trial, which the Firm should have anticipated would be requested by Huntsman in discovery, shows that Duff & Phelps teams were conflated and the Firm was involved in the solvency evaluation. As Vice Chancellor Lamb noted in his opinion (a) Philip Wisler, who led Duff & Phelps opinion team, was involved in initial conversations with the Firm;⁶¹ (b) the engagement letter established that the opinion team would only be engaged if «Hexion decides to go forward with a particular course of action»;⁶² and (c) the Firm made suggestions to the drafts of the opinion to make the insolvency claim more strong.⁶³

Third, it looks like the Firm Wachtell failed to carefully supervise Duff & Phelps on the documents it produced to evidence the assignment. Knowing that the Merger Agreement forced Hexion to make its reasonable best efforts to consummate the financing and to notify Huntsman if it no longer believed in good faith it will be able

⁶⁰ See Amy Kolz (2009), *supra* note 58 (citing Apollo's notice of appeal).

⁶¹ *Hexion v. Huntsman*, at 726.

⁶² *Hexion v. Huntsman*, at 726.

⁶³ *Hexion v. Huntsman*, at 728.

to draw upon the Commitment Letter financing, the Firm should have anticipated that any document evidencing Hexion's intention to «get out» of the deal would be used by Huntsman to sustain a knowing and intentional breach. Obviously the same information might have been discovered during pre-trial depositions, but the May 16, 2008 notes of Allen Pfeiffer of Duff & Phelps that read: «get out. (1) Notice that insufficient capital to close (2) [Apollo] hiring D & P to support that notion» were crucial in Vice Chancellor Lamb's ruling.⁶⁴ If you are implementing a «carefully designed plan»⁶⁵ to get out of the Merger Agreement when its terms do not allow you to do that, aside from the questionable ethics of giving such advice, the least you can do is let everybody know that there should be no physical evidence of that plan.

B. Huntsman strategy: the best defense is a good offense

Huntsman strategy was all about positioning and leverage. Both the suit for fraud and tortious interference filed in Texas state court against Apollo and the Co-Founders and the counterclaim made in Delaware requesting declaratory judgment that Hexion knowingly and intentionally breached the Merger Agreement positioned Huntsman as the *de facto* plaintiff in the dispute. In addition, those actions —and later the Texas suit against the Banks— leveraged Huntsman's position to force a closing or, if that was not practicable, for superior results in settlement discussions.

As one can deduct from the public statements made by Jon and Peter Huntsman, they were enraged with the Apollo Parties' actions and wanted to strike back as hard as they could to force Hexion live up to its contractual commitment. In a first phase, Huntsman's strategy was designed to force Hexion to close the merger. To that end, Huntsman positioned itself in two fronts: Delaware and Texas. In Delaware, Huntsman's looked to demonstrate to the court that the Duff & Phelps insolvency opinion was part of carefully designed plan to get out of the deal in violation of the Merger Agreement. Huntsman's goal was to prove that the Duff & Phelps insolvency opinion was conflicted, biased and directed by the Firm to show what Hexion wanted. If Huntsman was successful in this endeavor, the insolvency claim would be discredited forcing Hexion to obtain financing and close the deal. In addition, it would make its Texas claim stronger. In Texas, Huntsman's strategy was about positioning and leverage. First, Huntsman wanted to enjoy «home court» advantage. Texas courts have been known to favor plaintiffs and Huntsman sought to benefit from that tradition. Second, by arguing *fraud* and *tortious interference* with the Basell merger agreement, Huntsman wanted to picture the Co-Founders as greedy and unethical Wall Street investors that behaved dishonestly to harm Huntsman. Third, the Texas claim posed a direct liability risk on Apollo and the Co-Founders. Maybe, from a legal standpoint, the Texas suit was a long shot, but the *uncertainty* of Texas courts, fueled by the memories of *Pennzoil v. Texaco*, surely favored Huntsman. If Huntsman could effectively circumvent the forum selection and jury waiver provisions under the Merger Agreement and get the Texas claim to a trial anything could

⁶⁴ *Hexion v. Huntsman*, at 726.

⁶⁵ *Hexion v. Huntsman*, at 725.

happen. In a way, it is possible to compare Huntsman's position in the Texas lawsuit to the one of an option holder. Huntsman only benefited from the upside but assumed no risk of the downside. Time and uncertainty favored Huntsman.

One key strategic decision made by Huntsman within its endeavors to force Hexion to close the merger was to extend the termination date of the Merger Agreement. The Merger Agreement established that if the deal did not close before the termination date (*i.e.*, July 4, 2008) and antitrust approval was not obtained Huntsman would be immediately entitled to the \$325 termination fee, even if there had been an MAE. At that time it was clear that Hexion would not get antitrust approval by the termination date. Thus, Huntsman had to decide between letting the Merger Agreement expire and collecting the \$325 termination fee or extending the termination date and continue litigating in Delaware. The first alternative was riskless but limited Huntsman possibilities to force a closing or get a bigger amount in a settlement. The second alternative posed a risk of losing everything, including the \$325 termination fee. Indeed, if before the extended termination date Hexion got antitrust approval and the Delaware Court of Chancery ruled there was an MAE, Huntsman would not have any right to claim damages. Huntsman, based on the advice of its counsel, decided that it was worth taking this risk and extended the termination date of the Merger Agreement. In hindsight, it was a good decision.

After winning in Delaware, Huntsman immediately sued the Banks in Texas. This was an intelligent move considering that the Delaware decision basically aligned Hexion's and Huntsman's interest towards closing the merger. The «bad guys» were now the Banks who during the Delaware trial cooperated with Hexion in proving the insolvency claim. Huntsman anticipated that the Banks would refuse to fund the deal, even if they were sued by Hexion's in New York. Again, Huntsman wanted to enjoy the benefits of having «home court» advantage in its dispute with the Banks. Again, maybe this Texas suit against the Banks was a long shot. However, once more *uncertainty* favored Huntsman. If Huntsman could get this claim to a trial anything could be ordered by a jury, and always for the benefit of Huntsman and in detriment of the Banks. In hindsight, this was also a good decision since it forced the Banks to enter into a \$1,73 billion settlement with Huntsman.

C. The bank's strategy

Under the terms of the Commitment Letter the Banks had basically two alternatives to escape from funding the Hexion-Huntsman merger. First, if the Merger Agreement was terminated for any cause the Commitment Letter would be also automatically terminated.⁶⁶ Second, if either Hexion did not draw the financing or did not satisfy the conditions precedent under the Commitment Letter before a certain date the Commitment Letter would automatically be terminated.⁶⁷

⁶⁶ Commitment Letter 15.

⁶⁷ Under 15 of the Commitment Letter, the Banks' commitments automatically expired «on the date that is 30 days after the Termination Date (as defined in the Merger Agreement), as such Termination Date may be extended pursuant to Section 7.1(b)(ii) of the Merger Agreement».

The options outlined above explain why, initially, the Banks' strategy was to act in concert with the Apollo Parties' —and against Huntsman— to claim that the combined company would be insolvent. From the Banks' perspective, if the insolvency claim made by Apollo and Hexion was validated by the Delaware court, the Merger Agreement would end up being terminated due to Hexion's impossibility to obtain financing thereby causing the automatic termination of the Commitment Letter. During the trial, the Banks' cooperated with Apollo in supporting the insolvency claim. Moreover, they prepared their own insolvency analysis which also showed that under all three tests the combined company would be insolvent.⁶⁸ However, since they were not a party to the Delaware litigation, they were very careful in establishing that «they would be willing to meet their obligations to provide financing if a customary and reasonably satisfactory solvency certificate could be provided».⁶⁹

When Apollo and Hexion loosed in Delaware and Hexion was forced to get financing to close the merger, the Banks' interests diverged from those of the Apollo Parties. The Apollo Parties were no longer interested in terminating the Merger Agreement. In fact, the Delaware court ordered Hexion to comply with its obligations under the Merger Agreement, in particular with its obligation to get financing. Therefore, the Banks alternatives to escape from funding the deal were reduced to the automatic termination of the Commitment Letter. Probably, the best strategy to achieve this goal was to wait until Hexion requested the Banks to fund the merger and when that happened argue that solvency opinion did not satisfy the conditions under 6 of Exhibit D of the Commitment Letter.⁷⁰ If the Banks could reasonably refuse to accept the solvency opinion until the expiration date of the Commitment Letter, they would be automatically released from their obligation to fund the merger. Obviously this strategy imposed the risk of being sued in New York by Hexion for breaching the Commitment Letter, but I think this was a calculated and manageable risk. What is difficult to determine is if the Banks anticipated being sued by Huntsman in Texas and, if they did, how material they thought this risk was. Ex ante, I do not think the Banks anticipated that the Texas trial would cost them \$620 million in cash and \$1,1 billion in cheap financing. Otherwise they would have settled for that amount and saved the litigation costs. However, the uncertainty of facing a jury trial in Texas with billions of dollars at stake changed their expectations increasing their reservation price.

68 *Hexion v. Huntsman*, at 758.

69 *Hexion v. Huntsman*, at 758.

70 According to 6 of Exhibit D of the Commitment Letter, as a condition precedent to the initial borrowing, the Banks «shall have received (i) customary and reasonably satisfactory legal opinions, corporate documents and certificates (including a certificate from the chief financial officer of the Borrower [Hexion Specialty Chemicals, Inc.] or the chief financial officer of [Huntsman] or an opinion from a reputable valuation firm with respect to solvency (on a consolidated basis) of the Borrower and its subsidiaries on the Closing Date after giving effect to the Transactions) (all such opinions, documents and certificates mutually agreed to be in form and substance customary for financings of this type with portfolio companies controlled by affiliates of or funds managed by [Apollo]) [...]».

D. The settlements

The basic economic model of litigation and settlement explains that if the parties' expectations about the value of going to court converge they will almost always settle.⁷¹ If the plaintiff's reservation price (*i.e.*, expected judgment *minus* litigation costs) is less than the defendant's reservation price (*i.e.*, expected judgment *plus* litigation costs) the case will settle. However, while most cases settle, a significant number of them proceed to a costly trial or settle after substantial and costly delay. Behavioral biases and information asymmetry normally lead to different interpretations or perceptions of the facts, the relevant law and how it would be applied to the facts. Risk preference might make a party prefer the gamble of going to court than settlement. These factors affect the parties' reservation price narrowing or even eliminating the zone of possible agreement.

In the Huntsman Battle, expectations did not converge immediately and therefore the parties settled only after substantial and costly litigation. Ex ante the parties' expectations about the outcome —and thus their reservation prices— were widely spread narrowing or even eliminating the zone of possible agreement. Several key events had to occur for the parties' expectations to converge and settlement to occur. The Apollo Parties had to lose in Delaware being found guilty of a knowing and intentional breach of the Merger Agreement, fail to get financing under the Commitment Letter and face the risk of a jury trial in Texas. Huntsman had to recognize the existence of collection risk to recover damages, face a weak private equity and chemical markets,⁷² experience a deterioration of its financial condition, suffer a liquidity crisis and realize that the merger was not going to close. A settlement between the Banks and Huntsman was agreed only after the Texas lawsuit went to trial exposing the Banks to the *uncertainty* of being judged by a Texas jury and releasing Huntsman from its sharing arrangement under the Commitment Letter.

There are two issues with regard to the settlements that are worth noticing. First, in the Settlement Agreement, the parties allocated \$425 million of the \$1 billion in settlement payments to the resolution of Huntsman's «commercial disparagement» claim. However, none of Huntsman's claims was related to “commercial disparagement”. Why then allocate the settlement payments in this way? Maybe this was done in this way to qualify such payments for insurance coverage (M&A Litigation Commentary, 2008).⁷³ There is no evidence to proof this assessment, but assuming that the Apollo Parties had insurance, as they most likely did, it appears to be a rational explanation. Second, the Huntsman-Banks settlement was executed eight days after the Texas trial started. Several factors can explain this, but from Huntsman's perspective the timing looks perfect if analyzed in light of the Letter Agreement. Under the Letter Agreement, Huntsman had to share 20 % of the value of cash and non-cash consideration that it obtained in a settlement with the Banks, unless the trial against the Banks in Texas commenced. Thus, by settling with the Banks after the trial be-

71 See Mnookin et al., at 108.

72 <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601014&sid=a9At67w5CkrM&refer=funds>

73 <http://mandalitigationcommentary.blogspot.com/2008/12/hexion-v-huntsman-settlement.html>.

gan Huntsman was released from sharing any payment with the Apollo Parties. It is probable that even after settling with the Apollo Parties, Jon and Peter Huntsman still had a certain degree of resentment against them. Under this hypothesis, the timing of the settlement with the Banks looks like a perfect way to penalize the Apollo Parties from their past behavior. Huntsman probably waited until the trial against the Banks started to negotiate and agree a settlement.

5. Conclusions

The Huntsman Battle is an extraordinary case study to do some reverse engineer to real life litigation and speculate on how each party managed the interaction of the different variables in litigation — expectations, preferences, law, facts, conflicts of interests, strategic behavior, uncertainty, psychological biases, etc.— and how the strategies and choices played a role in shaping the outcome. The Apollo Parties — either *rationally* or *irrationally*— decided to follow the most risky strategy to get out of the Merger Agreement: frustrate the financing by arguing that the combined company would be insolvent. To that end they joined forces with the Banks, without anticipating that the Banks would end up being their adversaries. There were certain flaws in implementing the insolvency strategy. All these factors turned out to be crucial in weakening the Apollo Parties' position in Delaware, Texas and New York and forced them settle for \$1 billion, instead of paying \$325 million under the Merger Agreement. Huntsman, presumably knowing that the facts and the law were on its side, did a great job in positioning as the *de facto* plaintiff and increasing its leverage against the Apollo Parties and the Banks by suing them in Texas, a jurisdiction known for favoring plaintiffs and for having unpredictable juries. Huntsman effective strategy was aimed at forcing the parties to close the merger and if that was not practicable, increasing its leverage in the settlement negotiations. It produced the desired results. The Banks took advantage of the opportunity that Hexion's lawsuit offered them to get out of a bad financing deal. When it was on its best self-interest to act in concert with the Apollo Parties, they did so. When their interests diverged from those of the Apollo Parties, they followed their own strategy to seek the termination of the Commitment Letter. When the uncertainty of a jury trial in Texas was too high, they just decided to settle.

As evidenced by the Huntsman Battle, litigation and settlement decision-making do not operate under the rational decision-making framework where the outcomes can be easily predicted *ex ante*. In the real world outcomes are affected, among others, by the effectiveness of each party's litigation strategy, crafted in a world where information is incomplete, risk preferences differ and choices are affected by psychological biases. Uncertainty is therefore the key element of litigation.

Bibliografía

- Allen, K. (31 October 2008). Hexion to sue banks for failure to fund Hexion-Huntsman merger. *Platt's Int'l Petrochemical Rep.* Available at 2008 WLNR 21780091.
- Babcock, L., & Loewenstein, G. (2000). Explaining bargaining impasse: the role of self-serving Biases. En C. Sunstein (Ed.), *Behavioral Law and Economics*. Cambridge University Press.
- Bar-Gill, O. (2005). The evolution and persistence of optimism in litigation. *22 J. L. Econ. & Org.*, p. 2.
- Barr, A., & Letzing, J. (21 June 2007). Blackstone IPO fetches top dollar. *Smart Money*. Available at <http://www.smartmoney.com/breaking-news/smw/?story=20070621062318>
- Becker, G. S. (1976). *The economic approach to human behavior*. University of Chicago Press.
- Cannon, V. T. (2007). *Secondary markets in private equity and the future of US capital markets*. Available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/Brudney2007_Cannon.pdf
- Carroll, M. P. (2009). Litigation lessons learned during the credit crisis. En *Corporate law and practice course handbook series*. Private equity acquisition financing summit 2009.
- Chem. Bus. Newbase. (23 June 2009). Huntsman reaches settlement with banks for \$1.73 bn cash and financing. *Chem. Bus. Newbase*. Available at 2009 WLNR 12390698.
- Chemweek's Business Daily. (7 November 2008). Huntsman ready to pursue «Billions» if Hexion deal fails. *Chemweek's Business Daily*. Available at 2008 WLNR 21324870.
- Clanton, B. (24 June 2008a). Huntsman sues over failed deal: company seeks damages from Hexion owners. *Houston Chronicle*. Available at 2008 WLNR 11853301.
- Clanton, B. (27 October 2008b). Hexion, Huntsman pledge funds to push deal forward. *Houston Chronicle*.
- De la Merced, M. J. (9 February 2007). *Fortress goes public, a first for hedge funds inside U.S.* Available at N.Y. Times: http://www.nytimes.com/2007/02/09/business/09hedge.html?_r=1&dllbk
- Demiroglu, C., & James, C. (5 March 2010). Lender control and the role of private equity group reputation in buyout financing. *Journal of Financial Economics*. Available at <http://ssrn.com/abstract=1032781>
- Deseret News. (29 November 2008). Banks countersuing Hexion over complaint. *Deseret News*, p. A13. Available at 2008 WLNR 22884224.
- Dixit, A. K., & Nalebuff, B. J. (1993). *Thinking strategically: the competitive edge in business, politics, and everyday life*. W. W. Norton & Company.
- Fazzini, K. (1 January 2009). Hexion drops lawsuit against lending banks. *241 New York Law Journal*, p. 4.

Foy, P. (20 June 2008). Huntsman leader slams Hexion/Chairman says attempts to get out of the deal a disgrace. *Houston Chronicle*, p. 3. Available at 2008 WLNR 11690837.

Gearino, D. (1 October 2008). Hexion cannot call of merger. *Columbus dispatch*. Available at 2008 WLNR 18658985.

Gilson, R., & Mnookin, R. (1985). Sharing among the human capitalists: an economic inquiry into the corporate law firm and how partners split profits. *37 Stan. L. Rev.*, p. 313.

Hancock, L. (12 May 2009). Judge's ruling clears the way for trial in Huntsman lawsuit. *Deseret News*, p. A10. Available at 2009 WLNR 9012178.

Holland, R. J. (2008-2009). Delaware's Business Courts: Litigation leadership. *34 Iowa J. Corp. L.*, p. 771.

Jackson, H. E., Kaplow, L., Shavell, S. M., Viscusi, W. K., & Cope, D. (2003). *Analytical methods for lawyers*. Foundation Press.

Jolls, C., Sunstein, C. R., & Thaler, R. H. (1997-1998). A behavioral approach to law and economics. *50 Stan. L. Rev.*, p. 1471.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: an analysis of decision under uncertainty. *47 Econometrica*, p. 263.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *23 Journal of Economic Perspectives*, p. 121.

Kardos, D. (29 October 2008). Huntsman-Hexion deal hits a snag. *The Wall Street Journal*, p. C7.

Kaskey, J., & Mider, Z. R. (20 June 2008). Apollo's lawsuit angers Huntsman. *Deseret News*. Available at 2008 WLNR 11660213.

Kelly, K., & Sidel, R. (4 April 2007). *Apollo is pushed to become latest private-equity IPO*. Available The Wall Street Journal: <http://online.wsj.com/article/SB117564702080259089.html?mod=seekingalpha>

Kolz, A. (1 April 2009). The big fall: Wachtell was supremely confident of its strategy in the Hexion busted-merger litigation with Huntsman. How did it all go so wrong?

Lattman, P. (24 June 2008a). Huntsman hits back at Apollo with \$3-billion lawsuit. *Globe & Mail*. Available at 2008 WLNR 11846234.

Lattman, P. (10 October 2008b). Apollo Eases Huntsman Deal. *The Wall Street Journal*, p. C5. Available at 2008 WLNR 20496252.

Lattman, P. (31 October 2008c). Apollo loses ruling in deal for Huntsman. *The Wall Street Journal*.

Lawyer. (10 November 2008). Deals round-up: Paul Weiss joins cast of Hexion-Huntsman. *Lawyer*, p. 14. Available at 2008 WLNR 21517182.

Lloyd, R. M. (2005). *Pennzoil v. Texaco*, twenty years after: lessons for business lawyers. *6 Transactions*, p. 321.

M&A Litigation Commentary. (18 December 2008). *Hexion v. Huntsman: the settlement*. Available at M&A Litigation Commentary: <http://mandalitigationcommentary.blogspot.com/2008/12/hexion-v-huntsman-settlement.html>

Marow, P. B. (2002). Behavioral decision theory can offer new dimension to legal analysis of motivations. *74 New York State Bar Association Journal*, p. 46.

Mnookin, R. H., Peppet, S. R., & Tulumello, A. S. (2000). *Beyond winning: Negotiating to create value in deals and disputes*. Belknap Press.

Morris, J. E. (1 October 2008). Court goes against Hexion. *Daily deal*. Available at 2008 WLNR 18630063.

Moyer, L. (4 January 2008). *The sunny sides of the street*. Available at Forbes: http://www.forbes.com/2008/01/04/buyout-deals-banks-biz-wallst-cx_lm_0104deallogic.html

Plastic News. (22 December 2008). Huntsman cancels Hexion merger for \$1 billion. *20 Plastic News 42*, p. 19. Available at 2008 WLNR 25067325.

Powers, J. G. (2006). Planning for forum selection in commercial transactions. *78 New York State Bar Association Journal 22*.

Pulliam, S., & Lattman, P. (9 September 2008). As buyout bust turns bitter: a major deal lands in court. *The Wall Street Journal*, p. A1.

Qualters, S. (8 October 2008). Banks feel heat over chemical companies' merger deal. *Del. L. Wkly*, p. Available at 2008 WLNR 2720088.

Sci. Letter. (4 November 2008). Huntsman wins again. *Sci. Letter 3608*. Available at 2008 WLNR 20789362.

Shavell, S. (1987). *Economic analysis of accident law*. Harvard University Press.

Simon, H. A. (1966). A behavioral approach of rational choice. *69 Q.J. Econ*, p. 99.

Sorkin, A. R. (25 July 2006). *HCA buyout highlights era of going private*. Available at N.Y. Times: <http://www.nytimes.com/2006/07/25/business/25buyout.html>

Stern, S. (5 de June de 2007). Dear Henry, let some light in on the closed world of private equity. *Financial Times*, p. 18.

Stiglitz, J. E. (2010). *Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy*. W. W. Norton & Company.

The President's Working Group on Financial Markets. (1999). *Hedge Funds, leverage, and the lessons of long-term capital management*. Available at <https://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedfund.pdf>

Victor, M. B. (1984-1985). The proper use of decision analysis to assist litigation strategy. *40 Bus. Law.*, p. 617.

La asistencia financiera bajo el artículo 106 de la Ley General de Sociedades

*Freddy Escobar Rozas**

1. Introducción

Las operaciones de asistencia financiera (OAF) permiten que el adquirente de acciones representativas del capital social de una empresa (*target*) reciba financiamiento directo o indirecto de esa empresa para pagar el precio de adquisición o el valor de suscripción de tales acciones.

Los mercados emplean OAF desde finales del siglo XIX. Los Estados regulan la asistencia financiera desde inicios del siglo XX. Las OAF generan beneficios, pero también imponen costos. Por esta razón, tiene sentido regularlas y permitir su ejecución solo si los beneficios exceden a los costos. En términos generales, la legislación comparada adopta una aproximación que privilegia la prohibición relativa. Con base en dicha aproximación el *target* puede conceder asistencia financiera al adquirente cuando la operación no afecta a los accionistas minoritarios ni a los acreedores. Nuestra legislación adopta una aproximación distinta. El artículo 106 de la Ley General de Sociedades (LGS) prohíbe, bajo responsabilidad de los directores, que el *target* conceda asistencia financiera directa o indirecta al adquirente. No existen excepciones a la regla. La literatura legal existente es crítica del modelo de prohibición absoluta que se encuentra consagrado en el artículo 106 de la LGS e intenta, a través de la interpretación, encontrar matices que permitan realizar OAF presumiblemente valiosas.

El objeto de este artículo es: (i) explicar las razones por las que se emplean OAF; (ii) analizar los beneficios y los costos que generan; (iii) entender la lógica de la evolución de la regulación; y, (iv) determinar, al margen de las preferencias de política regulatoria, la consecuencia que genera la violación de lo dispuesto en el artículo 106 de la LGS.

2. Estructura y fundamentos

Las OAF generan que el *target* asuma inicialmente el costo económico de la adquisición de las acciones. Si el adquirente incumple con el repago del préstamo otorgado

* Agradezco a Jeanette Aliaga, Guillermo Cabieses, Bárbara Castro y Giovanna García por sus valiosos comentarios y sugerencias a las versiones preliminares de este trabajo. Errores remanentes son míos.

o con la restitución de las garantías (ejecutadas), entonces las OAF generan que el *target* asuma de manera permanente el costo en cuestión.

Estas OAF forman parte del universo de transacciones *leveraged buy-out* (LBO), pero no agotan ese universo. En efecto, las transacciones LBO poseen tres características. Primera: permiten adquirir acciones que otorgan control del *target* («Acciones de Control»). Segunda: emplean fondos obtenidos a través de financiamiento. Tercera: trasladan al *target*, de forma directa o indirecta, ese financiamiento (Ginsburg & Levin, 2006, p. 102).

Las transacciones LBO emplean diversas estructuras. Una de las más conocidas requiere la realización de cuatro actos. Primero: el adquirente constituye una empresa (*shell company*) con el fin de que compre las Acciones de Control. Segundo: la *shell company* recibe un préstamo (de un banco o de un fondo) para el pago del precio de las Acciones de Control. Tercero: la *shell company* compra las Acciones de Control. Cuarto: el adquirente, que controla tanto a la *shell company* como al *target*, toma la decisión de que se fusionen. Producida la fusión, el *target* se convierte en deudor del préstamo.¹ En esta modalidad de transacción LBO no existe asistencia financiera, cuando menos en los términos contemplados por el artículo 106 de la LGS.

Es el claro propósito de las OAF facilitar la adquisición de las Acciones de Control.² Tal adquisición es, *prima facie*, beneficiosa para el *target*, sus accionistas y sus acreedores. En efecto, salvo casos excepcionales de anomalías en el proceso de contratación,³ toda adquisición se produce porque el adquirente valora más que el transferente el recurso objeto de la transacción. Para que A transfiera a B el recurso X, B debe ofrecer a cambio un recurso que no genere indiferencia. Si B ofrece el recurso Z y para A existe indiferencia entre los recursos X y Z, A no transferirá el recurso X, pues no tiene sentido que incurra en costos de transacción para lograr un intercambio de recursos que despiertan la misma valoración y que, por tanto, no tienen la capacidad de incrementar el nivel de bienestar existente. Pero si B ofrece el recurso ZZ y A prefiere el recurso ZZ sobre el recurso X, A transferirá el recurso X, pues ahora tiene sentido que incurra en costos de transacción para lograr un intercambio de recursos que no despiertan la misma valoración y que, por ende, poseen la virtud de incrementar el nivel de bienestar existente.

1 «The leverage buyout can take on many patterns. The typical one (in simplified form) involves the creation of a Shell corporation that later merges with the Firm being bought out. The managers form Shell Corporation. They contribute its initial capital and receive all of its stock [...] Shell Corporation borrows from banks and other lenders (or, more precisely, negotiates agreements with them to lend if its offer to buy Firm is successful). Shell Corporation then purchases all the stock in the hands of old shareholders of Firm. Shell Corporation pays a premium that is perhaps as much as 50 percent above Firm's' market price before the buyout. Firm is now a subsidiary of Shell Corporation. The only asset of Shell Corporation is its stock in Firm. Shell Corporation is then merged into Firm. As a result of the merger, Firm assumes all the obligations of Shell Corporation, including the obligations owed to Bank and other lenders who financed the buyout» (Baird, 1991, pp. 3-4).

2 «The purchase of a controlling interest in a corporation is often accomplished by a leveraged buyout» (Sherwin, 1988, p. 449). «In a typical LBO, a group of investors [...] gains complete control of a corporation with little or no capital investment on its own» (Blackwood, 1992, p. 342).

3 Estas anomalías son provocadas por tres factores: error, engaño y coacción.

En el mundo de los negocios, la mayor valoración de un recurso determinado se explica por la mayor rentabilidad que ese recurso puede generar en poder del adquirente. Si A valora más que B las Acciones de Control, es razonable suponer que A puede lograr una mayor rentabilidad que B con las Acciones de Control. Por lo tanto, la toma de control del *target* es presumiblemente beneficiosa para el *target*, sus accionistas y sus acreedores.

3. Beneficios y costos

A. Beneficios

Las OAF facilitan la competencia en el mercado de control corporativo.⁴ Este mercado está compuesto por actores que, por diversas razones (p.e., cambios en la tecnología o en las condiciones de negocio), poseen las cualidades necesarias para incrementar los retornos producidos por ciertas empresas; por tal razón, buscan tomar su control. Algunos interesados en tomar el control del *target* pueden tener restricciones de capital, es decir, pueden no estar en condiciones de destinar fondos a la adquisición de las Acciones de Control. Si el *target* otorga préstamos o facilita garantías, dichos interesados estarán en condiciones de ofertar por las referidas acciones, generando mayor demanda y, por consiguiente, mayor competencia. Presumiblemente, la mayor competencia entre los postores garantizará que las Acciones de Control sean adquiridas por quienes más las valoran o, lo que es lo mismo, por quienes pueden generar mayores retornos gestionando el *target*.⁵

Las OAF, por otro lado, permiten que la administración del *target* contrarreste la amenaza de una oferta de adquisición hostil.⁶ En efecto, cuando terceros realizan tal oferta, la administración del *target* puede, con el respaldo financiero del propio *target*, efectuar una oferta competitiva que mejore las condiciones económicas de la oferta de adquisición hostil, beneficiando de esta manera a todos los accionistas del *target*.⁷

4 «Managers do not always maximize the wealth of investors [...] Managers may not work as hard as they would do if they could claim a higher share of the proceeds —they may consume excessive perquisites and they may select inferior projects for the firm without bearing the consequences of their action. Corporate control transactions can reduce agency costs if better managers obtain control of the firm's assets [...] This means, in turn, great wealth for all» (Easterbrook & Fischel, 1991, p. 112). «The market for corporate control is creating large benefits for shareholders and for the economy as a whole by loosening control over vast amounts of resources and enabling them to move more quickly to their highest-valued users» (Jensen, 1988, p. 23).

5 «LBOs facilitate the market for corporate control [...] Because a leveraged transaction allows the buyer to acquire the target without first amassing a large reserve of capital, more buyers can enter the market» (Femino, 2014, p. 1840).

6 Una oferta de adquisición es hostil cuando es realizada a los accionistas del *target* a pesar de la desaprobación de los directores del *target*.

7 «Once a hostile bid is made, a variety of factors today often makes a leveraged buyout by the target management the most viable (and sometimes the only) alternative» (Coffee, 1986, p. 86).

Por último, las OAF permiten que el *target* subsista cuando sus accionistas controladores toman la decisión de disolverlo y liquidarlo. Mediante el otorgamiento de préstamos o la concesión de garantías a favor de los administradores, el *target* puede facilitar que estos últimos adquieran las Acciones de Control y eviten, para beneficio de los accionistas minoritarios y de los acreedores, la extinción del *target*.⁸

B. Costos

Las OAF imponen costos a dos grupos: (i) los accionistas minoritarios y (ii) los acreedores no garantizados.⁹ Esos costos toman la forma de potenciales perjuicios. Veamos.

Accionistas minoritarios

Un primer perjuicio está representado por la pérdida de la opción de recibir dividendos. Si el *target* otorga un préstamo, los accionistas minoritarios dejan de tener la posibilidad de recibir, a título de dividendos, los fondos entregados al adquirente. Si el *target* otorga una garantía personal, su *ratio* deuda-capital se eleva. Si el *target* otorga una garantía real, su opción de ofrecer colaterales adicionales se reduce. En ambos supuestos sus costos de financiamiento futuro se incrementan. El pago de mayores tasas por financiamiento reduce la posibilidad de que el *target* declare dividendos.

Un segundo perjuicio está representado por el incremento del riesgo de insolvencia. En el caso de que el mercado experimente retrocesos imprevistos, es razonable suponer que el *target* difícilmente resista los efectos de la disminución de ingresos, pues ha empleado sus flujos o sus activos, no para permitir la adquisición de activos productivos adicionales, sino para posibilitar la adquisición de las Acciones de Control. Sin flujo de caja ni activos productivos adicionales que generen ingresos, una contracción inesperada de la demanda probablemente ocasione que el monto de las deudas exigibles del *target* sea superior al monto de los recursos líquidos de este último.¹⁰

Un tercer perjuicio está representado por la potencial expropiación de valor patrimonial. Si el *target* otorga un préstamo, el adquirente asume la obligación de repagarlo. Por lo tanto, el *target* intercambia dinero por cuenta por cobrar. Conta-

8 «LBOs provide a means for present owners to withdraw for their investments without liquidation and transfer control to investors who may be in a better position to undertake management responsibility and realize the potential of the business» (Sherwin, 1988, p. 449).

9 «Leveraged buyouts put in jeopardy both the minority shareholders and the corporate creditors» (Granato, 2017, p. 649).

10 «The dramatic increase in the corporation's debt-to-equity ratio greatly increases the risk involved in running the company [...] if the corporation experiences unexpected setbacks or if the economy in general slows down, the leveraged company may soon find itself in bankruptcy» (Blackwood, 1992, p. 343). «[...] the recent financial crash caused newly-formed LBOs to plunge sharply into bankruptcy. This should come as no surprise, as LBOs have always been notoriously risky —the more leveraged the transaction, the greater the bankruptcy risk» (Guisado, 2013, p. 429). «[...] the highly leveraged company is less able to endure financial difficulty because of its debt load and is therefore more likely to fail» (Femino, 2014, p. 1841).

blemente puede no existir diferencia entre tener caja y tener cuentas por cobrar. La *shell company* no tiene capacidad de pago propia; por consiguiente, el repago del préstamo depende de los flujos que genere el *target* para la *shell company*. Si el *target* no logra generar los flujos esperados por la *shell company*, el adquirente probablemente no repague el préstamo. Si esto ocurre, la sustitución de activos realizada por el *target* ocasiona una pérdida, ya que la cuenta por cobrar no genera retorno alguno.¹¹ Esta pérdida reduce el valor patrimonial de las acciones de titularidad de los accionistas minoritarios.

Acreeedores

Un primer perjuicio está representado por el incremento no remunerado del riesgo crediticio del *target*. En efecto, tanto el otorgamiento de préstamos como la facilitación de garantías reducen la posibilidad de que los acreedores reciban el pago debido por el *target*. Cuando el *target* otorga un préstamo para la adquisición de las Acciones de Control surgen dos problemas potenciales: (a) el de reducción de patrimonio neto, y (b) el de iliquidez.

El otorgamiento del préstamo supone una sustitución de activos: el *target* entrega fondos a cambio de una cuenta por cobrar. El valor del activo que recibe el *target* depende de la capacidad de repago que tenga el adquirente por sí mismo o de la capacidad de generación de flujos que tenga el *target*.¹² Si alguna de esas capacidades es inexistente o es limitada, el valor de ese activo es inferior al valor del dinero otorgado en préstamo. Por tanto, existe el riesgo de que la sustitución de activos generada por el préstamo reduzca el patrimonio neto del *target*.

El otorgamiento del préstamo, por otro lado, supone un empleo no productivo del flujo de caja del *target*. En efecto, contra el dinero entregado al adquirente no ingresa un activo productivo que permita al *target* generar ingresos. Por tanto, existe el riesgo de que, ante una contracción de la demanda, el *target* sufra iliquidez y no pueda pagar oportunamente sus deudas.

Cuando el *target* facilita garantías (personales o reales) para la adquisición de las Acciones de Control, los acreedores sufren un perjuicio directo. En efecto, si el *target* otorga una garantía de carácter personal (p.e., fianza), sus acreedores no garantizados se exponen a un mayor riesgo de no pago en la medida en que dicha garantía incrementa el número de potenciales reclamos respecto del patrimonio del *target*, lo que reduce el *ratio* de cobertura de los créditos.¹³ Si el *target* concede una garantía

11 Este efecto no se presenta si el adquirente garantiza el repago del préstamo con colaterales suficientes que puedan ser ejecutados en un lapso razonablemente adecuado.

12 Si el *target* genera flujos, el adquirente puede recibir dividendos y repagar con ellos el préstamo.

13 El Banco B otorga a Minera M un préstamo no garantizado por US\$50 millones. El valor de los activos totales de Minera M asciende a US\$100 millones. Por tanto, el *ratio* de cobertura del Banco B es 2:1 (US\$50 millones de deuda / US\$100 millones de activos). En caso de incumplimiento, el Banco B podrá recuperar la totalidad del monto desembolsado a Minera M, pues ésta tiene activos embargables por un valor que duplica al monto en cuestión. Si Minera M otorga fianza solidaria al Fondo de Inversión F en respaldo de un préstamo de US\$50 millones otorgado a Minera N, el *ratio* de cobertura del Banco B será 1:1 (US\$100 millones de deuda / US\$100 de activos). En caso de incumplimiento, el Banco B no podrá recuperar la totalidad del monto desembolsado a Minera M si es que el Fondo de Inversión F exige el pago de la fianza y uno de los activos de Minera M declina ligeramente de valor.

de carácter real (p.e., hipoteca), sus acreedores no garantizados se exponen a un mayor riesgo de no pago en la medida en que dicha garantía reduce el patrimonio del *target* manteniendo el mismo número de potenciales reclamos respecto de este último patrimonio, lo que reduce el *ratio* de cobertura de los créditos.¹⁴

En todos los casos descritos, el riesgo de crédito del *target* se incrementa, pues la capacidad de repago se deteriora como consecuencia de los riesgos de reducción de patrimonio neto, liquidez y *ratio* de cobertura.¹⁵ En un mercado sin costos de transacción, el incremento del riesgo de crédito genera una reacción automática: reajuste de las tasas de interés. Los mercados, empero, operan con costos de transacción. Por consiguiente, diversos acreedores no tienen la posibilidad de reajustar *ex post* las tasas de interés pactadas.¹⁶ Por esta razón, el solo anuncio de la (futura) realización de una OAF suele generar el declive del valor de los créditos.¹⁷

Como indica Bratton:

An LBO does not occur because promoters, managers, and financiers decide to improve a corporation for the good of preexisting investors; it occurs because it offers sure profits for the equity taken out and a chance for extravagant, but high-risk, profits for the promoters and managers who take control and for the financiers who help them. Preexisting creditors share risk, but get no compensation in the form of a higher interest rate or an option to exit [...] These creditors' 'upside', if corporation recovers, is to return to their original position-holding a fixed coupon that bars them from further 'upside' possibilities (Bratton, 1989, p. 153).

14 El Banco B otorga a Minera M un préstamo no garantizado por US\$100 millones. El valor de los activos totales de Minera M asciende a US\$200 millones. Por tanto, el *ratio* de cobertura del Banco B es 2:1 (US\$100 millones de deuda / US\$200 millones de activos). En caso de incumplimiento, el Banco B podrá recuperar la totalidad del monto desembolsado a Minera M, pues ésta tiene activos embargables por un valor que duplica al monto en cuestión. Si Minera M otorga hipoteca a la par a favor del Fondo de Inversión F en respaldo de un préstamo de US\$100 millones otorgado a Minera N, el *ratio* de cobertura del crédito del Banco B será 1:1 (US\$100 millones de deuda / US\$100 millones de activos). En caso de incumplimiento, el Banco B no podrá recuperar la totalidad del monto desembolsado a Minera M si es que el Fondo de Inversión F ejecuta la hipoteca y uno de los activos (no hipotecados) de Minera M declina ligeramente de valor.

15 «Ideally, the creditors' reasonable expectations will not be harmed as long as a company retains a positive net worth and the funds needed to pay its debts and continue its operations» (Guisado, 2013, p. 433).

16 «The transaction leaves the target with a highly leveraged (or debt-heavy) capital structure, often closed to a ninety percent debt-to-equity ratio. Higher leverage generally disadvantages debt holders because it increases the risk that a firm will go into bankruptcy. The transaction, then, may be harmful to the existing, unsecured creditors of the target, who gained nothing from the transaction but saw the value of their debt to decrease as the risk associated with that debt increased» (Femino, 2014, p. 1834).

17 En 1989 Kohlberg Kravis realiza una operación de LBO para tomar el control RJR Nabisco. El precio pagado por las acciones asciende a US\$24 billones. Kohlberg Kravis toma una deuda de US\$19 billones con la garantía de los activos de RJR Nabisco. El mismo día en que los administradores de RJR Nabisco anuncian la operación de LBO, el valor de mercado de los bonos emitidos por RJR Nabisco desciende en 20% (US\$500 millones).

Un segundo perjuicio está representado por el incremento del «riesgo moral» en la relación *target*-acreedores.¹⁸ En el mundo financiero la relación acreedor-deudor se desarrolla en un entorno de constante tensión: el deudor desea tener plena libertad para utilizar los fondos recibidos, en tanto que el acreedor desea restringir esa libertad. Una regla de libertad plena beneficia al deudor a costo del acreedor. En efecto, bajo esta regla el deudor tiene incentivos para usar los fondos en proyectos con riesgo alto,¹⁹ pues si son exitosos toma todas las ganancias, mientras que si no son exitosos no toma todas las pérdidas, pues las traslada al acreedor (en todo o en parte) mediante el *default*.²⁰ Con la finalidad de eliminar esos incentivos perversos, el acreedor usualmente intenta establecer límites a la libertad del deudor, cuidando sin embargo que esos límites no impidan a este último generar valor con los fondos.²¹ Después de todo, el acreedor tiene interés en que el deudor genere retornos que permitan efectuar el repago del préstamo. El siguiente ejemplo hipotético ilustra la tensión que existe entre acreedor y deudor en el ámbito financiero.

El Banco B otorga a la Minera M un préstamo no garantizado por US\$50 millones, con un año de gracia. El valor de sus activos totales es US\$100 millones. Dos meses después, el Fondo de Inversión F otorga a la Minera M un préstamo garantizado a la par por US\$35 millones. La Minera M invierte los fondos provenientes de este segundo préstamo en un proyecto que arroja pérdidas por US\$25 millones. Al cumplirse el período de gracia, el valor de los activos totales de la Minera M es de US\$75 millones.²² La Inmobiliaria I ofrece a la Minera M la suma de US\$20 millones por dos terrenos que esta última tiene en la ciudad de Lima. Con tal suma la Minera M podría prepagar uno de los préstamos o desarrollar un nuevo proyecto con un retorno esperado de US\$20 millones. Este retorno se basa en la siguiente proyección: 10 % de probabilidad de que exista una ganancia de US\$20 millones y 90 % de probabilidad de que no exista ganancia alguna.²³ Si el nuevo proyecto tiene éxito, el valor de los activos totales de la Minera M ascenderá a US\$255 millones;²⁴ pero si no tiene éxito, el valor de tales activos ascenderá a US\$50 millones.²⁵ En este último caso, el Banco B tendrá una exposición de US\$50 millones contra activos por US\$15 millones, pues la garantía del Fondo de Inversión F comprende activos por US\$35 millones.

18 «It is easy to construct examples in which a production plan that maximizes shareholder wealth does not maximize bondholder wealth, or vice versa» (Fama y Miller, 1972, p. 179).

19 Como estos proyectos son los que ofrecen retornos más altos, el deudor tiene incentivos para realizarlos.

20 «Corporate law gives shareholders control over the operations of the firm (...) creditors bear part of the cost of bad decisions but do not enjoy a corresponding benefit from good ones. The shareholders, other things being equal, will take too much risk» (Baird, 1991, p. 10).

21 «Hundreds of different mechanism have evolved—from net worth and accounting requirement to security interest and default clauses—that also guard against the risk of unacceptable debtor behavior. These contract provisions have evolved in the context of tensions between the debts freedom and the creditor protection. Complete deference to creditor protection on fashioning legal rules makes no more sense than complete deference to debtor freedom. Any device that protects credit inevitably brings cost as well as benefits» (Baird y Jackson, 1985, p. 829).

22 US\$100 millones – US\$25 millones (pérdida) = US\$75 millones.

23 (10%)(+US\$200 MM) + 90%(US\$0) = US\$20 MM.

24 US\$75 MM + US\$200 MM – US\$20 MM.

25 US\$75 MM – US\$20 MM.

Desde la perspectiva de los acreedores, no es racional de la Minera M use los fondos de la venta de los terrenos en el nuevo proyecto. Los acreedores tienen derecho a recibir el principal y un retorno a tasa fija. A diferencia de los accionistas, los acreedores no tienen la opción de compensar las pérdidas que genere un proyecto en T+1 con las ganancias que generen otros proyectos en T+5 o en T+10. Por tal razón, los acreedores prefieren que la Minera M muestre aversión o neutralidad al riesgo. Dada la alta probabilidad de que el nuevo proyecto no genere ganancias, para los acreedores de la Minera M es irracional que esta lleve a cabo el proyecto en cuestión. Desde la perspectiva de los accionistas, sin embargo, no es irracional que la Minera M use tales fondos en tal proyecto, pues aquellos tomarán las ganancias en un escenario de éxito, mientras que el banco y el fondo tomarán las pérdidas en un escenario de fracaso. Por lo demás, aquellos accionistas tienen la posibilidad de compensar los resultados negativos de ese proyecto (T+1) con los resultados positivos de proyectos futuros (T+5 o T+10).²⁶

Cuando el *target* otorga financiamiento para adquirir las Acciones de Control se produce un efecto singular: el adquirente se convierte en accionista-deudor. En efecto, debido a que el precio de dichas acciones es pagado, no con recursos propios, sino con deuda, el adquirente asume una doble condición: de accionista controlador del *target* y de deudor del *target*. Y es en esta doble condición que tiene incentivos para optar por proyectos de alto riesgo: si son exitosos, el adquirente obtiene la ganancia; si no son exitosos, el adquirente traslada la pérdida (en todo o en parte) a los acreedores.²⁷ Tales proyectos, sin embargo, afectan los intereses de los acreedores. El ejemplo de la Minera M y el Banco B describe cómo y por qué los proyectos riesgosos afectan los intereses de estos últimos.

Los acreedores financieros suelen ser conscientes de los diferentes riesgos que generan las OAF; por tal razón, suelen incluir en sus contratos dos mecanismos para mitigarlos: *covenants* y *put options*. Mediante *covenants* esos acreedores restringen la posibilidad de que el deudor realice actos que (i) reduzcan su patrimonio neto

26 «[...] difference between debt and equity gives rise to a constant tension between lenders and shareholders. Lenders, being limited to a fixed and relatively low rate of return, want to ensure they receive that rate of return. More importantly, lenders want to get their principal back. Because their upside is limited, lenders have no chance to make a killing on one deal to compensate for losses on others. As a result, lenders want the borrower to be conservative and do nothing to jeopardize the lender's investment. Shareholders, on the other hand, enjoy unlimited profit potential if the business is successful. Where increased risk means increased potential for profit (as is often the case), shareholders have good reason to accept the increased risk. Even if the shareholders lose on this deal, they may well be able to make it up on the next one» (Lloyd, 1991, p. 335).

27 «[...] firms with excessive leverage face two significant agency costs between shareholders and bondholders. One such problem is the incentive for shareholders (and the executives acting on their behalf) to channel a company's capital into risky assets and projects, known in finance literature as the 'risk-shifting', 'asset-substitution', or 'overinvestment problem' [...]. The intuition is quite straight-forward. In the case of business success, the shareholders-as holders of the residual rights to the firm's profits-enjoy its fruits. In contrast, in case of business failure, part of the loss is borne by bondholders, and the more leveraged the firm is, the larger the share of the loss that bondholders have to bear. This convex structure of shareholders' payoffs in a leveraged firm-that is, the asymmetry between success and failure-therefore induces shareholders to take risks they would not have otherwise assumed» (Hannes y Tabbach, 2014, p. 101).

real, (ii) generen iliquidez o (iii) incrementen los riesgos del negocio.²⁸ Por otro lado, mediante *put options* esos acreedores se reservan el derecho de activar el repago inmediato de la deuda en caso de que el riesgo de crédito del deudor se incremente a causa de la OAF.²⁹

La existencia de mecanismos contractuales de protección contra potenciales efectos nocivos de las OAF demuestra que estas operaciones pueden efectivamente imponer riesgos y pérdidas a los acreedores no garantizados.

C. Necesidad de regulación

Las OAF generan beneficios a transferentes y adquirentes de las Acciones de Control, pero imponen costos a accionistas minoritarios y acreedores. Desde una perspectiva conceptual, existe la necesidad de regular las OAF para permitir su realización solo cuando los beneficios excedan a los costos. El problema de aquella perspectiva radica en que no es sencillo determinar si los beneficios exceden a los costos. En efecto, existen dos formas de regular la realización de las OAF. La primera requiere una revisión *ex ante* de los efectos de cada operación. La segunda permite una revisión *ex post* de tales efectos. Cada método de regulación presenta ciertos inconvenientes. Por ejemplo, la revisión *ex ante*, adoptada en Europa, requiere que cada OAF sea aprobada con el voto favorable de los accionistas minoritarios. Debido a que estos últimos tienen un derecho legal de veto permanente y sin costo, es razonable anticipar que condicionarán la aprobación de la OAF al pago de una prima, sin que sea relevante el efecto positivo que tenga la OAF *per se*. Por su parte, la revisión *ex post*, adoptada en los Estados Unidos de América, permite a los acreedores invalidar la OAF si, por ejemplo, esta genera la insolvencia del *target*. Debido a que estos últimos también tienen un derecho de reversión permanente y sin costo, es razonable anticipar que actuarán de forma oportunista: alentarán la OAF *ex ante* con el fin de capturar los potenciales beneficios de la revalorización del *target*, pero cuestionarán la OAF *ex post* si tales beneficios no se producen (Femino, 2014, p. 1843).

28 «The tangible net worth (or, less frequently, net worth) covenant tests the balance-sheet shareholder's equity of the borrower [...] 'Net worth' refers generally to the excess of the borrower's assets over its liabilities [...] The difference between net worth and tangible net worth is that the latter tries to capture the value of the hard or verifiable assets of the borrower and to exclude speculative or intangible assets» (Wight, 2009, p. 298). «The purpose of the current ratio and working capital covenants is to ensure that the borrower has sufficient liquid, quickly realizable assets to cover liabilities that come due in the next 12 months. The covenant attempts to test, in other words, whether the borrower faces an impending cash bind or liquidity crisis» (Wight, 2009, p. 301). «From the standpoint of a lender, the objective of an investment covenant is much like that of the fundamental changes covenant: to control material changes to the business or the assets of the borrower upon which the lender's initial credit decision is made [...] The definition of the term investments is, like other definitions, over expansive and encompasses not just the acquisition of securities but also the extensions of credit, issuances of guarantees, and commitments to make loans or buy equity» (Wight, 2009, p. 364).

29 «The put option on a debt security protects the investor from a decline in value. A decline in value of a debt security can be caused by either a general rise in interest rates, or an event that increases the firm risk, such as a takeover or an LBO» (Chatfield y Moyer, 1989, p. 29).

Si la regulación presenta inconvenientes, ¿no es posible aplicar un mecanismo de mercado para resolver el dilema que presentan las OAF?

El caso de los acreedores financieros permite pensar que a través de los contratos es posible sustituir a la regulación. En efecto, tales acreedores incluyen en los contratos de deuda una serie de mecanismos (*covenants*, *options*) que razonablemente garantizan que las OAF serán empleadas solo cuando sus beneficios exceden a sus costos.³⁰ Así como los acreedores financieros establecen en los contratos de deuda reglas contra los efectos nocivos de las OAF, los accionistas minoritarios pueden también contemplar en los estatutos reglas similares.

La solución de mercado presenta, sin embargo, sus propios inconvenientes. En primer lugar, no todos los acreedores tienen la opción de incluir mecanismos contractuales de protección, pues no todos los acreedores adquieren sus derechos con base en contratos. En efecto, existen acreedores que adquieren sus derechos sobre la base de normas jurídicas (p.e., acreedores tributarios). Por razones obvias, los referidos acreedores no pueden pactar *covenants* ni *options*. En segundo lugar, a causa de un problema de asimetría informativa extrema, no todos los acreedores pueden negociar mecanismos contractuales de protección.³¹ En tercer lugar, estos mecanismos no son perfectos ni completos: los deudores siempre tienen la posibilidad de limitar su eficacia.³²

Aun si todos los acreedores tuvieran la opción de incluir *covenants* u *options* perfectos, los efectos de aplicar estos mecanismos de protección pueden generar más costos que beneficios. Si un acreedor declara el incumplimiento de un *covenant* o ejerce una *option*, la totalidad de la deuda del *target* se tornará inmediatamente exigible, pues, con toda seguridad, los demás acreedores activarán cláusulas de *cross-aceleration* o de *cross-default* contempladas en sus contratos.³³ Evidentemente, el *target* no podrá repagar esa deuda, por lo que cualquier acreedor iniciará un proceso concursal, que puede concluir con una reestructuración no óptima de los pasivos del *target* o con la disolución del *target*.

30 «[...] the LBO structure may not require ex ante legal screening or ban, but can be assessed on the same level playing field of loan agreements by the parties [...] savvy and sophisticated lenders should be able to protect themselves by imposing specific change-of-control covenants, to the effect that subsequent indebtedness is now frequently made contingent upon the acceleration of the repayment or the retirement of debt» (Granato, 2017, p. 650).

31 En toda transacción existe asimetría informativa. Es perfectamente natural que una de las partes posea información superior respecto de ciertos aspectos de la transacción. La asimetría informativa no puede ni debe ser eliminada *per se*, pues las partes invierten recursos para poseer información superior valiosa. La ley solo debe intervenir cuando la eliminación de la asimetría informativa genere más beneficios que costos.

32 «[...] there is no protective covenant that a good lawyer cannot get around [...] With so many fine legal minds employed in finding new ways to circumvent covenants, it probably is futile to craft indentures that would protect bondholders under all future, and often unforeseeable circumstances» (McDaniel, 1988, p. 237).

33 La cláusula de *cross-aceleration* permite que el acreedor declare el *default* si la contraparte incumple el contrato con otro acreedor financiero y éste decide acelerar los plazos de repago. La cláusula de *cross-default*, por su parte, permite que el acreedor declare el *default* si la contraparte incumple el contrato con otro acreedor financiero, aun cuando éste no decida acelerar los plazos de repago.

Debido a que la solución de mercado es imperfecta, la necesidad de regular las OAF parece ineludible.³⁴ En términos generales, la regulación legal ha de permitir la realización de las OAF en la medida en que la transacción cumpla con las exigencias del criterio de eficiencia³⁵ de Pareto.³⁶ El cumplimiento del referido estándar se logra si la operación (i) es realizada en condiciones de mercado (tasas de interés, colaterales); (ii) cuenta con la aprobación de los accionistas minoritarios; y, (iii) no impacta negativamente en el pago a los acreedores.

4. Modelos de regulación

A. Europa

La regulación de la asistencia financiera encuentra su origen en la jurisprudencia inglesa en torno a la adquisición de acciones de propia emisión. Hacia finales del siglo XIX en el caso *Trevor v. Whitworth* (1887), la *House of Lords* declara ilegal la realización de una operación de adquisición de acciones de propia emisión efectuada sin la aprobación previa de la junta de accionistas, debido a que dicha operación implica, en los hechos, una reducción de capital no autorizada por la junta en cuestión.³⁷ Sobre la base de este precedente se discuten en las cortes una serie de casos en los que se cuestiona la validez de las OAF bajo el argumento de que dichas

34 «The conflict between bondholders and stockholders in leveraged buyouts has focused attention on the costs of contracting in the bond market. Advocates of statutory or regulatory protection of bondholders in these transactions often cite the costs associated with negotiating and enforcing protective bond covenants as a market failure that requires corrective actions» (Lehn & Poulsen, 1991, p. 645).

35 Existen dos criterios de eficiencia: Pareto y Kaldor-Hicks. El primero establece que un cambio en la distribución de los recursos es eficiente cuando genera ganancias sin ocasionar pérdidas (juego suma positiva). El segundo establece que un cambio en la distribución de recursos es eficiente cuando genera ganancias superiores a las pérdidas, de modo que los beneficiados puedan compensar a los perjudicados, aunque no lo hagan en la realidad. El criterio Pareto suele ser empleado en decisiones microeconómicas (contratos), mientras que el criterio Kaldor-Hicks suele ser empleado en decisiones macroeconómicas (comercio, impuestos, gasto público, emisión de moneda, etcétera).

36 «[...] corporate fiduciary law cases involving bondholders [...] promote Pareto efficiency. The bondholder cases show that when a transaction is non-Pareto efficient, courts find a breach of a common law duty and award damages to the bondholders to compensate them for their losses» (Mc Daniel, 1988, p. 223).

37 «In *Trevor v Whitworth*, the Lords considered the provisions of the Joint Stock Companies Act 1867 and concluded, by inference, that the legislature could not have intended that buy-backs be allowed. The Act included two provisions of particular interest to the Lords. Firstly, there was a requirement that the company should specify its nominal capital. Secondly, the Act provided for a comprehensive procedure for reducing capital - the assets of the company. From this, the Lords concluded -not unreasonably- that the legislature was obviously concerned that the capital of companies should not be reduced by distribution except in the manner set out in the legislation, which required court approval [...] The court held that buy-backs were a means of distributing capital to shareholders without having to comply with the formal requirements as to reduction to capital. The Lords noted that the legislature would not have gone to the trouble of incorporating safeguards for capital reductions if it has intended that the formal requirements could be avoided by so simple a device as a buy-back» (Mc Cabe, 1991, p. 116).

operaciones vulneran la *ratio* de la regla de *Trevor v. Whitworth*. Las cortes inglesas se muestran dubitativas sobre la aplicación de este precedente a las OAF. En el año 1926 se constituye el *Greene Committee* con el encargo de revisar la reforma de la *Companies Act* de 1917. En materia de asistencia financiera este comité de expertos concluye que, salvo determinadas excepciones, las OAF no han de ser permitidas por dos razones: (i) violan el espíritu de la prohibición de adquisición de acciones de propia emisión; y, (ii) permiten la realización de prácticas abusivas.³⁸ En función de las recomendaciones del *Greene Committee*,³⁹ la *Companies Act* de 1929 establece que las OAF están sujetas a una prohibición estricta. Según esa prohibición, el *target* no puede conceder préstamos, ni facilitar garantías (personales o reales), al adquirente de las acciones representativas del capital social del *target*. Solo quedan exceptuadas de esa prohibición las OAF que realicen las entidades financieras y las OAF en favor de trabajadores (*employee buy-outs*) o de administradores (*management buy-outs*). El incumplimiento de la referida prohibición es sancionado con una multa que debe ser pagada por el *target* y por los directores.

La aprobación de la *Companies Act* de 1929 no elimina, sin embargo, la discusión judicial sobre los alcances de la prohibición de asistencia financiera. Así en las cortes se discute, por ejemplo, si la referida prohibición alcanza también la suscripción de acciones. En el año 1943 se constituye el *Cohen Committee* con el encargo de revisar la reforma de la *Companies Act* de 1929. En materia de asistencia financiera este comité también concluye que, salvo excepciones, las OAF no deben ser permitidas ni para la adquisición por compraventa ni para la adquisición por suscripción. A partir de las recomendaciones del *Greene Committee*, la *Companies Act* de 1948 establece de igual modo que las OAF están sujetas a una prohibición estricta. Según esa prohibición, salvo excepciones *numerus clausus*, el *target* no puede otorgar préstamos ni facilitar garantías (personales o reales) para que un tercero compre o suscriba acciones representativas del capital social del *target*. La imposibilidad de conceder asistencia financiera es extendida a la relación matriz-filial, de manera que ninguna puede asistir a la otra con préstamos o garantías. La *Companies Act* de 1948, al igual

38 «A practice has made its appearance in recent years which we consider to be highly improper. A syndicate agrees to purchase from the existing shareholders sufficient shares to control the company, the purchase money is provided by a temporary loan from a bank for a day or two, the syndicate's nominees are appointed directors in place of the old board and immediately proceed lend to the syndicate out of the company's funds (often without security) the money required to pay off the bank. Thus in effect the company provides money for the purchase of its own shares. This is typical example although there are, of course, many variations. Such an arrangement appears to us to offend against the spirit if not the letter of the law which prohibits a company from trafficking in its own shares and the practice is open to the gravest abuses» (Company Law Amendment Committee 1925-26 Report, 1926, p. 14).

39 «We recommend that companies should be prohibited from directly or indirectly providing any financial assistance in connection with a purchase (made or to be made) of their own shares by third persons, whether such assistance takes the form of loan, guarantee, provision of security, or otherwise. This should not apply in the case of companies whose ordinary business includes the lending of money, to money let in the ordinary course of such business, or to scheme by which a company puts up money in the hands of trustees for purchasing shares of the company to be held for the benefit of employees or to loans direct to employees for the same purpose» (Company Law Amendment Committee 1925-26 Report, 1926, p. 14).

que su predecesora, establece que la violación de la prohibición obliga tanto al *target* como a los directores a pagar una multa.

En 1959 se constituye el *Jenkins Committee* con el propósito de revisar la *Companies Act* de 1948. A diferencia de los dos comités anteriores, este considera que la prohibición de la asistencia financiera no debe descansar en la idea de que dicha asistencia vulnera la prohibición de la adquisición de acciones de propia emisión sino más bien en la idea de que dicha asistencia genera el riesgo de que el adquirente decida actuar únicamente en beneficio propio y usar los flujos del *target* para repagar el préstamo y no para atender las necesidades del *target*, de los accionistas minoritarios o de los acreedores.⁴⁰ No obstante ello, el *Jenkins Committee* admite que establecer una prohibición absoluta puede impedir la realización de OAF en las que razonablemente no existe riesgo de que el adquirente perjudique a los accionistas minoritarios o a los acreedores. Por tal razón, este comité de expertos concluye que la asistencia financiera debe ser prohibida, salvo que la operación específica cumpla con dos requisitos dirigidos: el primero dirigido a proteger a los accionistas minoritarios y el segundo dirigido a proteger a los acreedores. Los requisitos en cuestión son: (i) que la operación sea aprobada con el voto de accionistas que representen el 75 % del capital social del *target*; y, (ii) que los administradores del *target* emitan un reporte que especifique que, después de la realización de un análisis cuidadoso, una vez efectuado el préstamo al adquirente, el *target* estará en condiciones de pagar sus deudas en los plazos acordados⁴¹. Asimismo, este comité

40 «We do not think that the practice whereby a company provides financial assistance for the acquisition of its own shares necessarily offends against the rule that a limited company may not buy its own shares [...] A company which lends money to a person to buy its shares simply changes the form of its assets and if the borrower is able to repay the loan the company's capital remains intact [...] In our view, however, the purpose of the section is to prevent the abuses which are likely to, and indeed do, arise when the practice is followed. If people cannot provide the funds necessary to acquire control of a company from their own resources, or by borrowing on their own credit, gain control of a company with large assets on the understanding that they will use the funds of the company to pay for their shares it seems to us all too likely that in many cases the company will be made to part with its funds either on inadequate security or for an illusory consideration. If the speculation succeeds, the company and therefore its creditors and minority shareholders may suffer no loss, although their interests will have been subjected to an illegitimate risk; if it fails, it may be little consolation for creditors and minority shareholders to know that the directors are liable for misfeasance» (Report of the Company Law Committee, 1962, pp. 138 y 139).

41 «[...] having identified the mischief which we think it necessary to prevent, we see no need even for the general prohibition now contained in Section 54 and would substitute a new provision declaring it to be unlawful for a company to give financial assistance (as described in Section 54(1)) for the acquisition (whether by purchase or subscription) of its own shares or shares of its holding company unless the following conditions have been fulfilled before such assistance is given: (a) the transaction whereby the assistance is given has been approved by a special resolution of the Company; (b) that a statutory declaration of solvency on the lines described below and made by directors of the Company has been filed with the Registrar of the Company. The first of these conditions should in itself afford a considerable measure of protection of minority shareholders [...] The second condition is designed to protect creditors [...] We think that statutory declaration should state: (a) the form of the assistance will take, the persons to whom it is to be given, and the purpose for which it is intended they shall use it; (b) that the declarants have made full enquiry into the affairs of the Company and that, having done so, they have formed the opinion that the Company, having effected the transaction whereby such

de expertos concluye que la sanción ante la violación de la prohibición no debe consistir en la imposición de una multa, ya que ésta no necesariamente disuade dicha violación. El reporte del *Jenkins Committee* no logra generar un cambio en el marco legal inglés aplicable a las OAF; no obstante, cumplirá un rol importante en la futura regulación de la comunidad europea sobre asistencia financiera.

A iniciativa de la representación inglesa, la Comunidad Económica Europea (CEE) inicia la discusión de la regulación de la asistencia financiera en el seno de la comisión que se encarga de elaborar una nueva norma comunitaria sobre derecho corporativo. En el año 1976 la CEE emite la Segunda Directiva 77/91/CEE, que incorpora una prohibición estricta en materia de OAF. Según tal prohibición, el *target* no puede entregar fondos, otorgar préstamos o facilitar garantías a un tercero para que realice una operación de adquisición de acciones representativas del capital del *target*. Son exceptuadas de la prohibición dos tipos de operaciones: (i) las realizadas por entidades financieras y (ii) las realizadas en beneficio de los trabajadores; siempre que no reduzcan el patrimonio neto por debajo de determinado límite.⁴² A diferencia de las normas inglesas, esta directiva no establece que la violación de la prohibición se encuentra sancionada con la imposición de una multa al *target* y a los directores. Por lo tanto, la referida violación queda sujeta a lo que disponga la legislación interna de cada país de la CEE con relación a los actos contrarios a las normas de naturaleza imperativa.

En la década de 1990 se produce un cuestionamiento conceptual a la importancia del elemento capital. Con base en el teorema Miller-Modigliani,⁴³ según el cual el valor de mercado de una empresa no está determinado por su estructura financiera (deuda-capital), diversos actores abogan por reformar la regulación sobre asistencia financiera. Connotados expertos de la CEE conforman el grupo denominado «Simpler Legislation for the Internal Market» (SLIM). Este grupo propone dos cambios a aquella regulación: (i) eliminación de la prohibición si el préstamo se realiza con cargo a recursos libres del patrimonio neto del *target*; y, (ii) eliminación de la prohibición si la adquisición se realiza a título derivativo (compraventa).

En los años 2006, 2012 y 2017 la Unión Europea (UE) emite tres directivas sobre derecho de las sociedades. La Directiva 2006/68/UE permite realizar OAF en la medida en que se cumplan cuatro reglas. Primera: las OAF deben ser realizadas bajo responsabilidad de los administradores, que han de garantizar (i) que la transacción

assistance is to be given, will be able to pay its debts as they fall due» (Report of the Company Law Committee, 1962, p. 144).

42 «Article 23: (1) A company may not advance funds, nor make loans, nor provide security, with a view to the acquisition of its shares by a third party. (2) Paragraph (1) shall not apply to transactions concluded by banks and other financial institutions in the normal course of business, nor to transactions effected with a view to the acquisition of shares by or for the company's employees or the employees of an associate company. However, the transactions may not have the effect of reducing the net assets below the amount specified in Article 15 (1) (a)».

43 «Starting with Professors Modigliani and Miller, a number of economists have shown that if capital markets are perfect and there are no income tax or bankruptcy costs, the value of a firm depends on its investment decisions, not on its financing decisions, which are irrelevant [...] Thus, managers cannot increase the value of a firm by altering its capital structure or its ratio of debt to equity» (Mc Daniel, 1988, p. 226).

se efectúe en condiciones de mercado, especialmente en lo referente a los intereses y a las garantías que debe recibir el *target*; y, (ii) que el tercero receptor del préstamo tenga un récord crediticio adecuado. Segunda: que los administradores preparen para la junta de accionistas un informe que describa, entre otros aspectos, las razones de la transacción y los riesgos que la OAF genere en torno a la liquidez y a la solvencia del *target*. Tercera: que la OAF sea aprobada con el voto favorable de las dos terceras partes del accionariado. Cuarta: que la OAF no genere una reducción de activos netos por debajo de cierto límite.⁴⁴

Por su parte, la Directiva 2012/30/UE reproduce, con algunos cambios de forma, las reglas establecidas en la directiva anterior.⁴⁵

Finalmente, la Directiva 2017/1132/UE establece que cuando la legislación interna de un país permita la realización de OAF, estas operaciones deben ser efectuadas bajo responsabilidad del órgano de administración o de dirección. Dicho órgano debe cuidar (i) de que las OAF contemplen «condiciones de mercado justas» (especialmente con relación a la tasa de interés y a los colaterales); y, (ii) de que el beneficiario de las OAF haya sido debidamente investigado. Por otro lado, el órgano en cuestión debe presentar a la junta de accionistas un informe que detalle: (a) las razones por las que se realiza la OAF; (b) el interés del *target* en la OAF y las

44 «Article 23 (1). (1) Where Member States permit a company to, either directly or indirectly, advance funds or make loans or provide security, with a view to the acquisition of its shares by a third party, they shall make such transactions subject to the conditions set out in the second, third, fourth and fifth subparagraphs.

The transaction shall take place under the responsibility of the administrative or management body at fair market conditions, especially with regard to interest received by the company and with regard to security provided to the company for the loans and advances referred to in the first subparagraph [...]. The transactions shall be submitted by the administrative or management body to the general meeting for prior approval, whereby the general meeting shall act in accordance with the rules for a quorum and majority laid down in Article 40. The administrative or management body shall present a written report to the general meeting, indicating the reasons for the transaction, the interest of the company in entering into such a transaction, the conditions on which the transactions is entered into, the risks involved in the transaction for the liquidity and solvency of the company, and the price at which the third party is to acquire the shares [...].

The aggregate financial assistance granted to third parties shall at no time result in the reduction of the net assets below the amount specified in points (a) and (b) of Article 15 [...].

45 «Article 25 (1) Where Member States permit a company to, either directly or indirectly, advance funds or make loans or provide security, with a view to the acquisition of its shares by a third party, they shall make such transactions subject to the conditions set out in paragraph 2 to 5. (2) The transaction shall take place under the responsibility of the administrative or management body at fair market conditions, especially with regard to interest received by the company and with regard to security provided to the company for the loans and advances referred to in paragraph 1 [...] (3) The transactions shall be submitted by the administrative or management body to the general meeting for prior approval, whereby the general meeting shall act in accordance with the rules for a quorum and majority laid down in Article 44. The administrative or management body shall present a written report to the general meeting, indicating: (a) the reasons for the transaction, (b) the interest of the company in entering into such a transaction, (c) the conditions on which the transactions is entered into; (d) the risks involved in the transaction for the liquidity and solvency of the company; and (d) the price at which the third party is to acquire the shares [...] (4) The aggregate financial assistance granted to third parties shall at no time result in the reduction of the net assets below the amount specified in Article 17(1) and (2) [...].»

condiciones en las que interviene; (c) los riesgos que la OAF genera respecto de la liquidez y de la solvencia del *target*; y, (d) el precio que el tercero pagará por las acciones representativas del capital social del *target*. La junta de accionistas deberá aprobar la OAF con un *quorum* calificado (cuando menos dos tercios). Las OAF no podrán generar la reducción del activo neto por debajo del monto del capital suscrito más reservas. En caso de ser aprobada la OAF, el *target* deberá generar una reserva no distribuible por el monto de dicha OAF. A diferencia de las dos directivas anteriores, la Directiva (UE) 2017/1132 establece que, con la salvedad de la exigencia de no disminución del activo neto por debajo del límite antes indicado, las demás exigencias no resultan aplicables a (i) las OAF realizadas por bancos u otras instituciones financieras en el curso ordinario de sus negocios; y, (ii) a las OAF efectuadas para permitir que los trabajadores del *target* o de una sociedad vinculada adquieran las acciones.⁴⁶

B. Estados Unidos de América

En los Estados Unidos de América no existen normas que regulen la asistencia financiera ni existen normas que prohíban las OAF *per se*. Por lo tanto, las OAF son válidas salvo que vulneren normas que disciplinan el mercado.

46 «Article 64. (1) Where Member States permit a company to, either directly or indirectly, advance funds or make loans or provide security, with a view to the acquisition of its shares by a third party, they shall make such transactions subject to the conditions set out in paragraphs (2) to (5). (2) The transactions shall take place under the responsibility of the administrative or management body at fair market conditions, especially with regard to interest received by the company and with regard to security provided to the company for the loans and advances referred to in paragraph 1. The credit standing of the third party or, in the case of multiparty transactions, of each counterparty thereto shall have been duly investigated (3) The transactions shall be submitted by the administrative or management body to the general meeting for prior approval, whereby the general meeting shall act in accordance with the rules for a quorum and a majority laid down in Article 83. The administrative or management body shall present a written report to the general meeting, indicating: (a) the reasons for the transaction; (b) the interest of the company in entering into such a transaction; (c) the conditions on which the transaction is entered into; (d) the risks involved in the transaction for the liquidity and solvency of the company; and (e) the price at which the third party is to acquire the shares. This report shall be submitted to the register for publication in accordance with Article 16. (4) The aggregate financial assistance granted to third parties shall at no time result in the reduction of the net assets below the amount specified in Article 56(1) and (2), taking into account also any reduction of the net assets that may have occurred through the acquisition, by the company or on behalf of the company, of its own shares in accordance with Article 60(1). The company shall include, among the liabilities in the balance sheet, a reserve, unavailable for distribution, of the amount of the aggregate financial assistance. (5) Where a third party by means of financial assistance from a company acquires that company's own shares within the meaning of Article 60(1) or subscribes for shares issued in the course of an increase in the subscribed capital, such acquisition or subscription shall be made at a fair price. (6) Paragraphs (1) to (5) shall not apply to transactions concluded by banks and other financial institutions in the normal course of business, nor to transactions effected with a view to the acquisition of shares by or for the company's employees or the employees of an associate company. However, these transactions may not have the effect of reducing the net assets below the amount specified in Article 56(1). (7) Paragraphs 1 to 5 shall not apply to transactions effected with a view to acquisition of shares as described in of Article 61(1) (h)».

Las normas que eventualmente pueden generar la invalidez de las OAF son las que regulan las transferencias fraudulentas. Las *fraudulent conveyance laws* contemplan la posibilidad de que se cuestionen *ex post* los actos realizados en fraude a los acreedores. Existen diversos cuerpos legales que protegen a los acreedores contra los actos fraudulentos efectuados por el deudor: (i) el Uniform Fraudulent Conveyance Act (UFC⁴⁷); (ii) el Uniform Fraudulent Transfer Act (UFTA⁴⁸); (iii) el Federal Bankruptcy Code. Todos estos cuerpos legales recogen principios similares. Según tales principios una transacción realizada por el deudor es anulable si es que su finalidad es defraudar a los acreedores. No interesa para estos efectos si el deudor recibe una contraprestación adecuada. Por otro lado, una transacción realizada por el deudor es anulable si es que la contraprestación que éste recibe es «insuficiente» y, adicionalmente, se cumple, cuando menos, alguno de estos requisitos: (i) el deudor se torna insolvente; (ii) el capital del negocio del deudor pasa a ser irrazonablemente bajo; (iii) los activos del referido negocio pasan a ser irrazonablemente deficientes; o, (iv) la transacción razonablemente compromete la capacidad de pagar sus deudas (Blackwood, 1992, p. 346).

El texto empleado por las normas indicadas es lo suficientemente amplio para incluir dentro sus alcances a las operaciones de LBO en general. La jurisprudencia reafirma esta conclusión. En *Anderson Industries v Anderson* (1985) la corte afirma que el texto del UFCA permite revisar los efectos potencialmente fraudulentos de las operaciones de LBO. De igual manera en *Mellon Bank v Metro Communications* (1992), la corte sostiene que el texto del UFTA permite revisar los efectos potencialmente fraudulentos de las operaciones de LBO (Blackwood, 1992, p. 355).⁴⁷

En consecuencia, las *fraudulent conveyance laws* no impiden *ex ante* la realización de OAF; esas normas revisan *ex post* los efectos de las OAF con el fin de revertirlos en caso perjudiquen de forma indebida a los acreedores del *target*.⁴⁸

C. Perú

La regulación de Europa busca proteger a los accionistas minoritarios y a los acreedores a través de un mecanismo *ex ante*. La regulación de los Estados Unidos de América busca proteger a los acreedores a través de un mecanismo *ex post*.

La regulación local busca proteger a los accionistas minoritarios y a los acreedores a través de un mecanismo *ex ante* y de un mecanismo *ex post*. El primer meca-

47 «Leverage buyouts and other transactions involving transfers for the benefit of third parties can harm creditors in exactly the way that fraudulent conveyances are designed to prevent. The effect of the transfer is to deplete the estate available to pay creditors' claims. If the transferor is left insolvent, creditors lose the ability to collect their claims in full, although they might have done so immediately before the transfer. If the transferor is solvent in the sense of net worth, but is left without sufficient cash or unencumbered assets for its business, the transaction impairs its capacity to generate income to meet debts, leading eventually to the same result. In the case of buyout, although the corporation may survive under new management, the transaction increases the risks to creditors beyond the point that is acceptable under fraudulent conveyance statutes» (Sherwin, 1988, p. 491).

48 «[...] fraudulent conveyance law does not prohibit LBOs; it regulates them by limiting permissible leverage» (Bratton, 1989, p. 154).

nismo está contemplado en la LGS. El segundo mecanismo está contemplado en el Código Civil (CC).

En efecto, el artículo 195 del CC permite impugnar los actos por los que el deudor (i) disminuya su patrimonio conocido y (ii) ocasione un perjuicio al acreedor. Según el artículo citado, se presume la existencia del perjuicio cuando el acto (1) genera la imposibilidad de pagar íntegramente la deuda o (2) dificulta el cobro de la deuda. Si es que el acto es realizado a título gratuito, basta con probar los efectos (1) o (2). Si es que el acto es realizado a título oneroso, es necesario probar, además, que el tercero conozca o razonablemente haya podido conocer los efectos (1) o (2).⁴⁹

Si el *target* realiza un préstamo sin intereses, el *target* concluye un acto gratuito que tiene el efecto de disminuir su patrimonio conocido. Si el *target* realiza un préstamo con intereses, el *target* concluye un acto oneroso que tiene el efecto de disminuir su patrimonio conocido. Si un acreedor del *target* demuestra que el préstamo impide o dificulta el pago de la deuda, entonces ese acreedor puede demandar la inoponibilidad del préstamo.⁵⁰ Si se declara tal inoponibilidad el acreedor tendrá el derecho de exigir al adquirente de las Acciones de Control la entrega de los fondos recibidos del *target*.

No resulta claro si la decisión de contemplar un mecanismo de protección *ex ante* en la LGS obedece a la idea de que el mecanismo de protección *ex post* contemplado por el CC es inadecuado o al simple desconocimiento de su existencia.

5. Ley General de Sociedades

A. Prohibición

El artículo 106 de la LGS establece lo siguiente: «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».

A pesar de su oscura y defectuosa redacción, es posible deducir que el artículo citado regula cuatro supuestos⁵¹. De esos supuestos, solo interesan dos: el préstamo

49 «[...] los actos susceptibles de ser impugnados son [...] aquellos actos jurídicos realizados por el deudor que por incidir, de alguna forma, en la consistencia o composición de su patrimonio sujeto a responsabilidad o, simplemente, por disminuir el valor de ejecución, de los elementos del patrimonio del deudor susceptibles de ser embargados, perjudican al acreedor y merecen ser impugnados al no quedar justificados o amparados por algún otro interés que el ordenamiento considere, igualmente, digno de protección» (Fernández, 1998, pp. 167-168).

50 En el caso de que el préstamo devengue intereses, el acreedor deberá demostrar que el prestatario conocía o razonablemente podía conocer la existencia del perjuicio.

51 «[...] el referido dispositivo establece que en ningún caso una sociedad podrá: 1. Otorgar préstamos con la garantía de sus propias acciones. 2. Otorgar garantías respaldadas por una garantía de sus propias acciones. 3. Otorgar préstamos que tengan por objeto respaldar la compra de acciones emitidas por ella, con o sin garantía de estas últimas. 4. Otorgar garantías que tengan por objeto respaldar la compra de acciones emitidas por ella, con o sin garantía de estas últimas» (Hernández & Escribens, 2007, p. 288).

otorgado al adquirente para la adquisición de las Acciones de Control y las garantías facilitadas al adquirente para la adquisición de las referidas acciones.

El artículo 106 de la LGS no permite efectuar OAF, aun si resultan Pareto eficiente. En efecto, el texto del artículo citado no contempla excepción alguna; por tanto, la prohibición de que el *target* otorgue préstamos o facilite garantías alcanza incluso a aquellas operaciones que benefician a todos los actores involucrados: (i) transferente de las Acciones de Control; (ii) adquirente de las Acciones de Control; (iii) *target*; (iv) accionistas minoritarios; y, (v) acreedores no garantizados.

El artículo 106 de la LGS es injustificadamente defectuoso. En efecto, por un lado afecta OAF que no debe afectar. Por otro lado, no afecta a operaciones que sí debe afectar. Veamos.

Imaginemos que los accionistas mayoritarios del *target* desean disolver y liquidar el *target*. En ese contexto los administradores del *target* deciden enviar una oferta de compra a los accionistas en cuestión, a fin de que eviten que tomen la decisión de disolver y liquidar el *target*. Como dichos administradores no cuentan con capital suficiente, realizan la transacción de adquisición mediante un préstamo otorgado por el *target*. El préstamo es aprobado por los accionistas minoritarios y por los acreedores del *target*. ¿Existe algún motivo racional para prohibir el otorgamiento del préstamo? Evidentemente, no. La OAF permite que el *target* continúe operando en el mercado, para beneficio de los accionistas minoritarios y de los acreedores. En la medida en que la OAF es Pareto eficiente, resulta un verdadero despropósito impedir su realización.

Imaginemos, ahora, que un fondo realiza una oferta pública de adquisición (OPA) hostil respecto de las Acciones de Control del *target*. En ese contexto, los administradores del *target* crean una *shell company* para realizar una OPA sobre las referidas acciones. Los titulares de las Acciones de Control del *target* aceptan la OPA efectuada por la *shell company*. Esta última paga el precio con los fondos de un préstamo bancario. Tan pronto la *shell company* toma el control del *target*, aquélla toma causa que el *target* la sustituya en el préstamo bancario mediante la celebración de un contrato de cesión de posición contractual. Literalmente esta operación no está prohibida por el artículo 106 de la LGS. ¿Existe algún motivo racional para permitir su realización? Evidentemente no, salvo que los accionistas minoritarios y los acreedores aprueben el contrato de cesión de posición contractual. La languidez del texto del artículo 106 de la LGS obliga a recurrir al fraude a la ley con el fin de impedir la realización de una OAF lesiva.

B. Alcances

El artículo 106 de la LGS establece una prohibición. Como esa prohibición restringe derechos, no es posible aplicarla por analogía;⁵² no obstante, es posible recurrir a la interpretación extensiva o al fraude a la ley para aplicarla a casos no cubiertos por su literalidad.

52 El artículo IV del Título Preliminar del CC establece que la norma que contempla excepciones o que restringe derechos no puede ser aplicada por analogía.

Los casos no cubiertos por la literalidad del artículo citado son diversos. El más notorio es el que termina con la fusión entre la *shell company* y el *target*. La literatura legal existente admite la posibilidad de aplicar el fraude a la ley, a efectos de impedir la realización de dicha fusión en caso que no tenga sustento económico⁵³ y sea utilizada para evadir la prohibición contenida en el artículo 106 de la LGS.⁵⁴ Esta postura carece de sustento. En efecto, el fraude a la ley supone que la transacción se realiza al amparo de la norma X («norma de cobertura») para vulnerar la finalidad de la norma Y («norma defraudada»). La finalidad del artículo 106 de la LGS es otorgar protección (i) a los accionistas minoritarios y (ii) a los acreedores. Para que cierta OAF sea considerada fraudulenta es preciso que (i) contemple un esquema permitido por una norma de cobertura (p.e., la que regula la fusión); y, (ii) transgreda una finalidad contemplada por una norma defraudada (p.e., la que prohíbe la asistencia de orden financiero).

Las OAF que culminan con una fusión entre el *target* y la *shell company* no transgreden la finalidad contemplada por el artículo 106 de la LGS. En efecto, esa finalidad es otorgar protección tanto a los accionistas minoritarios como a los acreedores. Si ambos grupos de interesados no tuvieran la posibilidad de emplear un remedio legal que impida que la fusión lesione sus intereses, entonces las OAF indicadas vulnerarían la finalidad contemplada por el artículo 106 de la LGS. Ocurre, sin embargo, que la propia LGS otorga a ambos grupos de interesados la posibilidad de emplear un remedio legal que impida que la fusión lesione sus intereses. En efecto,

53 Una regla que exija que la fusión entre el *target* y la *shell company* tenga sustento económico es impracticable. La única razón por la que el titular de las Acciones de Control decide llevar a cabo tal fusión es trasladar la deuda de la *shell company* al *target*. De aplicarse la regla en cuestión, todas las OAF con fusión serían fraudulentas.

54 «[...] consideramos que esta modalidad de LBO definitivamente no encuadra dentro del supuesto de hecho de la prohibición, dado que no se trata de un préstamo ni de una garantía conferida por Target a favor de Newco. Sin embargo, aún existe la posibilidad de extender los efectos de la prohibición a este tipo de operaciones recurriendo al expediente del fraude a la ley. Para que ello ocurra, deberá necesariamente acreditarse que la figura de la fusión ha sido utilizada como un simple instrumento para evadir la aplicación de la prohibición, quebrantando el espíritu de la norma» (López, 2004, p. 282). «[...] en el Reverse Direct Merger, la sociedad sobreviniente a la fusión (Sociedad Objetivo) registra el pasivo de Newco [...] bajo el alcance literal del artículo 106 de la LGS, se podría concluir que la alternativa de Adquisición bajo análisis no configura supuesto de Asistencia Financiera Prohibida alguno. Si bien el efecto final supone que los accionistas de la Sociedad Objetivo terminen asumiendo la carga económica del préstamo, ello se origina como consecuencia de un acto distinto a cualquiera de los supuestos de Asistencia Financiera Prohibida regulados en el artículo 106 de la LGS. Si bien la Sociedad Objetivo no interviene en el financiamiento [...] es claro que cuando Newco adquiere las acciones emitidas por la Sociedad Objetivo, y una vez que los patrimonios de ambas sociedades se encuentren integrados, los accionistas minoritarios de la Sociedad Objetivo que no participaron en la Adquisición propuesta, serán titulares de una sociedad que mantiene una obligación que fue contraída con la intención de adquirir las propias acciones de la Sociedad Objetivo. Es por ello que consideramos que la fusión, bajo la forma que sea, tenga un sustento y una racionalidad económica. Fusionar sociedades es legítimo y legal, lo que habría que proteger es que se pudiera entender que la fusión fue un invento para salir del campo de aplicación del artículo 106 de la LGS [...] En tal sentido, es probable que en sede judicial se considere que a través de la alternativa de Adquisición bajo análisis, se obtiene indirectamente el efecto prohibido por el artículo 106 de la LGS y se aplique un principio general del derecho denominado Principio de Fraude a la Ley» (Hernández & Escribens, 2007, p. 309).

el artículo 356 de la LGS concede el derecho de separación a los accionistas minoritarios que consideren que la fusión resulta perjudicial. De otro lado, el artículo 359 de la LGS concede el derecho de oposición a los acreedores que consideren que la fusión resulta perjudicial.

En la medida en que la fusión entre el *target* y la *shell company* no puede generar pérdida alguna a los accionistas minoritarios y a los acreedores, es evidente que las OAF que culminen con una fusión no pueden transgredir la finalidad contemplada en el artículo 106 de la LGS. Siendo esto así, las OAF que culminan con una fusión no pueden ser consideradas «fraudulentas».

C. Sanción

El artículo 106 de la LGS no establece la consecuencia legal de otorgar un préstamo o facilitar una garantía a pesar de la prohibición. Evidentemente, no es necesario que ese artículo establezca la consecuencia indicada. En derecho comparado las normas que contemplan las condiciones bajo las cuales resulta posible realizar una OAF no establecen qué ocurre si la OAF es realizada sin cumplir con las condiciones en cuestión. No obstante ello, es meridianamente claro que semejante operación resulta nula.⁵⁵

La tarea de establecer la consecuencia legal de realizar un acto prohibido corresponde a otro cuerpo legal: el CC. En efecto, el CC contempla dos normas aplicables a los actos realizados a pesar de la existencia de una prohibición. La primera sanciona con nulidad al acto que tenga un fin ilícito. La segunda sanciona con nulidad al acto que tenga un objeto jurídicamente imposible.

El artículo 106 de la LGS establece con meridiana claridad una prohibición absoluta: «en ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías (para que un tercero adquiera acciones de propia emisión)». Si es que el *target* otorga un préstamo a la *shell company*, la finalidad de dicho préstamo es ilícita, pues existe una norma que establece que no se puede financiar la adquisición de acciones de propia emisión. Si es que el *target* otorga una garantía en respaldo de la *shell company*, el objeto de dicha garantía es jurídicamente imposible, pues existe una norma que establece que no se puede garantizar el financiamiento de la adquisición de acciones de propia emisión. Las reglas de nulidad por ilicitud de causa e imposibilidad de objeto son aplicables a ambos supuestos.

La drasticidad de la sanción derivada de la violación del artículo 106 de la LGS ha generado la necesidad de encontrar una interpretación que permita realizar OAF (que sean Pareto eficientes). De acuerdo con una reciente interpretación, los préstamos otorgados y las garantías constituidas por el *target* a favor de la *shell company* no son nulos en aplicación de la regla de excepción prevista por el artículo 219 (8) del CC. Según este artículo, el acto jurídico es nulo si es que contraviene lo dispues-

55 «El art. 150 LCS establece la prohibición de asistencia financiera, pero no prevé un régimen sancionador completo para su incumplimiento [...] el art. 6.3 CC, que establece la nulidad de pleno derecho de aquellos actos que contravengan normas imperativas, es el cauce adecuado para poner solución a la incertidumbre provocada por la norma [...]» (Sanz y Palomero, 2013, p. 102).

to en el artículo V del Título Preliminar del CC,⁵⁶ «salvo que la ley establezca una sanción diversa». Según la referida interpretación, el artículo 106 de la LGS establece una sanción diversa a la nulidad, a saber: la responsabilidad de los directores. Esto significa que los préstamos y las garantías resultan válidos y exigibles.⁵⁷

Esta interpretación es incorrecta por cinco razones. Primero: si la norma X establece que no es posible realizar el acto Y (préstamo, garantía), la interpretación de esa norma no puede concluir, bajo circunstancia alguna, que sí resulta posible realizar el acto Y. Segundo: la nulidad de los actos realizados en contravención del artículo 106 de la LGS no está controlada por el inciso (8) del artículo 219 del CC, pues si bien el artículo 106 de la LGS es una norma imperativa, no es una norma que interese al orden público.⁵⁸ La nulidad de los actos en cuestión está contro-

56 El artículo V del Título Preliminar del CC establece lo siguiente: «Es nulo el acto jurídico contrario a las leyes que interesan al orden público o a las buenas costumbres».

57 «[...] es 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 diversa. 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» (Ferrero & Guarniz, 2015, p. 267).

58 El CC regula la nulidad de los actos jurídicos por contravención a la ley de forma poco ortodoxa. En efecto, el CC contempla hasta tres supuestos de nulidad por contravención a la ley. Primero: cuando el objeto (conjunto de reglas adoptadas por las partes) es contrario a la ley. Este supuesto está contemplado en el artículo 219 (3). Segundo: cuando la causa (la finalidad que persiguen las partes) es contraria a la ley. Este supuesto está contemplado en el artículo 219 (4). Tercero: cuando el acto es contrario a la ley. Este supuesto está contemplado en el artículo 219 (8) y, por remisión, en el artículo V del Título Preliminar. Ocurre, sin embargo, que un acto solamente puede ser contrario a la ley cuando su objeto lo es o cuando su causa lo es. Si el intérprete considera que existe perfecta correspondencia entre «ley que interesa al orden público» y «ley imperativa», entonces el CC regularía la misma causal de nulidad en dos artículos distintos: artículo 219 (3) o (4); y artículo 219 (8). En cambio, si el intérprete considera que no existe perfecta simetría entre «ley que interesa al orden público» y «ley imperativa», entonces el CC no regularía la misma causal de nulidad en dos artículos distintos. Con el fin de otorgar autonomía regulatoria plena a los artículos 219 (3), 219 (4) y 219 (8), se distingue entre normas imperativas y normas que interesan al orden público. Las normas imperativas son aquellas que, por decisión del legislador, no pueden ser abrogadas o modificadas mediante actos de Derecho privado. En términos generales esas normas pueden proteger (i) principios fundamentales del Estado de Derecho; (ii) intereses generales de la sociedad; o, (iii) intereses particulares de las partes. En los dos primeros casos las normas imperativas interesan al orden público; mientras que en el tercer caso las normas imperativas no interesan a ese orden. Una norma imperativa que interesa al orden público es, por ejemplo, la contenida en el artículo 12 del CC, que declara la inexigibilidad de los contratos que generan riesgos para la vida o para la integridad física de las personas. Una norma imperativa que no interesa al orden en cuestión es, por ejemplo, la que se encuentra contenida en el artículo 1543 del CC, que declara la nulidad del contrato de compraventa que otorga a una de las partes el derecho a fijar el precio. En la medida en que el artículo 106 de la LGS protege los intereses de accionistas minoritarios y acreedores, la prohibición de realizar OAF no interesa al orden público.

lada por los incisos (3) y (4) del artículo 219 del CC.⁵⁹ Tercero: el inciso (8) del artículo 219 del CC establece que el acto que vulnera una norma que interesa al orden público es nulo, salvo que la ley establezca una «sanción diversa». Esa sanción necesariamente ha de afectar al acto que vulnera tal norma. En efecto, parte hipotética del artículo 219 del CC está conformada por la existencia de un acto que presenta ciertas anomalías graves. La parte consecucional de ese artículo está conformada por una «regla general» y una «regla de excepción». La primera establece la sanción de nulidad del acto con anomalías graves, pues tal acto es el objeto de referencia de la parte hipotética del artículo 129 del CC. La segunda contempla la posibilidad de que otra norma imponga una sanción distinta a la nulidad. Esa sanción, sin embargo, tiene que afectar al acto con anomalías graves, pues tal acto es el objeto de la parte hipotética antes indicada. La «regla de excepción» se diferencia de la «regla general» por la consecuencia, no por la hipótesis. De esto se concluye que la «sanción diversa» no puede, bajo circunstancia alguna, y por razones ontológicas, consistir en la imposición de responsabilidad de los directores, pues tal responsabilidad no afecta al acto descrito en la parte hipotética del artículo 219 del CC sino a los que aprobaron la realización de ese acto. Cuarto: la imposición de responsabilidad a los directores es una consecuencia complementaria a la nulidad de las OAF. Esta consecuencia busca desincentivar la aprobación de una OAF, pues es más eficiente que los directores no permitan el otorgamiento de préstamos o de garantías a que los accionistas minoritarios y los acreedores inicien procesos de nulidad de préstamos o de garantías. Por tal razón en ningún país una OAF prohibida es exigible con cargo al pago de una indemnización por parte de los directores.⁶⁰ Quinto: si la responsabilidad de los directores es la única respuesta de orden legal ante la violación de la prohibición del artículo 106 de la LGS, entonces la regulación de las OAF estará viciada de ineficiencia y perversión. En efecto, por razones patrimoniales, las pérdidas ocasionadas a los grupos afectados (accionistas minoritarios y acreedores) difícilmente podrán ser indemnizadas por los directores. En consecuencia, la regulación no garantizará que la violación de la prohibición se produzca solo en caso que sea Pareto eficiente. Por otro lado, las pérdidas referidas podrán ser cubiertas por las pólizas de riesgo de responsabilidad civil pagadas por el *target*. Por lo tanto, la regulación generará incentivos (perversos) para que los directores aprueben OAF a costo del propio *target*. La interpretación racional de ley no puede conducir a semejante escenario.

Debido a que la nulidad es la sanción natural en caso de violación a lo dispuesto en el artículo 106 de la LGS, la *shell company* debe efectuar la restitución inmediata de los fondos recibidos en virtud del préstamo. Los acreedores del *target* pueden ejercer la acción oblicua para forzar a la *shell company* a efectuar dicha restitución.⁶¹

59 El artículo 219 del CC establece lo siguiente: «El acto jurídico es nulo [...] (3) Cuando su objeto es física o jurídicamente imposible [...] (4) Cuando su fin sea ilícito [...]».

60 Semejante régimen generaría que la asistencia financiera se encuentre sujeta a un modelo de precio (indemnización) y no a un modelo de sanción (nulidad). El modelo de precio, contemplado en la *Companies Act* de 1929, fue sustituido en Europa por sus evidentes limitaciones.

61 El artículo 1219 (4) del CC establece que el acreedor puede ejercer los derechos del deudor, sea en vía de acción o de excepción.

Las garantías constituidas por el *target* no generan carga real alguna, por lo que no pueden ser ejecutadas.

Es razonable anticipar que la *shell company* no podrá cumplir con la restitución inmediata de los fondos debido a que su activo más importante (eventualmente el único) está representado por el conjunto de Acciones de Control adquiridas gracias a la OAF. Ante semejante escenario el *target* (directamente o a través de sus acreedores) embargará las acciones en cuestión y, eventualmente, se las adjudicará, con todo lo que tal cosa implica. La violación de la prohibición contemplada por el artículo 106 de la LGS terminará afectando a la operación de adquisición de las Acciones de Control.

6. Conclusión

Existe un extenso debate en la comunidad internacional sobre las consecuencias positivas y negativas de las OAF. Este debate alimenta una frondosa producción legislativa. Cada uno de los modelos existentes (modelo *ex ante* y modelo *ex post*) posee virtudes y defectos. No obstante ello, ambos funcionan razonablemente bien en sus respectivas jurisdicciones.

El artículo 106 de la LGS parece haber sido concebido y redactado con absoluta abstracción de la experiencia internacional, algo ciertamente incomprensible. La modificación de este artículo es imprescindible, pues las OAF pueden ser Pareto eficientes.

Existen diversas alternativas que el legislador puede considerar. El modelo de regulación *ex ante* parece ser el más completo y adecuado, en la medida en que protege a accionistas minoritarios y a acreedores no garantizados. Los requisitos de dicho modelo pueden, sin embargo, ser excesivos tanto en términos formales (contenido de los informes exigidos a los directores) como en términos sustanciales (súper mayorías). En todo caso la tarea de adoptar un modelo de regulación racional no parece especialmente compleja a la luz de la enorme producción de la literatura de legal y financiera sobre la materia.

Bibliografía

Baird, Douglas (1991). Fraudulent conveyances, agency costs, and leveraged buyouts. *The Journal of Legal Studies*, vol. 20.

Baird, Douglas, & Jackson, Thomas J. (1985). Fraudulent conveyance law and its proper domain. *Vanderbilt Law Review*, vol. 38.

Blackwood, Raymond (1992). Applying fraudulent conveyance law to leveraged buyouts. *Duke Law Journal*, vol. 42.

Bratton, William W. (1989). Debt relationships: legal theory in a time of restructuring. *Duke Law Journal*, vol. 92.

Chatfield, Robert E., & Moyer, R. Charles (1989). Agency problems, put options and leveraged buyouts. *Journal of Managerial Issues*, 1(1).

Coffee, John C Jr. Shareholders Versus Managers (1986). The strain in the corporate web. *Michigan Law Review*, 85.

Easterbrook, Frank H., & Fischel, Daniel R. (1991). *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press.

Fama, Eugene, & Miller, Merton (1972). *The theory of finance*. New York: Holt, Rinehart and Winston.

Femino, Laura (2014). Ex ante review of leveraged buyouts. *Yale Law Journal*, vol. 123.

Fernández Campos, Juan Antonio (1998). *El fraude de acreedores: la acción pauliana*. Boloña: Publicaciones del Real Colegio de España.

Ferrero, Guillermo, & Guarniz, Antonio (2015). La regulación de la asistencia financiera. *Ius et Veritas*, 50.

Ginsburg, Martin D., & Levin, Jack S. (2006). *Mergers, acquisitions, and buyouts*. New York: Aspen Publishers, vol. 1.

Granato, Michelangelo (2017). The myth of the optimal capital structure and the dogma of creditor protection. *European Business Organization Law Review*, vol. 18.

Greene Committee (1926). *Company law amendment committee 1925-26 Report*. London.

Guisado, Angelo (2013). Revisiting the leveraged buyout: is constructive fraud going too far? *The John Marshall Law Review*, vol. 46.

Hannes, Sharon, & Tabbach, Avraham (2014). Agency costs and misrepresentation in leveraged firms. *The Journal of Corporation Law*, 40.

Hernández, Juan Luis, & Escribens, Jaime (2007). Private equity and buyouts (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano. *Derecho*, 60.

Jenkins Committee (1962). *Report of the company law committee*. London.

Jensen, Michael C. (1988). Takeovers: their causes and consequences. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1).

Lehn, Kenneth, & Poulsen, Annette (1991). Contractual resolution of bondholder – Stockholder conflicts in leveraged buyouts. *Journal of Law and Economics*, 34.

Lloyd, Robert. M. (1991). Financial covenants in commercial loan documentation: uses and limitations. *Tennessee Law Review*, vol. 58.

López, Eduardo (2004). Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida. *Advocatus*, 10.

Mc Cabe, Bernard (1991). The desirability of a share buy-back power. *Bond Law Review*, vol. 3.

Mc Daniel, Morey W. (1988). Bondholders and stockholders. *The Journal of Corporation Law*, 13.

Sanz, Pablo, & Palomero, Alberto (2013). Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Aranzadi Revista Civil Mercantil*, 2(3).

Sherwin, Emily L. (1988). Creditor's rights against participants in a leveraged buyout. *Minnesota Law Review*, vol. 72.

Wight, Richard (2016). *The LSTA' complete credit agreement guide*. New York: McGrawHill.

Sacando del letargo a la emisión de obligaciones: propuestas a la legislación societaria sobre bonos

Fernando Molina Rey de Castro¹

1. Introducción

Suelo ser desconfiado del valor de las grandes reformas normativas o esfuerzos codificadores, sobre todo en el ámbito del sector privado. Aunque sustancialmente modificado, el Código Civil francés mantiene su vigencia desde 1804 y la Constitución de los Estados Unidos y su *Bill of Rights* siguen vigentes en gran medida desde 1787 y 1891, respectivamente. Otros ejemplos son las normas del mercado de capitales de Estados Unidos, como la *Securities Act of 1933* y la *Securities Exchange Act of 1934*, y, como veremos más adelante por su impacto en la emisión de obligaciones, el *Trust Indenture Act of 1939*. A través de la jurisprudencia, la doctrina y los usos y costumbres, los países han actualizado o modernizado sus instituciones legales sin necesidad de modificar sus leyes.

La creación de nuevos códigos tiene un costo de adaptación muy importante para todos los operadores jurídicos y en general para la economía que muchas veces resulta mayor que el beneficio que trae. Adicionalmente, el impacto de un cambio normativo siempre es menor al que anticipa el legislador, como prueba el escaso éxito del endurecimiento de normas penales en combatir el crimen en el Perú, o termina teniendo efectos contrarios a los deseados. Hay muchas explicaciones sobre la dificultad de esfuerzos legislativos en afectar el comportamiento de agentes económicos pero no es el caso desarrollarlas aquí.²

Ahora bien: dado que en el caso de la Ley General de Sociedades ya hay un esfuerzo concreto de reforma a través del Anteproyecto de la Ley General de Sociedades propuesto el 4 de abril de 2018 por el Grupo de Trabajo conformado por Resolución Ministerial N° 0108-2017-JUS,³ pensé que podemos contribuir a este proceso de reforma normativa dándole atención a un área de la Ley General de Sociedades que no ha merecido atención significativa en el pasado: la Emisión de Obligaciones.

En efecto, dos cosas llaman la atención al revisar las normas sobre Emisión de Obligaciones. La primera es lo poco que relativamente han cambiado desde la Ley

1 A Julio Salas: maestro en derecho societario pero, sobre todo, maestro en bondad.

2 Dentro de las más lúcidas, North (1990).

3 Ver el texto completo del Anteproyecto en el siguiente enlace: https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/194426/04_Anteproyecto_ley_General_de_Sociedades.pdf

de Sociedades Mercantiles de 1966 a la Ley General de Sociedades del año 1997. El Anteproyecto tampoco supone una desviación sustancial al respecto.

Lo segundo resaltante es cómo las legislaciones del mercado de valores y de títulos valores han entrado a regular la emisión de obligaciones en extenso. En el caso del mercado de valores, la legislación no se limita a los aspectos de transparencia y divulgación de información (su tradicional ámbito de acción), sino que se ha emitido una serie de normas sustantivas sobre la emisión de obligaciones. Es la legislación del mercado de valores y no la societaria la que se ha adecuando al mayor dinamismo de la emisión de títulos de deuda en los últimos 25 años en el Perú. Tal es el rol de la legislación del mercado de valores, que algunos autores han propuesto que la emisión de obligaciones se regule en la Ley del Mercado de Valores y la Ley de Títulos Valores únicamente y ya no en la Ley General de Sociedades (Castellares, 2000, p. 142).

Aprovechando esta iniciativa codificadora de la Ley General de Sociedades, este artículo propone modernizar la regulación societaria sobre emisión de obligaciones planteando retos derivados de la práctica internacional y local de la emisión de bonos y proponiendo maneras de enfrentar estos retos.

No es propósito aquí describir la naturaleza jurídica de la emisión de obligaciones ni hacer una exégesis de su regulación actual. Varios artículos se han escrito sobre estos temas, por lo que no corresponde ahondar en un tema ya suficientemente tratado. Por el contrario, uno de los propósitos de este artículo es proponer nuevos temas a regular o reformular lo actualmente regulado.

Tampoco analizo las obligaciones de información y de registro derivadas de las ofertas públicas o privadas, que son propias de la regulación del mercado de valores.

2. Modificación de términos de emisión

Durante los últimos años, el mercado internacional de bonos corporativos y soberanos ha estado sujeto a intensas disputas legales, que poco a poco han tenido en el Perú. Una de ellas surgió a raíz de dos decisiones judiciales en los Estados Unidos, *Marblegate* y *Caesars*, en las que se legitimó a una minoría de bonistas cuestionar la decisión de la mayoría en el contexto de una reorganización.⁴

La segunda, surgió a raíz de la crisis argentina y su propuesta de reestructuración de sus bonos soberanos.

Aunque ambos casos tienen sus particularidades, tienen en común un aspecto central en una emisión de bonos: las mayorías requeridas para tomar decisiones fundamentales.

⁴ *Marblegate Asset Management, et al. v. Education Management Corp., et al.*, 111 F. Supp.3d 542 y *Meehancombs Global Credit Opportunities Master Fund, LP v. Caesars Entertainment Corp.*, 162 F. Supp. 3d 200 (S.D.N.Y. 2015). Ver también Ze'ev D. Eiger, Anna T. Pinedo y Bradley Berman (2016, pp. 23-24).

La decisión original en *Marblegate* fue rectificadas en segunda instancia en el 2017 (*Marblegate Asset Management, et al. v. Education Management Corp., et al.*, Docket N.º 15-2124-cv(L), 15-2141-cv (CON) (2d Cir. Jan. 17, 2017).

2.1. Marblegate y Caesars

El Trust Indenture Act de 1939, que regula las emisiones de deuda por oferta pública en Estados Unidos, tiene una serie de protecciones a los bonistas frente a las posibles modificaciones a los términos fundamentales (*core payment terms*) de la emisión. La sección 316(a)(1) establece que se necesita a mayoría de los bonos en circulación para tomar decisiones vinculadas con la ejecución de *remedies* y para dispensar incumplimientos. La sección 316(a)(2) requiere del 75 % de los bonos en circulación para postergar el pago de intereses por un plazo máximo de tres años.

La más importante de todas las protecciones, sin embargo, es la sección 316(b), que establece lo siguiente:

(b) Notwithstanding any other provision of the indenture to be qualified, the right of any holder of any indenture security to receive payment of the principal of and interest on such indenture security, on or after the respective due dates expressed in such indenture security, or to institute suit for the enforcement of any such payment on or after such respective dates, shall not be impaired or affected without the consent of such holder, except as to a postponement of an interest payment consented to as provided in paragraph (2) of subsection (a), and except that such indenture may contain provisions limiting or denying the right of any such holder to institute any such suit, if and to the extent that the institution or prosecution thereof or the entry of judgment therein would, under applicable law, result in the surrender, impairment, waiver, or loss of the lien of such indenture upon any property subject to such lien.

En resumen, dicha sección requiere el consentimiento de cada bonista para modificar los términos de pago de principal o intereses de los bonos. La finalidad de dicha sección es, por tanto, proteger a la minoría frente a decisiones de la mayoría de los bonistas que afectan sus derechos de pago (Liu, 2017, p. 6).⁵

Tradicionalmente, las cortes americanas interpretaron dicha sección de manera limitada, para casos en que los términos contractuales de pago eran modificados,⁶ lo que se conoce como los *core payment terms*. En los casos Marblegate y Caesars, sin embargo, las cortes han ampliado la interpretación de la Sección 2.6(b), incluyendo casos en los que, en el contexto de una reestructuración privada (*out-of-court restructuring*), al bonista que no votó a favor de un intercambio de bonos, se le respetaron formalmente sus derechos de pago pero su posibilidad práctica de cobro se limitó sustancialmente («that has the effect of impairing the ability of the issuer

5 «The purpose of this provision is to prohibit issuers of public bonds including in indentures collective action clauses under which the payment rights of the minority bondholders may be jeopardised by the majority.

To a distressed issuer, Section 316(b) presents a major hurdle to its debt restructuring efforts because the issuer has to obtain the unanimous consent of the bondholders if the issuer wants to reduce the principal amount or the interest rate or to postpone a payment date» (Liu, 2017, p. 6).

6 YRC Worldwide Inc. v. Deutsche Bank Trust Company Americas, Case No. 10-2106-JWL (D. Kan. Jul. 1, 2010). Ver también Baldwin y Rivera (2016).

to make all future payments of principal and interest to non-consenting noteholders when due».⁷

Estos casos volvieron a llamar la atención a un aspecto fundamental en las emisiones de bonos: los alcances del poder de las mayorías en la modificación de los términos de una emisión.

2.2. Argentina

El problema de Argentina con los denominados *hold-outs*, es decir, con los bonistas que no aceptaron la oferta de intercambio que ofreció el Gobierno Argentino para reestructurar sus bonos, tiene también sorprendentemente como origen la sección 316(b) del Trust Indenture Act.

Como hemos señalado anteriormente, dicha sección impide que se cambien los términos de pago de una emisión sin el consentimiento individual de cada bonista. Estos requerimientos que en la práctica requieren unanimidad, eran incorporados contractualmente en los contratos de emisión a través de las denominadas *unanimous action clauses* (UAC) (Stolper & Dougherty, 2017, p. 5) en cumplimiento de la ley americana. Dichas UAC fueron incorporadas también en contratos de emisión no sujetos al Trust Indenture Act probablemente sin mucho análisis (2017, p. 5). Según Stolper y Dougherty también probablemente porque, no obstante haber unanimidad en el contrato de emisión, en un contexto de reorganización por quiebra bajo ley americana, es la mayoría de acreedores, bajo la supervisión de las cortes de quiebra, la que finalmente toma las decisiones.

Donde la incorporación de las UAC se convirtió en un problema mayor, sin embargo, fue en las emisiones de bonos soberanos, donde no existe la salida de la quiebra. La crisis argentina llevó este problema al extremo. Dado que el contrato de emisión no permitía que una reestructuración o intercambio de su deuda pueda ser aprobada por la mayoría de bonistas, las cortes americanas exigieron a Argentina que, en cumplimiento de las reglas *pari-passu* del contrato de emisión, no realice ningún pago a los bonistas que aprobaron la reestructuración sin hacerlo también a los *hold-outs*.

La salida a este problema ha sido, principalmente, la incorporación de las denominadas *collective action clauses* (CAC). Las CAC son cláusulas que requieren supermayorías (usualmente 2/3 o 3/4 de los bonos en circulación) para aprobar modificaciones de las condiciones de los bonos en el caso de una reestructuración. La decisión de la supermayoría será oponible a los bonistas que votaron en contra, quienes estarán impedidos de litigar para obtener el pago de sus bonos (Martinelli, 2016, p. 3).

Según algunos estudios (ver Haldane et al. (2005), los emisores podrían tener incentivos a contemplar mayorías bajas para manejar mejor una situación de incumplimiento (necesitarían conseguir menos bonistas para obtener dispensas). No obstante, contemplar mayorías muy bajas puede incentivar ventas apresuradas de

7 Opinión White Paper emitido por 28 Estudios de los Estados Unidos de América (25 abril 2006, p. 2). Disponible en: <https://m.lw.com/thoughtLeadership/tia-316b-white-paper>

bonos (*running for the door*), lo que incrementa la posibilidad de una crisis de liquidez y por lo tanto, incrementar el costo de endeudamiento del emisor. Contemplar mayorías razonablemente (pero no excesivamente) altas es, por lo tanto, una alternativa cada vez más utilizada.

La utilización de CAC ha sido recomendada de manera general por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el International Monetary and Financial Committee y el G20 (Stolper & Dougherty, 2017, pp. 1-2).

2.3. Perú

La Ley General de Sociedades no tiene una regulación específica sobre el tratamiento de los cambios de las condiciones de un contrato de emisión cuando estos se refieren a elementos esenciales, como los términos de pago. Aunque no hay doctrina sobre el tema, en la práctica se ha interpretado que se aplica el inciso 2 del artículo 322 y el artículo 323 de la Ley General de Sociedades, que exigen mayoría absoluta de las obligaciones en circulación para cambiar las condiciones de la emisión.⁸

Este análisis se ha realizado en situaciones de refinanciamiento de emisores, aunque no tanto como consecuencia de situaciones de concurso de acreedores, sino principalmente por la concurrencia de dos circunstancias: (i) la decisión de un emisor de obtener financiamiento en términos más favorables, sea bancario o en el mercado de capitales internacional, y (ii) la imposibilidad de realizar prepagos bajo el Contrato de Emisión.⁹ En efecto, muchas situaciones que han motivado acuerdos de asamblea modificando la emisión se han debido a que originalmente no se

8 «Artículo 322.- Competencia de la asamblea

La asamblea de obligacionistas, debidamente convocada, tiene las siguientes facultades:

1. Acordar lo necesario para la defensa de los intereses de los obligacionistas;
2. Modificar, de acuerdo con la sociedad, las garantías establecidas y las condiciones de la emisión;

Artículo 323.- Validez de los acuerdos de la asamblea

En primera convocatoria es necesaria la asistencia de por lo menos la mayoría absoluta del total de las obligaciones en circulación y los acuerdos deben ser adoptados para su validez, cuando menos por igual mayoría.

Si no se lograra la aludida concurrencia, se puede proceder a una segunda convocatoria para diez días después, y la asamblea se instalará con la asistencia de cualquier número de obligaciones, entonces los acuerdos podrán tomarse por mayoría absoluta de las obligaciones presentes o representadas en la asamblea, salvo en el caso del inciso 2 del artículo anterior, que siempre requerirá que el acuerdo sea adoptado por la mayoría absoluta del total de las obligaciones en circulación.

Los acuerdos de la asamblea de obligacionistas vincularán a éstos, incluidos los no asistentes y a los disidentes. Pueden, sin embargo ser impugnados judicialmente aquellos que fuesen contrarios a la ley o se opongan a los términos de la escritura pública de emisión, o que lesionen los intereses de los demás en beneficio de uno o varios obligacionistas».

9 Uno de los primeros casos fue el de la empresa pesquera Grupo Sindicato Pesquero del Perú S.A. - SIPESA en el año 2006, que al ser comprada por Tecnológica de Alimentos S.A. (TASA), del Grupo Brescia, decidió prepagar íntegramente sus bonos. Al no estar contemplado en el contrato de emisión el prepagado total, se acordó en una asamblea de obligacionistas la modificación del contrato para permitir dicho prepagado. Ver <http://www.equilibrium.com.pe/Sipesa.pdf>. Otros casos incluyen a Corporación Lindley S.A., en el que la Asamblea de Obligacionistas de su Primera y Tercera Emisión del 27 de julio de 2011 aprobó modificar la regulación de la opción de rescate, a efectos de permitir que el emisor pudiera rescatar los bonos con el propósito de realizar una emisión internacional. Ver comunicacio-

contemplaba la posibilidad de prepago. Las modificaciones consistían por lo tanto en incorporar la posibilidad de prepago y regular el mecanismo (y eventualmente la comisión de prepago) para que el emisor pueda pagar anticipadamente toda la emisión con los fondos del nuevo financiamiento.

Pero ha habido situaciones, incluso, en las que la propia Asamblea de Obligacionistas ha acordado un cambio en las fechas de vencimiento de los Bonos y una disminución de la tasa de interés de los mismos, aunque son bastante menos frecuentes.¹⁰

La Ley General de Sociedades no distingue entre «condiciones de la emisión», con lo que parece razonable sostener que se está refiriendo a todas ellas, desde el quórum para la asamblea y las reglas del representante de los obligacionistas, hasta las condiciones de pago de los bonos. El famoso aforismo «*ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus*»: donde la ley no distingue, nosotros no debemos distinguir.

Cabe analizar, sin embargo, si el legislador realmente profundizó en las distintas implicancias de la modificación de las condiciones de una emisión. Hay temas organizativos de la asamblea, de los roles del representante de los obligacionistas y de la relación entre los bonistas y el emisor, cuyo impacto en las condiciones esenciales de la emisión es menor. La modificación de términos de la emisión, sin embargo, que afecta los derechos individuales de cada bonista, como la tasa de interés y el plazo de pago del principal, tiene una trascendencia absolutamente distinta, porque ataca a la razón misma de la decisión de inversión. Un bono al que se le cambia la tasa y el plazo de amortización es en el fondo un bono distinto. Algunos autores por eso sostienen que las condiciones esenciales de una emisión son como su *bill of rights*, haciendo un símil con la constitución americana (Shuster, 2006, p. 433).

El mercado ha suplido parcialmente la posible afectación a los inversionistas, exigiendo en algunos contratos de emisión mayorías más altas que las exigidas por ley.¹¹ La información estandarizada sobre contratos de emisión de la SMV, sin embargo, no establece ninguna mayoría superior a la prevista en la Ley General de Sociedades.¹²

nes de hecho de importancia del 1 de agosto de 2011 informado sobre los acuerdos de Asamblea en www.smv.gob.pe. También Transportadora de Gas del Perú S.A., en los que Asambleas Especiales y Generales de distintas emisiones de su Primer y Segundo Programas de Bonos Corporativos del 18 de abril de 2013 aprobaron modificaciones para permitir el prepago de los bonos a efectos de que TGP pudiera emitir bonos en el mercado internacional. Ver comunicaciones de hechos de importancia del 19 de abril de 2013 en www.smv.gob.pe. En el caso de TGP, sin embargo, el 100% votó a favor de las modificaciones.

10 Tal fue el caso de la primera emisión de bonos de SIPESA, en la que la Asamblea de Obligacionistas del 24 de junio de 2003 adoptó, entre otros, los siguientes acuerdos: «2.1. Se acordó reprogramar el cronograma de vencimientos de los bonos de la emisión hasta el 30 de abril de 2011. 2.2. Se acordó reducir la tasa de interés efectiva anual del bono de 10.0% a 8.50%» (ver comunicación de hecho de importancia de fecha 25 de junio de 2003 en www.smv.gob.pe).

11 Ver, por ejemplo, el Contrato Marco de Emisión del «Sexto Programa de Bonos Corporativos del BBVA Banco Continental», que en la cláusula 17.6 exige mayorías de 60 % para cambiar los términos de la emisión (aunque sin distinguir las condiciones de pago de otras condiciones).

12 Ver los contratos de emisión en la sección de Formularios e-Prospectus en www.smv.gob.pe.

Ahora bien: ir al otro extremo y exigir el consentimiento de cada bonista para la modificación de las condiciones esenciales de la emisión llevaría a situaciones como las de Argentina, en las que unos pocos bonistas (*hold-outs*) podrían poner en riesgo un refinanciamiento u otro tipo de decisiones que son absolutamente indispensables para la viabilidad económica de un emisor.

Un punto medio, por lo tanto, es exigir una mayoría calificada para los «términos esenciales» de la emisión. En la línea con el Trust Indenture Act para la suspensión de pagos, podría exigirse un 75 %, por ejemplo, con lo que se mantendría el principio de mayorías, pero se requeriría un consenso mayor al interior de la asamblea. Incluso podría contemplarse que se pueda pactar en distinto (hasta la mayoría absoluta), pero con la regla del 75 % como supletoria.

Lo que no puede ocurrir, sin embargo, es desaprovechar la ocasión de modificar la Ley General de Sociedades sin discutir este punto con los distintos participantes en el mercado de valores: desde los emisores y estructuradores y colocadores que van a abogar por la flexibilidad, hasta los inversionistas, principalmente las administradoras de fondos de pensiones y de fondos de inversión, que probablemente van a solicitar ciertas protecciones. No podemos sustraernos en el Perú de una discusión que ha tenido una repercusión internacional tan importante.

3. Los bonos subordinados

Los bonos subordinados y en general la deuda subordinada solo están regulados para las empresas del sistema financiero y de seguros, tanto en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros como en el Reglamento de Deuda Subordinada aplicable a las Empresas del Sistema Financiero, aprobado por Resolución SBS N.º 975-2016 y el Reglamento de Deuda Subordinada aplicable a las Empresas de Seguros, aprobado por Resolución SBS N.º 6599-2011. Su rol en el caso de las empresas del sistema financiero y del sistema de seguros es fundamental, debido a que la subordinación le permite a la empresa regulada considerar parte de la deuda subordinada como patrimonio efectivo, lo que se traduce principalmente en una mayor capacidad de dicha empresa para realizar operaciones.

Para empresas que no pertenecen al sistema financiero, sin embargo, no existe regulación sobre subordinación. Aunque eso no ha impedido que se celebren muchos contratos de financiamiento subordinado (la subordinación se pacta frente a los acreedores *senior*), la gran interrogante es cuál será el tratamiento de la subordinación en un escenario de concursal. La Ley General del Sistema Concursal, Ley 27809, establece un régimen de prelación en su artículo 42 en el que no contempla el tratamiento de la deuda subordinada.

Podría sostenerse que la ley concursal no impide que contractualmente los acreedores acuerden regímenes de pago distintos entre ellos. No obstante, el liquidador podría válidamente rehusarse a cumplir con los acuerdos entre acreedores, argumentando que tiene una ley imperativa que cumplir.

En cambio, la ley concursal de los Estados Unidos, por ejemplo, reconoce explícitamente la eficacia de los acuerdos de subordinación en un escenario de insolvencia al sostener que «un contrato de subordinación es ejecutable en un caso bajo este título [ley concursal] en los mismos términos en que sería ejecutable bajo la ley aplicable no concursal».¹³

El artículo 309 de la Ley General de Sociedades, tanto en su texto original como modificado reguló el régimen de prelación de emisión de obligaciones (de manera contradictoria con la ley concursal, como ha sido comentado en el pasado) (Castellares, 2003 p. 874-876), y abrió un espacio para la subordinación al establecer que la prelación puede pactarse a favor de alguna emisión o serie en particular. Siendo la ley concursal posterior, sin embargo, y no contar con excepción alguna, y al limitarse el artículo 309 a la prelación entre la emisión de obligaciones y no de manera general, no podemos concluir que la subordinación esté explícitamente reconocida en nuestro ordenamiento.

El artículo 293.1 del Anteproyecto, por su parte, reconoce el término «subordinación» pero no va lo suficientemente lejos para sostener que las obligaciones pueden ser subordinadas y que dicha subordinación aplicará tanto en un escenario concursal como no concursal. Por lo tanto, sugerimos aprovechar la ocasión de una posible modificación de la Ley General de Sociedades para reconocer el concepto de deuda subordinada o al menos de los bonos subordinados y su oponibilidad en un escenario concursal. Esta incorporación podría contribuir a favorecer, además, el desarrollo de la deuda «mezzanine», que es en esencia deuda subordinada de terceros no vinculados al emisor y que en otros países es muy común.

4. Los bonos convertibles

La Ley General de Sociedades dedica tres artículos a los bonos convertibles: los artículos 315 al 317. Las reglas son todas razonables, aunque escuetas: los accionistas tienen derecho de suscripción preferente sobre los bonos convertibles y, una vez emitidos éstos, la conversión en acciones se realiza sin necesidad de acuerdo condicional alguno.

La Ley del Mercado de Valores compensa la escasa regulación de la Ley General de Sociedades en sus artículos 95 a 97 y, específicamente en lo que se refiere al ejercicio del derecho de suscripción preferente, en los artículos 101, 102, 106 y 108.

El artículo 97 de la Ley del Mercado de Valores enfrenta un aspecto fundamental en una emisión de bonos convertibles y que ha pasado totalmente desapercibido en la Ley General de Sociedades: la relación de canje y sus posibles distorsiones. Siguiendo el camino de los antecedentes del artículo 418 de Ley de Sociedades de Capital española,¹⁴ el artículo 97, contempla el derecho de los bonistas a convertir

13 Traducción libre. El texto original del artículo 510(a) del Chapter 11 del Bankruptcy Code señala lo siguiente: «(a) A subordination agreement is enforceable in a case under this title to the same extent that such agreement is enforceable under applicable nonbankruptcy law».

14 Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley

sus bonos previamente a cualquier reducción de capital por devolución de aportes o por condonación de dividendos pasivos. Obliga, asimismo, a modificar la relación de canje si se produce un aumento de capital con cargo a utilidades o reservas o por nuevos aportes o si se reduce el capital por pérdidas.

Es difícil entender la significación de estas reglas en el Perú, debido a que no ha habido emisiones de bonos convertibles (al menos no por oferta pública). Pero revisando emisiones de bonos convertibles de otros países uno puede comprobar que, una vez definida la relación de conversión en el contrato de emisión, esta puede verse desnaturalizada de distintas maneras por el comportamiento de la sociedad emisora, muchas de las cuales están reguladas en el artículo 97 de la Ley del Mercado de Valores.¹⁵

Se busca, por lo tanto, proteger en la medida de lo posible, los términos económicos pactados en el contrato de emisión de bonos convertibles y proteger la expectativa de los bonistas a ser eventualmente accionistas de la sociedad emisora. Estas protecciones son de dos tipos: por un lado se busca evitar situaciones de disminución patrimonial (reducción de capital o condonación de pasivos) que afectan el valor del patrimonio al que los bonistas podrían haber tenido derecho. Por el otro, se busca evitar que decisiones de los accionistas que determinen que la relación de canje devenga en injusta. En ese sentido, si por un bono se tenía derecho a recibir cinco acciones, por ejemplo, esta regla de conversión se verá afectada si el número de acciones aumenta por un aumento de capital, sea por nuevos aportes o por capitalización de utilidades o reservas de libre disposición.

Las medidas de protección de las reglas de conversión no buscan asegurar que los términos económicos permanezcan inalterables, dado que la marcha económica y financiera puede mejorar o empeorar. Pero lo que se pretende asegurar es que los términos económicos no se vean unilateralmente afectados por decisiones de la junta de accionistas.

Ahora bien: hay escenarios no contemplados en la norma que también podrían suponer afectación a los intereses de los bonistas. Tal es el caso, por ejemplo, de

de Sociedades de Capital. Si bien la Ley de Sociedades de Capital es posterior a la Ley del Mercado de Valores peruana, consolida («refunde») en un solo texto, entre otros, Ley de Sociedades Anónimas (Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre), que reguló el ajuste en la relación de canje en el artículo 294. El artículo 418 de la ley española actual establece lo siguiente:

«Artículo 418. Conversión.

2. En cualquier caso, la junta general deberá señalar el plazo máximo para que pueda llevarse a efecto la conversión.

En tanto ésta sea posible, si se produce un aumento de capital con cargo a reservas o se reduce el capital por pérdidas, deberá modificarse la relación de cambio de las obligaciones por acciones, en proporción a la cuantía del aumento o de la reducción de forma que afecte de igual manera a los accionistas y a los obligacionistas.

3. La junta general no podrá acordar la reducción de capital mediante restitución de sus aportaciones a los accionistas o condonación de los dividendos pasivos, en tanto existan obligaciones convertibles, a no ser que, con carácter previo y suficientes garantías, se ofrezca a los obligacionistas la posibilidad de realizar la conversión».

15 Ver, por ejemplo, los términos de conversión de la emisión de bonos convertibles de DP World, la propietaria de la concesionaria del Muelle Sur del Callao, en <https://www.dpworld.com/-/media/Files/Investors/bond-prospectuses/DP-World-Convertible-Bond-Offering.ashx>.

la distribución de utilidades. Si se reparten utilidades, sea recientes o acumuladas, el patrimonio de la sociedad va a disminuir irremediamente. Por ello es usual en contratos de emisión no necesariamente prohibir, pero sí restringir el reparto de utilidades durante la vigencia de los bonos convertibles.

Es imposible anticipar legalmente todas las distintas situaciones en la que un emisor puede afectar negativamente la relación de conversión con los bonistas. Pero reglas como el artículo 97 de la Ley del Mercado de Valores deberían tener un reconocimiento en la Ley General de Sociedades, a efectos de que aplique tanto para ofertas privadas como públicas. Pero probablemente, más que establecer prohibiciones absolutas, la Ley General de Sociedades podría exigir que el contrato de emisión contemple el tratamiento de distintos escenarios de afectación de la relación de conversión.

Otro tema por considerar en la emisión de obligaciones convertibles en acciones es el proceso de suscripción preferente. Este, sobre todo en el caso de una sociedad anónima abierta, es largo y complejo y determina que la sociedad deba esperar un plazo bastante largo (no menos de mes y medio de la aprobación por junta, entre la anticipación de fecha de registro, el plazo de negociación de los certificados de suscripción preferente y el ejercicio de las dos ruedas) para tener certeza del monto a colocar a terceros. Sugerimos contemplar como causal de exclusión del derecho de suscripción preferente, por tanto, a la emisión de bonos convertibles. Las condiciones podrían ser las mismas que las contempladas en el artículo 259 de la Ley General de Sociedades para la exclusión del derecho de suscripción preferente en el aumento de capital por nuevos aportes, sobre todo teniendo en cuenta que los motivos para no contar con el derecho de suscripción preferente en una emisión de bonos convertibles pueden ser muy similares que para un aumento de capital por nuevos aportes.

El artículo 417 de la Ley de Sociedades de Capital española ya contempla esta posibilidad¹⁶ y otros países suelen ser menos estrictos en exigir el cumplimiento del derecho de suscripción preferente.¹⁷ Pero en general, es importante establecer reglas sobre la emisión de obligaciones convertibles que hagan a esta figura más atractiva en el mercado de capitales peruano.

¹⁶ «Artículo 417. Supresión del derecho de suscripción preferente.

1. Con los requisitos establecidos para la modificación de los estatutos sociales, la junta general, al decidir la emisión de obligaciones convertibles, podrá acordar la supresión total o parcial del derecho de preferencia de los socios en los casos en que el interés de la sociedad así lo exija.

2. Para que sea válido el acuerdo de exclusión del derecho de preferencia será necesario:

a) Que en el informe de los administradores se justifique detalladamente la propuesta.

b) Que en el informe del experto independiente se contenga un juicio técnico sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe de los administradores y sobre la idoneidad de la relación de conversión, y, en su caso, de sus fórmulas de ajuste, para compensar una eventual dilución de la participación económica de los accionistas.

c) Que en la convocatoria de la junta se hayan hecho constar la propuesta de supresión del derecho de preferencia».

¹⁷ El caso más evidente es el de la mayoría de Estados de los Estados Unidos, en los que el derecho de suscripción preferente es opcional. En ese sentido, por ejemplo, el artículo 102 del General Corpo-

5. Patrimonio neto y garantías

El artículo 305 de la Ley General de Sociedad impone una restricción significativa a la emisión de obligaciones al establecer que el «importe total de las obligaciones, a la fecha de emisión, no podrá ser superior al patrimonio neto de la sociedad», salvo que se constituyan garantías específicas, la operación de realice para la adquisición o construcción de bienes contratados de antemano por la sociedad o en casos especiales que la ley lo permita. El artículo 307 por su parte establece que las «garantías específicas» pueden ser «derechos reales de garantía» o cartas fianzas.¹⁸

Para el caso de ofertas públicas, el artículo 3.c)1. de la Resolución CONASEV Nº 0141-1998 (modificado por mediante Resolución CONASEV 056-2007-EF/94.01.1), requiere que tanto el monto del gravamen como el valor del bien en garantía se constituya por un importe igual o superior a la diferencia entre el monto total de las obligaciones en circulación emitidas por la sociedad y su patrimonio neto a la fecha de cada emisión.

Asimismo, establece que la SMV puede requerir una valorización independiente del valor de los bienes en garantía y, en el inciso 2, amplía el listado de «garantías específicas».

Algunos autores han cuestionado el límite del patrimonio neto para el caso de ofertas privadas (ver Elías Laroza, 2015, pp. 282-285; Ferrero & Boisset, 2008, p. 145), argumentando que solo es justificable dentro del marco de una oferta pública, donde existe una asimetría de información entre emisor e inversionistas. Mi objeción, sin embargo, es a la existencia de la norma de manera general, por dos principales razones.

La primera es que no encuentro justificación para que el legislador intervenga en la autonomía privada y la libertad contractual estableciendo límites al endeudamiento de una empresa. La decisión sobre asumir o no un riesgo debe ser exclusivamente tomada por los agentes económicos, no el Estado.

La segunda es que el criterio del patrimonio neto es un criterio desfasado y poco útil para determinar la viabilidad de una sociedad. Una sociedad no vale por el valor de sus activos y pasivos en su contabilidad sino por su capacidad de generar ingresos en el futuro que le permitan pagar su deuda.

Respecto de la protección a los inversionistas en una oferta pública, discrepo que ésta deba darse limitando las opciones de inversión. La legislación del mercado de capitales protege a los inversionistas a través de la exigencia de revelación de información y que el importe de la emisión supere al patrimonio neto es una circunstancia que se debe revelar a los inversionistas pero que no debe suponer negarle el acceso al mercado de capitales a las empresas.

ration Law del Estado de Delaware: «No stockholder shall have any preemptive right to subscribe to an additional issue of stock or to any security convertible into such stock unless, and except to the extent that, such right is expressly granted to such stockholder in the certificate of incorporation».

18 En esta regulación la Ley General de Sociedades no se aparta mucho de su antecedente legislativo, los artículos 226 y 227 de la Ley de Sociedades Mercantiles del año 1966.

En el mercado internacional los *High Yield Bonds*, también denominados menos eufemísticamente *Junk Bonds* (bonos basura), que son bonos cuya clasificación de riesgo es menor a grado de inversión, se emiten normalmente por oferta pública y son muy demandados. Los términos de los contratos de emisión suelen ser muy distintos a los de los bonos *investment grade*, con bastantes mayores restricciones, y con tasas de interés bastante más elevadas. Los inversionistas son conscientes de ese riesgo con solo revisar la clasificación de riesgo de los bonos pero están dispuestos a asumirlo dada su consecuente mayor rentabilidad.¹⁹

Seguramente por razones similares a las expuestas más arriba (o porque se espera que la restricción se contemple a nivel de emisiones por oferta pública), el Anteproyecto no contiene limitaciones a la capacidad de endeudamiento; lo que esperamos se mantenga.

6. Bonos en cartera

El artículo 331 de la Ley General de Sociedades contempla que la sociedad pueda adquirir sus obligaciones sin necesidad de amortizarlas, «debiendo en este caso colocarlas nuevamente dentro del plazo más conveniente». A pesar de no establecer un plazo máximo definido, como en el caso de la adquisición de propias acciones, la Ley General de Sociedades impone un deber a la sociedad de colocar nuevamente las obligaciones.

El artículo 315.1 del Anteproyecto, en cambio establece que, respecto de las obligaciones en cartera, «la sociedad puede colocarlas nuevamente dentro del término que considere más conveniente», cambiando el tenor impositivo por uno facultativo.

Considero que esa opción es acertada. Salvo por el tratamiento de los derechos como obligacionista, que se suspenden, y el derecho al cobro de intereses y capital, que se compensan, mantener obligaciones en cartera no supone ninguna afectación para la sociedad ni los restantes obligacionistas.

7. El asambleísmo

La Ley General de Sociedades contiene una regulación de la Asamblea de Obligacionistas que se asemeja mucho a la de la junta de accionistas de una sociedad anónima, con sus reglas de convocatoria, quórum y mayorías. Tanto es así que el artículo 324 establece que son aplicables a la asamblea de obligacionistas, en cuanto sean pertinentes, las disposiciones previstas relativas a la junta general de accionistas.

¿Es apropiado, sin embargo, que las decisiones de los bonistas se tomen a nivel de una asamblea? Se entiende que en una junta de accionistas la asistencia de los

¹⁹ Un caso emblemático es el de UBER (Uber Technologies Inc.) que en el año 2018 realizó una exitosa emisión de bonos por US\$ 2 mil millones, a pesar de tener un patrimonio negativo de US\$7385 millones. <https://quotes.wsj.com/UBER/financials/annual/balance-sheet>, <https://www.businessinsider.com/uber-bond-offering-raises-2-billion-popular-offering-2018-10>

accionistas sea importante porque hay un margen de deliberación amplio y las decisiones tienen un impacto fundamental en la administración de una sociedad. ¿Se quieren vender los activos principales a un tercero, es conveniente una fusión con un competidor, es mejor escindir un área de negocio?

El bonista, en cambio, es un acreedor y un acreedor principalmente pasivo, además. A diferencia de un banco, no está interesado en supervisar la marcha de la compañía y exigir reportes y hacer inspecciones continuas. Las principales obligaciones en un contrato de emisión, por ello, suelen ser de no hacer y no tanto las típicas «obligaciones afirmativas» (en traducción de *affirmative covenants*) que dominan un contrato de crédito.

Por ello, convocar a un bonista para que asista a una asamblea, sea directamente o a través de tercero, no parece ser práctico. Más aún, el bonista tendría que estar leyendo el periódico para saber que se ha convocado a una asamblea, lo que para un bonista extranjero resulta además bastante engorroso. Hay alternativas más sencillas, como notificar a cada bonista de los temas de agenda y que éste responda sobre el sentido de sus decisiones dentro de un plazo. Esto facilitaría bastante la participación de los bonistas en las decisiones vinculadas con la emisión. CAVALI o sus participantes pueden tener esta función de notificar y en las obligaciones privadas se puede exigir que los bonistas, al suscribir, proporcionen su correo electrónico.

El «asambleísmo» de la Ley General de Sociedades llega a un extremo absurdo con el artículo 320, que exige que tan pronto quede suscrito el cincuenta por ciento de la emisión, se debe convocar a una asamblea, la que debe «aprobar o desaprobado la gestión del Representante de los Obligacionistas y confirmarlo en el cargo o designar a quien habrá de sustituirlo». ¡Pero si se acaban de suscribir los bonos; qué tanta gestión —buena o mala— puede haber realizado el Representante de los Obligacionistas! Si al inversionista no le gusta quién es el representante de los obligacionistas o no le parece cómo ha negociado el contrato, simplemente no suscribe los bonos. Pero esa asamblea obligatoria que se lleva a cabo en todas las emisiones de bonos en el Perú no tiene ningún sentido.

8. El rol no discrecional del Representante de los Obligacionistas

El artículo 325 de la Ley General de Sociedad impone al Representante de los Obligacionistas facultades, derechos y responsabilidades muy amplios y generales. Alguien que no conoce a los bancos que prestan servicios de fiducia y comisión de confianza podría pensar que están satisfechos de recibir un rol tan importante en la defensa de los intereses de los obligacionistas, pero lo cierto es que sucede todo lo contrario. Esta amplitud de actuación tiene como contrapartida una mayor responsabilidad, lo que se traduce en una mayor exposición legal para el representante de los obligacionistas.

Así, de acuerdo con dicho artículo, el representante de los obligacionistas asiste a deliberaciones de junta de accionistas o socios de la sociedad emisora, solicitando informes que «a su juicio» interesen a los obligacionistas; «vigila» el pago de intereses y principal y «cautela» los derechos de los obligacionistas. Debe designar a una per-

sona natural que lo representará «permanentemente» ante la sociedad emisora. «Supervisa» el proceso de conversión de bonos por acciones, «comprueba» la existencia y el valor de los bienes en garantía y «cuida» que estén bien asegurados. Asimismo, debe iniciar y proseguir las acciones contra la sociedad emisora de manera general, sin especificar si es siguiendo instrucciones únicamente o con base en su criterio.

En los hechos, como sabemos, muchas de las obligaciones del representante de los obligacionistas, previstas en el artículo 305 no se cumplen. Los contratos de emisión suelen limitar los alcances de dicha norma a pesar de que puede argumentarse que dicho artículo es una norma imperativa y que su último párrafo solo contempla que la escritura de emisión o la asamblea pueda conceder al representante de obligacionistas facultades, derechos y responsabilidades «[e]n adición» a las previstas en la norma.

Lo cierto es que en la práctica, tanto en el Perú como en otros países, la labor de un representante de obligacionistas o *indenture trustee* es lo que se denomina «no discrecional». El representante de los obligacionistas se obliga a cumplir las instrucciones de la asamblea de obligacionistas y responde si no cumple con éstas. Mas no está dispuesto a ponerse en la posición de tener que ejercer discreción o juicio, dado que al final va a tener que responder judicialmente sobre si ejerció dicha discreción o juicio de manera correcta o no, que es una responsabilidad que corresponde a los administradores y no a los representantes.

En los Estados Unidos, tanto el Trust Indenture Act como la jurisprudencia ha llevado a concluir que el rol del Indenture Trustee es aquel que expresamente se contempla en el contrato de emisión respectivo, no pudiendo desprenderse deberes implícitos. En ese sentido se pronuncia la Corte Suprema de Nueva York en *Hazzard v Chase Manhattan Bank*, que ha generado jurisprudencia sobre esta materia:

Irrespective of holdings or tendencies in other jurisdictions, it is now the well-settled doctrine of this State that so long as the trustee does not step beyond the provisions of the indenture itself, its liability is measured, not by the ordinary relationship of trustee and cestui, but by the expressed agreement between the trustee and the obligor of the trust mortgage. Where the terms of the indenture are clear, no obligations or duties in conflict with them will be implied.²⁰

Como se puede apreciar de la cita anterior, la Corte incluso llega a sostener que, más allá del nombre de *indenture trustee*, su rol no es en realidad el de un fiduciario o de alguien que tiene deberes fiduciarios sino aquel que se desprende expresamente del contrato.²¹

El artículo 309 del Anteproyecto replica esencialmente lo dispuesto en la actual Ley General de Sociedades. Con la experiencia internacional, sin embargo, consi-

20 *Hazzard v. Chase National Bank*, 282 N.Y. 652 (1940).

21 Como dato anecdótico, la corte llega a esa conclusión de manera renuente y claramente sin entusiasmo, como se aprecia de este texto: «I am reluctantly constrained to conclude that the defendant has successfully exempted itself from liability in this sad picture of high finance. For the inexcusable terms

dero que es necesario revisar este tema y evaluar restringir los deberes y derechos «discrecionales» que se le otorgan al representante de los obligacionistas por ley y de manera imperativa.

Una opción a considerar en este ensayo de nueva regulación es la prevista en el propio Trust Indenture Act, que no impone mayores deberes al *indenture trustee* mientras no haya ocurrido un incumplimiento (*Duties prior to Default*), pero que aumenta sus exigencias ante la ocurrencia de un incumplimiento. Es realmente frente a un incumplimiento del emisor que la labor del representante de los obligacionistas realmente cobra relevancia.

9. Conclusión

A pesar de los grandes cambios en el Perú en los últimos cincuenta años, y del desarrollo del mercado de valores, la regulación sobre emisión de obligaciones que surgió en la Ley de Sociedades Mercantiles de 1966 no ha experimentado modificaciones sustanciales. No ha habido tampoco una discusión abierta y profunda sobre temas sustantivos vinculados con la emisión de obligaciones. Este artículo ha buscado aprovechar la propuesta de nueva Ley General de Sociedades para iniciar una discusión sobre temas que, sea por la experiencia internacional o peruana, merecen ser tratados. Aunque darle mayor dinamismo al mercado de bonos local es más un rol de la legislación del mercado de valores y la SMV, a nivel societario también se pueden buscar opciones creativas para revitalizar a la emisión de obligaciones como una alternativa real y accesible de financiamiento.

Temas que no han sido tratados aquí pero que también ameritarían una discusión incluyen el requerimiento de aprobación de la emisión de obligaciones por junta de accionistas (¿realmente es una decisión tan trascendental que no pueda tomar el directorio?) y excluir a la emisión de obligaciones (al menos por oferta pública) de la aplicación de la tasa de interés máxima prevista en el artículo 1243 del Código Civil, entre otros.

of the indenture, the trustee cannot be held accountable. It performed in full the negligible duty which was imposed upon it by the indenture. It did nothing more; but, having done that, it is absolved under the law».

Bibliografía

- Baldwin, M., & Rivera, C. (2016). *The trust indenture act: what is all the fuss about?* Recuperado de <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/83560b86/the-trust-indenture-act-what-is-all-the-fuss-about>
- Castellares Aguilar, R. (2000). La emisión de obligaciones en la Ley General de Sociedades. *Themis, Revista de Derecho*, 40, 137-142.
- Castellares, R. (2003). La emisión de obligaciones en la legislación peruana. En *Tratado de derecho mercantil*. Tomo I. Lima: Gaceta Jurídica.
- Eiger, Z.-e. D., Pinedo, A. T., & Berman, B. (2016). *Frequently asked questions about the Trust Indenture Act of 1939*. Recuperado de <https://media2.mofo.com/documents/faq-trust-indenture-act-1939.pdf>
- Elías Laroza, E. (2015). *Derecho societario Peruano*. Tomo II. 2.^a edición. Lima: Gaceta Jurídica.
- Ferrero, G., & Boisset, R. (2008). El contrato de emisión y suscripción de obligaciones. En *Tratado de derecho mercantil*. Tomo III: *Contratos mercantiles y bancarios*. Lima: Gaceta Jurídica.
- Haldane, A. G., Penalver, A., Saporta, V., & Shin, H. S. (2005). Optimal collective action clause thresholds. *Bank of England Working Paper*, N.º 249.
- Liu, B. (2017). *Exit consent in debt restructurings*. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2916453>
- Martinelli, T. (mayo de 2016). Euro CAC and the existing rules on sovereign debt restructuring in the Euro area: an appraisal four years after the Greek debt swap. *ADEMU Working Paper Series*.
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change, and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Shuster, G. (2006). The Trust Indenture Act and international debt restructurings. *Am. Bankr. Inst. L. Rev.*
- Stolper, A. E., & Dougherty, S. (2017). Collective action clauses: how the Argentina litigation changed the sovereign debt markets. *Capital Markets Law Journal*.

Recorriendo la inoponibilidad en el sistema registral peruano: ¿en el derecho registral societario se puede oponer lo no inscrito? El caso de los poderes

Jorge Ortiz Pasco

1. Introducción a la inoponibilidad y a la oponibilidad registral

Ante la pregunta planteada en el título de este artículo, resulta importante empezar definiendo y diferenciando el concepto de la inoponibilidad y el de la oponibilidad.

La inoponibilidad se contempla como una consecuencia de la ineficacia y también como la consecuencia de la falta de publicidad de un negocio eficaz (Pau Pedrón, 2001, p. 288). Civilmente no es oponible el acto ineficaz y registralmente cuando lo que se debió publicitar no se encuentra como tal, pero ello no afecta a quien decidió sobre lo que el registro le publicitó.

Contrario de lo expresado tenemos el concepto de oponibilidad, que «[s]upone la incidencia efectiva de las situaciones jurídicas en el ámbito de los terceros» (Pau Pedrón, 2001, p. 297).

También tradicionalmente se ha venido considerando a la oponibilidad como el aspecto positivo de la publicidad registral, en el sentido de que lo inscrito era susceptible de ser opuesto a terceros (Casado Burbano, 2002, pp. 350-351).

Lo oponible nace desde una situación jurídica que por el solo hecho de encontrarse en el registro se toma como veraz y, por tanto, quien decida sobre lo inscrito, lo hace bien y, como tal, junto con el cumplimiento de otros requisitos se convierte en un tercero registral.¹

Se ha planteado en la doctrina un falso dilema: si la regla general es la oponibilidad o la inoponibilidad. Uno y otro concepto son complementarios; constituyen el haz y el envés, el anverso y el reverso de un mismo fenómeno. En buena lógica, en una construcción jurídica coherente nunca debe darse el uno sin el otro (Pau Pedrón, 2001, p. 299).

La lógica de un registro es la oponibilidad de lo inscrito, pero como sucede en nuestro ordenamiento legal por ley se regulan los casos de inoponibilidad.

Cuando en nuestro ordenamiento la ley² ha decidido por la inoponibilidad, entonces, además de desnaturalizar la publicidad y desorientar a los terceros, no podrá darle ni el efecto de oponibilidad ni ningún otro (Pau Pedrón, 2001, p. 318).

1 Además de creer en lo que el registro publicita (hoy ya no solo asientos sino también títulos archivados) para ser tercero se necesita: adquirir de quien en el registro aparece con facultades para celebrar el acto, adquirir de buena, a título oneroso y registrar.

2 Ver los artículos 2034 y 32038 del código civil, que serán materia de análisis en este artículo.

Otro tema conceptual e inevitable de ser tratado es deslindar de lo equivocado: el documento (título formal) no es oponible. El documento cumple el innegable rol de contener el acto y, como tal, de formar parte del mismo (junto a la capacidad, agente, fin lícito y posible y obviamente la forma). Lo que se opone es la situación jurídica desprendida de un título material contenido en un título formal.

2. Inoponibilidades en el sistema registral peruano

2.1. Registro personal

En el artículo 2034 del código civil se ha regulado que: «La falta de inscripción del acto en el lugar donde debió hacerse, motiva que aquél no afecte a terceros que celebren contratos onerosos y con buena fe en dicho lugar».

Si al momento de celebrar un acto jurídico en Cusco (a título oneroso y de buena fe) en el registro personal (de Cusco) no aparecía registrada la incapacidad, la desaparición, el divorcio, dicha situación de inexistencia registral (no civil) no perjudicará a quien actuó de buena fe y a título oneroso, por lo que mantendrá su derecho inscrito. En pocas palabras: a quien contrató de buena fe y a título oneroso no se le puede oponer lo no inscrito en el lugar de celebración del acto (no es oponible lo no inscrito).

2.2. Registro de mandatos y poderes

En el artículo 2038 del Código Civil se ha regulado que: «El tercero que de buena fe y a título oneroso ha contratado sobre la base de mandato o poder inscrito en el registro del lugar de celebración del contrato, no será perjudicado por mandato, poder, modificaciones o extinciones de éstos no inscritos».

Si al momento de celebrar un acto jurídico en Ayacucho (a título oneroso y de buena fe) y en el que, además, una de las partes actuaba desde un poder inscrito en el registro de mandatos y poderes (de Ayacucho) que al momento de la celebración no reflejaba modificación o extinción del mismo, dicha situación de inexistencia registral (no civil) no perjudicará a quien actuó de buena fe y a título oneroso, por lo que mantendrá su derecho inscrito. Nuevamente, y en pocas palabras: a quien contrató de buena fe y a título oneroso no se le puede oponer lo no inscrito en el lugar de celebración del acto (no es oponible lo no inscrito).

Nos alejamos de los registros de mandatos y poderes y personal para ingresar en el otro registro del registro de personas naturales, el de sucesiones testamentarias e intestada.

2.3. Registro de testamentos

En el artículo 51 del reglamento de inscripciones del registro de testamentos y sucesión intestada (el reglamento equivocadamente dice sucesiones intestadas, como si existieran varias) se ha regulado: «El que de buena fe y a título oneroso haya con-

tratado con el aparente sucesor o albacea inscrito, mantiene su adquisición una vez inscrito su derecho en el registro de bienes, siempre que las causales de inexactitud o invalidez no consten en el registro de testamentos o sucesiones intestadas».

Una vez más nos encontramos con la exigencia de haber contratado de buena fe y a título oneroso. En esta oportunidad la celebración del acto debe haber sido realizada con los «aparentes» sucesores o albaceas inscritos. No obstante no haber contratado con la persona correcta, el acto celebrado seguirá siendo válido siempre que se registre y siempre que las causas de la inexactitud o la invalidez no se vean reflejadas en los registros de testamentos o sucesión intestada.

2.4. Inoponibilidad en el registro inmobiliario

El tribunal registral, a través del pleno sexagésimo segundo, en el primer precedente de observancia obligatoria, estableció lo siguiente: «Las causas de caducidad del derecho de propiedad no inscritas, pero que se encuentran recogidas³ en una norma legal, son oponibles a los terceros adquirentes, y por tanto, procede la inscripción de la reversión a favor del Estado».

Cuando el tribunal registral dictó el precedente de observancia obligatoria sustentó el mismo desde la Resolución 1099-2008-SUNARP-TR-L de fecha 10 de octubre de 2008. El usuario solicita la inscripción de la reversión por caducidad, a mérito de las resoluciones ministeriales 0296-95-AG y 062-2008-AG, por medio de las cuales se declara caduco el contrato de otorgamiento de terrenos eriazos 044-90 a favor de Alejandro Pastor Cueva y Bertha Caparachin Sovero de Vera respecto del predio de 104.4525 hectáreas ubicado en el distrito de Paracas, departamento de Lima.

El registrador público, entre otras expresiones dentro de la observación formulada, dijo:

[...] la titularidad del dominio del referido inmueble [...] corresponde a doña Betty Sánchez Vargas, quien goza de la presunción juris tantum, a que se refiere el principio de legitimación contenido en el artículo 2013 del código civil, según el cual el contenido de la inscripción se presume válido y produce todos sus efectos, mientras no se rectifique o se declare judicialmente su invalidez.

Luego, en el fundamento sexto de los considerandos de la resolución del tribunal registral se expresa que: «[...] el contrato de otorgamiento de terrenos eriazos 044-90 había previsto una cláusula de caducidad de derecho a favor de los adjudicatarios. Esta cláusula si bien no fue inscrita en el registro, sí gozaba de una publicidad legal».

Finalmente el tribunal, en el considerando séptimo, expresa: «En ese sentido, no puede invocarse la existencia de terceros de buena fe cuando ya la ley había publicitado las restricciones a los que estaban sujetos todos los adjudicatarios beneficiados por la dirección general de reforma agraria».

Asimismo, el tribunal registral, en la Resolución 114-2003-SUNARP-TR-T, ha establecido:

3 Considero que la palabra «recogida» no es la apropiada y se pudo usar la palabra «reguladas».

La declaración de ineficacia de un acto jurídico (acción pauliana) da lugar a que el acto jurídico fraudulento que ha sido cuestionado judicialmente ante el Poder Judicial sea oponible solo frente al acreedor demandante de la acción, pero no frente a terceros. Dicha acción no tiene efectos erga omnes, de tal forma que frente a todos los demás distintos del acreedor demandante el acto jurídico traslativo de dominio es perfecto. Esta acción no genera la nulidad de la transferencia cuestionada, solo su oponibilidad frente al acreedor demandante [...].

Este es el caso típico de la llamada inoponibilidad *in personam* o frente a persona determinada.

La Resolución 144-2003-SUNARP-TR-T terminó convirtiéndose en el primer precedente de observancia obligatoria⁴ aprobado en el pleno VI y luego dicho precedente fue incorporado en el reglamento de inscripciones del registro de predios del año 2008 (artículo 112) y finalmente en el vigente reglamento del año 2013 (artículo 145), cuya redacción vigente es: «El asiento de inscripción de la sentencia que declara la ineficacia de un acto de conformidad con lo dispuesto en el artículo 195 del código civil, debe indicar el nombre del acreedor respecto del cual es ineficaz el acto».

En el desarrollo del caso invocado el tribunal registral en el considerando noveno expresó:

Que resulta necesario, por otro lado, que la declaración de ineficacia de un acto jurídico promovido a través de la acción pauliana (mal llamada revocatoria) prevista en el artículo 195 y siguientes del código civil, da lugar a que el acto jurídico fraudulento que ha sido cuestionado judicialmente ante el poder judicial *sea inoponible solo frente al acreedor demandante de la acción*, pero no frente a terceros. Dicha acción no tiene efectos erga omnes, de tal forma que frente a todos los demás distintos del acreedor demandante el acto jurídico traslativo de dominio es perfecto. *Esta acción no genera la nulidad de la transferencia cuestionada, solo su inoponibilidad frente al acreedor demandante [...].* (Cursivas nuestras)

No olvidemos que en el artículo 194 del Código Civil se encuentra regulada la inoponibilidad del acto simulado: «La simulación no puede ser opuesta por las partes ni por los terceros perjudicados a quien de buena fe y a título oneroso haya adquirido derechos del titular aparente».

Y luego, en el artículo 197 del mismo Código, se regula la inoponibilidad del acto ineficaz: «La declaración de ineficacia del acto no perjudica los derechos adquiridos a título oneroso por los terceros sub adquirentes de buena fe».

⁴ Me permito recomendar la obra del joven profesor universitario Gilberto Mendoza del Maestro (2017) cuyos datos aparecerán en la bibliografía de este trabajo.

2.5. Pleno Nacional Casatorio VII-Civil. La propiedad no inscrita *versus* el embargo anotado registralmente

Es de conocimiento público que la Corte Suprema, en el conflicto de la propiedad no inscrita *versus* el embargo anotado registralmente, prefirió el derecho de propiedad no inscrito, generando como precedente vinculante el siguiente criterio:⁵

En los procesos de tercería de propiedad que involucren bienes inscritos, debe considerarse de conformidad con lo dispuesto en la segunda parte del artículo 2022 del código civil en concordancia con los artículos 949 y 1219 inciso 1 del mismo cuerpo legal, que el derecho de propiedad del tercerista es oponible al derecho del acreedor embargante, siempre que dicho derecho real quede acreditado mediante documento de fecha cierta más antigua que la inscripción del embargo respectivo.

Cabe expresar que esta nueva regla para preferir derechos tuvo solución y, por tanto, carencia de conflictos antes del vigente Código Civil (1984). En el Código del año 1936, la regla de solución era de carácter eminentemente registral, y bastará para ello apreciar cómo estuvo regulado el tema en el artículo 1050 del Código derogado: «Para oponer los derechos sobre inmuebles a quienes tienen también derechos sobre los mismos, se precisa que el derecho que se opone esté inscrito con anterioridad al de aquél a quien se opone». En dicha norma no había la exquisitez de tener que determinar la calidad o característica de uno u otro derecho. La solución ante el conflicto era eminentemente registral y, en pocas palabras, desde la prioridad de lo inscrito.

Si tuviéramos que aplicar la inoponibilidad de lo no inscrito, tendríamos que decir: «La propiedad no inscrita no es oponible al embargo anotado registralmente».

Hoy, lamentablemente a través del Pleno Casatorio Nacional Civil ha ganado lo informal, lo oculto y lo clandestino. Elija usted, señor lector. Y, peor aún, con la decisión judicial se ha procedido a la desacreditación de la inscripción en el registro público.

2.6. ¿En el derecho registral societario se puede oponer lo no inscrito? El caso de los poderes

Me permito transcribir lo expresado por un registrador español: «Lo que éstas proclaman es la oponibilidad como excepción a una regla general que se da por su puesta y, que no es otra que, la inoponibilidad, frente a terceros de buena fe, de lo no inscrito y, por tanto, no publicado, o de lo inscrito y no publicado» (Casado Burbano, 2002, p. 349).

Como se podrá apreciar más adelante, el concepto expresado por el registrador español Casado Burbano constituye la base sobre la cual el legislador nacional ha tenido a bien regular la inoponibilidad de lo no inscrito (lo no reflejado en el asiento registral, más allá de que pueda constar en el título archivado).

5 Sentencia publicada en *El Peruano* el 7 de mayo de 2015.

El artículo 14 de la Ley General de Sociedades⁶ ha establecido que, por su solo nombramiento, y, salvo estipulación en contra, el gerente general o los administradores de la sociedad gozan de las facultades siguientes:

- 1) Generales y especiales de representación procesal reguladas en el Código Procesal Civil.
- 2) De representación reguladas en la Ley de Arbitraje.
- 3) De representación ante las personas naturales (¿?) o jurídicas privadas (¿?) o públicas para el inicio o actuación (la ley dice realización) dentro de lo regulado por la ley de procedimiento administrativo general.
- 4) De disposición y gravamen, respecto de los bienes y derechos de la sociedad.
- 5) Para celebrar contratos de naturaleza civil, bancaria, comercial (la ley dice mercantil) y societaria.
- 6) Para firmar y realizar todo tipo de operaciones sobre títulos valores sin reserva ni limitación alguna.
- 7) Para suscribir todos los documentos públicos o privados para cumplir el objeto social.

Luego de la transcripción de facultades otorgadas al gerente general y a los administradores de la sociedad, en el mencionado artículo 14 aparece un párrafo que textualmente dice: «Las limitaciones o restricciones a las facultades antes indicadas [las descritas líneas arriba] que no consten expresamente inscritas en la partida electrónica de la sociedad, no serán oponibles a terceros».

Asimismo, el artículo 188 de la Ley General de Sociedades ha establecido que las facultades (dice atribuciones, palabra muy personal y, por tanto, lejos de lo que significa la representación) del gerente se establecerán en el estatuto al momento de la constitución o por acto posterior y, salvo que el mismo exprese lo contrario, las facultades que la ley le asigna son:

- 1) Celebrar y ejecutar actos y contratos (ordinarios) que corresponden al objeto social.
- 2) Representar a la sociedad con las facultades generales y especiales reguladas en el Código Procesal Civil y las que corresponden desde la Ley de Arbitraje.
- 3) Asistir con voz, pero sin voto, al directorio de la sociedad.
- 4) Asistir con voz, pero sin voto, a la junta general de la sociedad.
- 5) Expedir constancias y certificaciones de lo que obra (existe) en los libros de la sociedad.
- 6) Actuar como secretario de la junta general (la ley dice de las juntas de accionistas) y del directorio.

⁶ Modificado por el decreto legislativo 1332. Norma que encargo de crear la constitución de empresas a través de los centros de desarrollo empresarial — CDE. Comentario especial refiere como usamos indebidamente la palabra empresa para confundir lo que ella representa (una actividad) con el concepto de persona jurídica (sujeto de derechos).

Después de la transcrita relación de facultades otorgadas al gerente de la sociedad en el mencionado artículo 188, aparece un párrafo que textualmente dice: «Las limitaciones o restricciones a las facultades antes indicadas [las descritas líneas arriba] que no consten expresamente inscritas en la partida electrónica de la sociedad, no serán oponibles a terceros».

Como se puede apreciar, el legislador ha decidido «alejar» al derecho registral societario de la posibilidad de tener que revisar (cuando se otorguen facultades al gerente o a los administradores en general) los títulos archivados en el registro de personas jurídicas. Suena importante que la modificación legal comentada valore exclusiva y excluyentemente lo reflejado en el asiento registral en consonancia con lo regulado en la ley (26366) de creación del Sistema Nacional de los Registros Públicos en el artículo 3 literal 'b' (la intangibilidad de los asientos registrales).

Para cerrar es importante hacer memoria desde la historia.⁷ No es posible dejar de comentar el problema que generó la redacción del artículo 2014 del Código Civil (fe pública registral). Dicho artículo hacía referencia a la frase: «que no consten en los registros públicos»: historia de dudas y conflictos conocida por todos durante años y que, en el año 2015, fue modificada⁸ por la frase: «que no consten en los títulos archivados que los sustentan». Luego de cuatro años me atrevo a expresar que el remedio (los títulos archivados) no ha curado la enfermedad (no conste en el registro) y, peor aún, se ha desnaturalizado la razón de ser de la calificación registral⁹ (artículo 3, literal 'a', de la Ley 26366).

3. Conclusiones

- 1) La oponibilidad es directamente proporcional entre lo inscrito y lo que los terceros buscan resguardar.
- 2) La inoponibilidad es una falta de publicidad (lo inscrito) del negocio eficaz.
- 3) En el Código Civil es importante tener en cuenta el artículo 2034 para el registro personal y el 2038 para el registro de mandatos y poderes.
- 4) En el reglamento de inscripciones del registro de testamentos y sucesión intestada debemos tener en cuenta el artículo 51.
- 5) Para el registro de la propiedad inmueble.
- 6) El reglamento de inscripciones del registro de predios en el artículo 145 regula la inscripción de la sentencia de ineficacia de un acto y exige que en el asiento registral se indique expresamente el nombre del acreedor respecto del cual (es inoponible) es ineficaz el acto. El presente artículo tuvo como antecedente al artículo 112 del anterior reglamento y, a su vez, este artículo tuvo como

7 «La historia no me sirve si es museo, si es nostalgia es memoria la que vive y alimenta nuestra vida», reza la canción de Eduardo Salas llamada «De historias».

8 Por la Ley 30313.

9 Que representa otra de las garantías de nuestro sistema registral así a algunos no les guste, no porque les incomode, sino más bien porque no la conocen y, no obstante ello, se atreven a opinar.

antecedente al precedente de observancia obligatoria número 1 aprobado en el Pleno VI.

- 7) La Corte Suprema, a través del Pleno Nacional Casatorio Civil VII, ha establecido que sí es oponible el derecho de propiedad no inscrito al embargo anotado registralmente. Entonces, deberíamos entender que lo no inscrito (la propiedad) puede ser opuesto a lo anotado registralmente (el embargo).
- 8) El recientemente modificado artículo 14 de la Ley General de Sociedades (por el Decreto Legislativo 1332) ha determinado que cuando se quiera restringir o limitar la facultad o facultades de un gerente o administrador, la misma (la limitación o restricción) deberá aparecer en el asiento registral; de lo contrario no será oponible a quien contrató sobre lo expresado en el asiento registral.

Bibliografía

Casado Burbano, P. (2002). *Los principios registrales Mercantiles*. Madrid: Servicio de Estudios del Colegio de Registradores. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España.

Mendoza del Maestro, G. (2017). *Comentarios a los precedentes y acuerdos del Tribunal Registral*. Lima: Praeter Legem.

Pau Pedrón, A. (2001). *La publicidad registral*. Madrid: Centro de Estudios Registrales del Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España.

Sobre los autores

Henry Hansmann

Es Oscar M. Ruebhausen Professor Emeritus of Law en Yale Law School. Recibió su J. D. y Ph. D. en Economía por Yale University. Su investigación se ha enfocado principalmente en derecho y economía de las organizaciones. Ha escrito extensamente sobre las organizaciones no lucrativas, la relación entre los contratos y el derecho de las organizaciones, la histórica evolución de las formas de organización, y la estructura de los derechos de propiedad. Es autor de *The ownership of enterprise*, y coautor de *The anatomy of corporate law: a functional and comparative analysis*. Miembro de la American Academy of Arts and Sciences, ha recibido el John Simon Guggenheim Foundation Fellowship, y ha sido presidente del American Law and Economics Association.

Reinier Kraakman

Es Ezra Ripley Thayer Professor of Law en Harvard Law School. Previamente ha sido profesor en Yale Law School (1981-1986) y profesor visitante de Derecho en Georgetown University Law Center (1993) y New York University Law School (1996-1997). Fue secretario del juez Henry J. Friendly de la Corte de Apelaciones de los Estados Unidos para el Segundo Circuito. Actualmente enseña Derecho Corporativo, Finanzas Corporativas y un seminario dedicado a cuestiones teóricas sobre el derecho de las organizaciones. Es coautor de la obra *The anatomy of corporate law: a functional and comparative analysis*.

José Miguel Embid Irujo

Es catedrático de Derecho Mercantil en la Universidad de Valencia desde 1994, habiendo sido profesor de esta disciplina en las universidades de Zaragoza, País Vasco, Alcalá de Henares, Murcia y Jaume I de Castellón. Autor de más de 300 publicaciones en España y en el extranjero, es en la actualidad investigador principal del proyecto «La renovación tipológica en el derecho de sociedades contemporáneo» (DER 2013-44438-P). Ha dirigido hasta el momento 29 tesis doctorales en diversas universidades españolas, varias de ellas internacionales, y dirige los grupos de investigación «Commenda» (con profesores de diversas universidades españolas) y «Dersocom», reconocido por la Universidad de Valencia. Ha sido coordinador, entre 2008 y 2011, del área de Derecho de la Agencia Nacional de Evaluación y Prospectiva (ANEP) y presidente, entre 2011 y 2014, del Comité de Ciencias Jurídicas

de la Agencia Andaluza del Conocimiento. Este año ha obtenido, junto con Paula del Val, el premio San Raimundo de Peñafort, concedido por la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación, por el trabajo «La responsabilidad social corporativa y el derecho de sociedades de capital». Emite con regularidad dictámenes y opiniones solicitados desde la práctica sobre materias de su especialidad.

Alfonso Montoya Stahl

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú (1998). Máster en Derecho por la Universidad de Yale (2002). Profesor del área de Derecho Mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú. Socio del Estudio Rodrigo, Elías & Medrano Abogados.

Max Salazar Gallegos

Es abogado, con especialización en Derecho Administrativo Económico por la Pontificia Universidad Católica de Chile, y máster en Derecho Empresarial (con tesis sobre formas corporativas). Profesor universitario desde 1999. Ha tenido a su cargo cátedras de los cursos de personas jurídicas y de derecho de sociedades en pre y posgrado desde el año 2001 a la fecha en las facultades de Derecho de la Universidad de Lima y la Pontificia Universidad Católica del Perú. Ha escrito y publicado numerosos artículos sobre personas jurídicas lucrativas y sin fines de lucro, además de derecho constitucional y registral. Ha desarrollado su actividad profesional en el mismo campo, asesorando empresas lucrativas y sin fines de lucro, públicas (ministerios y reguladoras) y privadas, de capital privado nacional y extranjero. Invitado recurrente para prestar capacitación en personas jurídicas a los registradores de la Superintendencia Nacional de los Registros Públicos – SUNARP, y parte del equipo de asesores de personas jurídicas del grupo de trabajo revisor del Código Civil Peruano designado por el Ministerio de Justicia en el año 2016 al 2019. Miembro de la CLTA - Corporate Law Teachers Association desde el año 2007.

Marliana Armengol

Es asociada en Philippi, Prietocarrizosa, Ferrero DU & Uría. Graduada como abogada con especialización en Derecho Corporativo por la Universidad ESAN. Miembro activo de Women in the Profession (WIP - Perú). Miembro del Consejo Consultivo y de Vinculación de la Carrera de Derecho Corporativo de ESAN. Consultora en la Clínica Jurídica ESAN. Ha sido asistente de cátedra de los cursos Análisis Económico del Derecho en la UPC y de Lógica y Argumentación Jurídica en ESAN.

Jose Delmar

Es CEO y cofundador de Anda Technologies, socio de Philippi, Prietocarrizosa, Ferrero DU & Uría, y socio fundador de Delmar Ugarte Abogados. Ha sido profesor de Derecho de Sociedades y Deontología Jurídica en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC), Derecho de Obligaciones y Temas de Derecho Mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Es árbitro por los centros de arbitraje de la PUCP, Cámara de Comercio y AMCHAM. Fundador de la asociación civil

Suma Ciudadana. Máster en Derecho (LLM) por la Universidad de Columbia, Nueva York (*Harlan Fiske Stone Scholar*). Abogado graduado con honores por la PUCP.

José Antonio Payet

Profesor de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Socio del Estudio Payet, Rey Cauvi Pérez Abogados. Máster en Derecho por la Universidad de Harvard.

Daniel Abramovich Ackerman

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Miembro de la plana docente de la Facultad de Derecho de la PUCP. Ex-profesor de Derecho Mercantil en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC).

Ángel Carrasco Perera

Licenciado en Derecho (1982) y doctor en Derecho (1985) por la Universidad Autónoma de Madrid; obtuvo una beca de posdoctorado en el Instituto Max Planck de Hamburgo en 1990. Ha sido profesor titular de Derecho Civil en la Universidad Autónoma Madrid (1987), profesor titular de Derecho Civil en la Universidad de Castilla-La Mancha (1989) y vicerrector de Relaciones Institucionales de la Universidad de Castilla-La Mancha (1991-1997). Catedrático de Derecho Civil de la Universidad de Castilla-La Mancha, director del Centro de Estudios de Consumo de la misma universidad y letrado *of counsel*. Forma parte del Consejo Académico de Gómez-Acebo & Pombo desde 1998.

Cándido Paz-Ares

Licenciado en Derecho, Universidad Complutense de Madrid, 1977 (Premio Nacional Fin de Carrera). Doctor en Derecho, Università degli Studi di Bologna, 1980 (Summa Cum Laude). Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Cantabria (1986) y de la Universidad Autónoma de Madrid (1991), de la que fue decano (1997-2000). Ha sido director general de los Registros y del Notariado (1988-1990). Es socio de Uría Menéndez desde 2001. Tiene una extensa experiencia en derecho mercantil, derecho de sociedades, derecho financiero y mercado de valores, y ha participado en numerosos proyectos legislativos en España. Fue miembro del «Comité Olivencia», al que el Gobierno español encargó la elaboración del Código de Buen Gobierno, y, posteriormente, de la Comisión Aldama, creada para fomentar la seguridad y transparencia en los mercados y sociedades cotizadas. Es también miembro permanente de la Comisión General de Codificación —el órgano consultivo del Ministerio de Justicia— y, desde septiembre de 2005, de la Comisión Conthe, constituida por el Gobierno para revisar y actualizar el Código de Buen Gobierno. Ha publicado diversos libros y numerosos artículos académicos en su campo de especialidad, especialmente en el ámbito del Derecho de Sociedades y del Análisis Económico del Derecho (Law & Economics). Los principales directorios jurídicos internacionales (Chambers & Partners, IFLR 1000, Euromoney, etcétera) lo nombran como un abogado destacado en España.

Enrique Alcalde Rodríguez

Doctor en Derecho, magíster en Ciencia Jurídica y profesor titular de Derecho Civil de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Miembro del directorio del Centro de Gobierno Corporativo UC y socio del estudio jurídico Marinovic y Alcalde Abogados.

Sergio García Long

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Especialista en contratos, corporativo, fusiones y adquisiciones, financiamientos y arbitraje. Autor de los libros *Un Big MAC, por favor: la cláusula MAC en fusiones y adquisiciones* y *La función punitiva en el derecho privado*. Coordinador de las obras colectivas *Derecho de arbitraje y derecho contractual financiero*, ambos en homenaje por los 100 años de la Facultad de Derecho de la PUCP. Ha pertenecido a las firmas de abogados Rubio Leguía Normand, Fernández & Vargas, y Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uría. Actualmente es asociado en Vargas Pareja Abogados en la práctica de corporativo, arbitraje y minería. Ha sido Profesor adjunto en los cursos de Obligaciones, Responsabilidad Civil, Análisis Económico del Derecho y Temas de Derecho Societario en la PUCP. Autor en The Crypto Legal, en temas de finanzas y tecnología.

Rafael Lengua Peña

Abogado por la Universidad de Lima. Maestría en Derecho (LL.M.) por Columbia University, graduado con los máximos honores (James Kent Scholar). Colegiado en Perú y Nueva York. Especialista en minería y recursos naturales, contratos, corporativo, fusiones y adquisiciones y financiamientos. Autor de diversos artículos sobre materias contractuales, corporativas y financieras. Ha trabajado en Benites Forno & Ugaz, Miranda & Amado, Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, Compañía Minera Miski Mayo (Vale) y la Presidencia del Consejo de Ministros. Actualmente es socio de Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uría. Ha sido profesor de Análisis Económico del Derecho y Mercado de Valores.

Freddy Escobar Rozas

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Máster en Leyes, Harvard University. Profesor en las facultades de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú y de la Universidad del Pacífico. Socio de Lazo & De Romaña.

Fernando Molina Rey de Castro

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Magíster en Derecho (LL.M.) por Columbia Law School. Socio de Rodrigo, Elías & Medrano Abogados. Ex-miembro del Consejo Directivo de Themis.

Jorge Ortiz Pasco

Profesor en Derecho Civil en el pregrado y en la segunda especialidad en Derecho Registral en la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Profesor en Derecho Civil y en Derecho Registral de la Universidad de Piura (UDEP).

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
DICIEMBRE 2019 LIMA - PERÚ



ISBN: 978-612-4440-08-3



9 786124 440083