

A través del presente artículo, el autor establece el marco de las denominadas operaciones de acordeón de acuerdo a nuestra legislación societaria. Acto seguido comenta un conocido caso que se trata en sede constitucional a efectos de analizar los fundamentos más relevantes por los cuales de su sentencia fluiría que el Poder Judicial podría decidir sobre el futuro de la empresa en el marco de una operación financiera. ¿Podría acaso el máximo intérprete de la Constitución decidir qué hacer con el dinero ajeno aplicando el test de proporcionalidad?

---

## “EL QUE PONE LA MÚSICA”: REFLEXIONES SOBRE UN INNECESARIO CONTROL DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL SOBRE LA OPERACIÓN ACORDEÓN\*

César Enrique Bravo García Viñas\*

---

### I. Introducción: Una historia de crecimiento

¿Por qué Facebook vale aproximadamente US\$50,000 millones y no US\$1,000? Aunque podríamos buscar varias razones para explicar la diferencia entre el valor actual de la compañía de red social y el capital inicialmente invertido, por el momento nos interesa centrarnos en una de las posibles causas: la ambición y visión de crecimiento de uno de sus fundadores, Mark Zuckerberg. ADVERTENCIA: Los siguientes párrafos contienen *spoilers* de la película “La Red Social” (“The Social Network”) y del libro “Millonarios por accidente” (“Young Millionaires”).

La película relata –entre datos reales y ficticios recreados sobre la base del libro- la historia de la fundación y expansión de Facebook. El lugar de nacimiento de probablemente la más importante red social de nuestros tiempos se ubica en los dormitorios de la Universidad de Harvard, en un contexto de madrugada, copas de más y despecho. Aunque probablemente tan importante como el nacimiento de la idea, es el momento en el que esta alcanza madurez.

El capital dinerario inicial de la empresa era de apenas US\$1,000, gracias al aporte de Eduardo Saverin, compañero y amigo de Zuckerberg. Pero el momento cumbre que marca un giro en el destino de la empresa y de la amistad entre Zuckerberg y Saverin se da cuando la empresa recibe un aporte de US\$500,000 de parte de un inversionista. Como resultado de esta operación, la participación de Saverin se reduce a apenas 0.03% en comparación con las participaciones de los demás socios que se mantienen intactas. Esto repercute en una demanda de Saverin contra su antiguo amigo por haber diluido su participación en la empresa.

---

\* Abogado asociado del área corporativo de Ferrero Abogados. Ha sido asistente del curso de Asignación de Derechos de Propiedad y Garantías en la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC).

Después de ver la película o leer el libro, muchas personas se sentirían indignadas por la “traición” de Zuckerberg que terminó por sacar a Saverin de la compañía que este último ayudó a crear. Pero otras tantas también experimentarían cierta molestia contra el irresoluto Saverin, cuya pasividad y lentitud para encontrar inversionistas y hacer crecer la compañía, pudo costar mucho a Facebook y Zuckerberg.

‘¿Qué hubiera pasado?’ es la clásica pregunta de lamento que solemos hacernos cuando no nos aventuramos a tomar una decisión o a ponerla en práctica. Aunque felizmente para Facebook no es necesaria esta interrogante, cabría preguntarnos en retrospectiva: ¿Qué hubiera pasado si Zuckerberg no se convencía de incorporar a nuevos inversionistas?, ¿qué hubiera pasado si Saverin o cualquier otro socio inicial hubieran podido bloquear los nuevos aportes de capital?

El caso de Facebook nos sirve de introducción y de excusa para abordar un tema de mucho interés económico: la decisión de expansión de una empresa a través del aumento de capital. El contexto que nos permite tratar este asunto es el de una sentencia del Tribunal Constitucional (TC)<sup>1</sup>, en el que se evalúa la decisión de la junta de acreedores de una empresa (Agraria Chiquitoy) de reducir a cero (0) su capital social y aumentarlo posteriormente gracias a una capitalización de créditos. Aunque ya ha habido algunos comentarios sobre dicha sentencia, estos han estado enfocados principalmente en la discusión y revisión de conceptos jurídicos, soslayando en cierta medida algunos aspectos económicos que serán, en oposición, el centro de atención del presente artículo.

En el caso de Agraria Chiquitoy, de manera análoga a lo que sucedió con Saverin en Facebook –salvando las grandes diferen-

cias-, un accionista cuestionó la decisión de la empresa de aceptar nuevas inversiones de capital, puesto que la operación licuaba su participación en la empresa. Las preguntas que habrá que responder es ¿quién debe decidir si una empresa crece (o reflota) a través de un aporte de capital?, ¿puede un juez impedir estas operaciones para proteger a un accionista minoritario que se opone a la decisión?, y de ser el caso, ¿cuándo se justifica esta limitación al crecimiento?

## II. La operación acordeón

La operación acordeón consiste en la reducción total del capital social de la empresa -lo que implica la cancelación total de las acciones- y, de manera simultánea, un aumento del capital social gracias a nuevos aportes, los cuales, serán representados en nuevas (y únicas acciones), permitirán a la sociedad compensar sus pérdidas acumuladas, logrando de esta manera superar la crisis patrimonial por la que atraviesa la empresa<sup>2</sup>.

Una situación de crisis empresarial es un estado de insolvencia o insuficiencia del patrimonio empresarial para cumplir con el pago de sus obligaciones, por cualquier razón, sea un mal manejo gerencial, problemas internos de la empresa, o factores externos (crisis económica, presión competitiva, incremento de costos, etc.) que han ido empeorando su situación financiera, lo que se verá reflejado en las pérdidas en el capital social.

En consecuencia, en una situación de crisis empresarial, si bien las acciones poseen un valor nominal en la contabilidad

2 Julio Salas Sánchez explica la operación acordeón de la siguiente manera: “(...) la práctica societaria ha reconocido la posibilidad de que una sociedad que ha sufrido la pérdida total de su capital decida, en acto único, la reducción de su capital a cero y, sin solución de continuidad, su elevación a un nuevo monto, mediante nuevos aportes (...)”.

A.A.V.V. Tratado de Derecho Mercantil. Tomo I. Gaceta Jurídica. Lima, 2003. p. 770

1 Sentencia del 4 de abril de 2011, emitida en el Expediente 00228-2009-PA/TC.

acorde con el capital, su valor real puede llegar a ser cero al no contar con respaldo patrimonial alguno<sup>3</sup> ni expectativas de reflujo empresarial.

Lo anterior puede ser graficado en un ejemplo: Supongamos que la empresa Aldini posee un capital social de 100, y tras varios años de venir operando en el mercado, presenta un patrimonio neto negativo de 150<sup>4</sup>. En este escenario, los accionistas de la empresa deberán tomar una decisión que les permita compensar las pérdidas acumuladas que superan el capital social pagado de la empresa; por ello, los socios acuerdan reducir el íntegro del capital social y su posterior aumento

en una suma tal que les permita superar las pérdidas acumuladas con el propósito que la sociedad cuente con un patrimonio neto positivo. De esta manera, a través de una reducción-aumento del capital social consiguen compensar las pérdidas y superar la crisis patrimonial.

Como es previsible, el aumento de capital puede afectar la totalidad de la composición accionarial de la empresa. En nuestro ejemplo, asumamos que inicialmente tuvieron 4 accionistas con participaciones iguales, y que con posterioridad a la operación acordeón, estos porcentajes varían drásticamente, conforme puede verse en el siguiente cuadro:

**Participación accionaria de Aldini**

Accionistas	Aporte inicial	%	Operación acordeón	Nuevo aporte al capital social	Nuevo %
Renzo	25	25%	El capital social se reduce a 0. Se pierden la totalidad de las acciones.	35	35%
Tommy	25	25%		0	0%
Roxana	25	25%		25	25%
Omar	25	25%		10	10%
Carolina	0	0%		25	25%
Pepe	0	0%		5	5%

3 Enrique Elías Laroza señala que el capital social es la suma o cifra que los socios entregaron en pago de sus acciones y que la sociedad les debe. Asimismo, el citado autor considera que el capital social constituye una cifra de pasivo de la sociedad que indica, simplemente, una deuda de la sociedad frente a sus socios.

ELIAS LAROZA, Enrique. *Derecho Societario Peruano*. Normas Legales. Lima, 2001. pp. 73-75.

4 El patrimonio neto consiste en la diferencia existente entre el activo total de la sociedad y los pasivos exigibles por terceros. Nos encontraremos ante un patrimonio neto negativo cuando la cuenta de pasivos haya superado a la de activos.

Activos < Pasivos	=	Patrimonio Neto negativo
-------------------	---	--------------------------

La primera parte de la operación acordeón permite sincerar la situación financiera de la empresa. El capital social se reduce a cero porque el valor patrimonial de la acción se ha perdido. La segunda parte de la operación ayuda a la empresa a salir de la situación de crisis patrimonial en que se encuentra, gracias a la inyección de nuevo capital, el mismo que será aportado por los socios originales o también por nuevos aportantes que se incorporarán al accionariado de la empresa.

Como se indicó en el párrafo anterior, en un primer momento, la operación acordeón

permitirá –a través de una reducción del íntegro del capital social- que los estados financieros de la empresa reflejen su valor real, el cual, como consecuencia de las pérdidas acumuladas, es igual a cero (0).

Cuando hablamos de reducción de capital, esta puede darse de dos maneras: (i) una reducción efectiva; o, (ii) una reducción nominal. La reducción efectiva es aquella que se produce debido a una abundancia excesiva de capital que determina un excedente del mismo para el que la sociedad no tiene empleo. Mientras que la reducción es nominal cuando lo único que pretende es reajustar la situación real del patrimonio neto, sin devolución de los recursos a los socios<sup>5</sup>.

En el caso de la reducción de capital, efectuada en el marco de una operación acordeón estamos, ante una reducción nominal, es decir no es posible devolver los aportes a los socios pues aquella contribución que efectuaron al capital social de la empresa se ha extinguido como consecuencia de las pérdidas acumuladas.

De esta manera, la reducción nominal del capital permitirá que otros inversionistas tengan incentivos para “meter plata” en la empresa puesto que su inversión ayudará a compensar las pérdidas acumuladas y, finalmente, terminará por sacar a flote a la empresa en crisis. Posteriormente, el simultáneo aumento de capital que efectivizarán los socios y/o los nuevos inversionistas, según sea el caso, será determinante para que la empresa tenga un patrimonio neto positivo como consecuencia de la inyección de capital efectuada.

La operación acordeón puede ser también considerada como una modalidad de adquisición de empresas<sup>6</sup>. Lo anterior, puede

ser explicado volviendo a nuestro ejemplo de la cuasi quebrada empresa Aldini. En dicho escenario, Carolina y Pepe desean aportar al capital de la sociedad para salvarla de su inminente extinción, su interés en aportar en la empresa se debe a que estos consideran que, en el mediano o largo plazo, obtendrán cuantiosas utilidades como consecuencia de su re-flotamiento, surgiendo interés por participar como accionistas de la misma.

En esa misma línea, en vez de que Carolina y Pepe realicen una compraventa de acciones a los socios de la empresa Aldini, deciden realizar –con la aprobación de la junta de accionistas o de acreedores, según sea el caso- una operación acordeón, la misma que les servirá para cumplir dos finalidades: (i) sanear la mala situación económico-financiera; y, (ii) obtener una participación en las utilidades y tener derecho a decidir sobre el destino de la empresa.

De esta manera, la operación acordeón es un instrumento que permite, en primer lugar, revertir la pésima situación patrimonial de la empresa. Esta primera finalidad es la razón por la que los inversionistas realizan el posterior y simultáneo aumento de capital, pues la empresa tendrá un patrimonio neto positivo y, como se mencionó anteriormente, serán ellos quienes asuman el riesgo de la inversión de la misma manera como si de una nueva empresa se tratase.

En segundo lugar, quienes participen en el aumento de capital realizado en el marco de la operación acordeón obtendrán derechos políticos y económicos en la empresa –a través de las nuevas acciones emitidas- en la misma proporción en que se efectúen sus aportaciones. Quienes estén dispuestos a invertir más en la empresa,

acción de tal magnitud que les otorgue una participación determinante en la junta de accionistas, lo que permite calificar a la operación acordeón como un vehículo efectivo para la adquisición de una empresa.

5 ELIAS LAROZA, Enrique. Derecho Societario Peruano. Normas Legales. Lima, 2001. pp. 451.

6 Los inversionistas que participan en el re-flotamiento de la empresa pueden realizar una aport-

tendrán mayor participación en las decisiones del negocio y en la repartición de utilidades, si las hubiere.

Como se indicó, luego del aporte de capital efectuado, los inversionistas obtendrán el derecho a participar en la junta general de accionistas, teniendo derecho de voz y voto en el manejo de la empresa. Esta última atribución resulta determinante para que el inversionista decida participar en la operación acordeón, pues cualquiera podría preguntarse, ¿Por qué el inversionista no se limita a prestarle dinero a uno de los accionistas para que sea este quien participe en el aumento de capital realizado en la operación acordeón? El hecho de participar en el aumento de capital, además de otorgarle una expectativa de recuperar su inversión –de igual forma como lo haría un contrato de préstamo de capital– tendrá la posibilidad de obtener utilidades periódicas y también derecho a decidir, a través de la junta general de accionistas, sobre el destino de los recursos que invirtió en la empresa, esto último como consecuencia de los derechos inherentes a las acciones que suscribió por el aumento de capital.

La finalidad, que se persigue con la operación acordeón, es “resucitar” a la sociedad que, por su pésima situación financiera, se encuentre al borde de la liquidación y posterior extinción. Evidentemente, ningún inversionista –por muy poca aversión al riesgo que tenga– querrá invertir en una empresa que tiene las cuentas “en rojo” o que estas no reflejen su real situación de déficit patrimonial, de esta manera, al tener un capital social que refleje un patrimonio neto positivo, los nuevos inversionistas –y también los antiguos socios, si los hubiere– asumirán el riesgo de la inversión efectuada como si de una nueva empresa se tratase.

Posteriormente, una vez culminada la operación acordeón y, en caso el reflotamiento y la marcha del negocio haya sido exitoso, otros inversionistas se sentirán atraídos a

participar en la empresa al ver su buena situación financiera, pues ven incrementadas sus expectativas de obtener mayor rentabilidad en la potencial inversión que pudieran efectuar en el negocio empresarial. Así, como consecuencia de la operación acordeón, la empresa no solo tendrá acciones con un valor real positivo sino que además se convertirá en una oportunidad atractiva de inversión para los terceros, repercutiendo este hecho en una apreciación en el valor de las acciones.

### III. ¿Acordeón o licuadora?

Si bien la operación acordeón tiene por objeto, en principio, el reflotamiento de la sociedad, esta también puede ser utilizada como un medio para “licuar” a los accionistas minoritarios, esto es, para desaparecer su participación en la empresa, como sucede con Tommy en nuestro ejemplo. Al ocurrir una reducción total del capital social se cancelarán el íntegro de las acciones y en caso los minoritarios no participen en el posterior aumento de capital de la empresa, estos quedarán sin participación alguna en la sociedad, es decir, saldrán de ella.

No obstante, existe un fundamento económico detrás de la salida de algunos accionistas como consecuencia de la operación acordeón. Si a pesar de conocer la crisis económica y financiera de la sociedad, los accionistas originales deciden hacer un nuevo aporte al capital social, ello se debe a que otorgan un mayor valor a su participación en la empresa que el aporte realizado, es decir, valoran más su pertenencia y subsistencia en la compañía. En cambio, aquellos socios que no deseen seguir invirtiendo en una empresa cuya viabilidad económica está en cuestionamiento, no harán un nuevo aporte y perderán todo derecho de voz y voto para decidir sobre el destino de la empresa. De esta manera, la operación acordeón asegura que la participación accionarial y el futuro de una empresa en crisis esté en manos de quien más la valore, viéndose reflejado ello a través de los

desembolsos efectuados para aumentar el capital ante la situación de crisis.

Para garantizar que tanto accionistas mayoritarios como minoritarios se encuentran en capacidad de tomar la decisión de continuar invirtiendo o no en la empresa en crisis, la Ley General de Sociedades otorga el derecho de suscripción preferente.

El derecho de suscripción preferente es de aplicación en los aumentos de capital que generen la emisión de nuevas acciones, teniendo los accionistas o socios prevalencia para suscribir tales acciones con el propósito de mantener el valor económico de las mismas. Al respecto, Elías Larroza indica que si el accionista no tiene recursos para la suscripción de las nuevas acciones que le corresponden, puede transferir a terceros su derecho de suscripción preferente, recuperando de esta manera, en todo o en parte, el valor que de otra manera habría perdido<sup>7</sup>. Tal como lo señala, la Ley General de Sociedades, a través del ejercicio de este derecho, todos los accionistas pueden mantener intacta su participación relativa en el accionariado de la empresa<sup>8</sup>.

7 ELIAS LAROZA, Enrique. Derecho Societario Peruano. Editora Normas Legales. Lima, 2001. p. 430.

8 Ley General de Sociedades

“Artículo 207.- Derecho de suscripción preferente

En el aumento de capital por nuevos aportes, los accionistas tienen derecho preferencial para suscribir, a prorrata de su participación accionaria, las acciones que se creen. Este derecho es transferible en la forma establecida en la presente ley.

No pueden ejercer este derecho los accionistas que se encuentren en mora en el pago de los dividendos pasivos, y sus acciones no se computarán para establecer la prorrata de participación en el derecho de preferencia”.

No existe derecho de suscripción preferente en el aumento de capital por conversión de obligaciones en acciones, en los casos de los artículos 103 y 259 ni en los casos de reorganización de sociedades establecidos en la presente ley.

“Artículo 208.- Ejercicio del derecho de preferencia

El derecho de preferencia se ejerce en por lo me-

Sin embargo, en el caso de la operación acordeón el derecho de suscripción preferente no sirve para que el accionista mantenga el valor económico de sus acciones, como se indicó anteriormente, la reducción total del capital social ha ocasionado que se pierdan la totalidad de acciones. La importancia del ejercicio de este derecho en esta operación de financiamiento sirve para que el accionista mantenga tal condición en la sociedad. Si no aporta al capital social –y por ende tampoco participa en la suscripción de las nuevas acciones- simplemente ya no mantendrá vinculación alguna con la empresa y perderá los derechos políticos y económicos que mantenía sobre esta.

Por otro lado, alguien podría argumentar que este tipo de operaciones infringe el artículo 199 de la Ley General de Sociedades, disposición que prohíbe que los acuerdos de la Junta de Accionistas imponga nuevas obligaciones de carácter pecuniario a los demás titulares de las acciones<sup>9</sup>, alegando que -de

nos dos ruedas. En la primera, el accionista tiene derecho a suscribir las nuevas acciones, a prorrata de sus tenencias a la fecha que se establezca en el acuerdo. Si quedan acciones sin suscribir, quienes han intervenido en la primera rueda pueden suscribir, en segunda rueda, las acciones restantes a prorrata de su participación accionaria, considerando en ella las acciones que hubieran suscrito en la primera rueda.

La junta general o, en su caso, el directorio, establecen el procedimiento que debe seguirse para el caso que queden acciones sin suscribir luego de terminada la segunda rueda.

Salvo acuerdo unánime adoptado por la totalidad de los accionistas de la sociedad, el plazo para el ejercicio del derecho de preferencia, en primera rueda, no será inferior a diez días, contado a partir de la fecha del aviso que deberá publicarse al efecto o de una fecha posterior que al efecto se consigne en dicho aviso. El plazo para la segunda rueda, y las siguientes si las hubiere, se establece por la junta general no pudiendo, en ningún caso, cada rueda ser menor a tres días.

La sociedad está obligada a proporcionar a los suscriptores en forma oportuna la información correspondiente a cada rueda”.

9 Ley General de Sociedades

“Artículo 199.- Extensión de la modificación

Ninguna modificación del estatuto puede im-

manera indirecta- se obliga a los accionistas que deseen mantener su porcentaje de acciones en la empresa a participar en el aumento de capital. Sin embargo, Elías Laroza nos recuerda que tal prohibición no excluye la facultad de acordar aumentos de capital, toda vez estos no son obligatorios para los accionistas. Decidido un aumento, el accionista es libre de participar o no en la suscripción de las nuevas acciones o enajenar su derecho de suscripción preferente<sup>10</sup>. Coincidimos con lo señalado por el citado autor, ya que sostener lo contrario implicaría que todos los aumentos de capital requieran el acuerdo unánime de los accionistas, en cuyo caso las sociedades nunca podrían incrementar su patrimonio. En realidad, lo que la norma societaria en cuestión busca proteger es la responsabilidad limitada de los titulares de las acciones, en la medida que imponer una obligación pecuniaria adicional implicaría un nuevo desembolso dinerario, cuando el riesgo que asume un accionista se encuentra limitado, en principio, al monto de su aporte reflejado en sus acciones.

En el caso de la operación acordeón, como se ha señalado anteriormente, solo los accionistas que tengan interés en seguir participando en el manejo de la sociedad serán quienes realicen aportaciones al capital social. En caso contrario, podrían transferir su derecho de suscripción preferente, evitándose de esta manera que el socio no aportante vea afectados sus derechos patrimoniales.

Así, la operación acordeón puede ser vista como una transacción financiera a través

---

poner a los accionistas, nuevas obligaciones de carácter económico, salvo para aquellos que hayan dejado constancia expresa de su aceptación en la junta general o que lo hagan posteriormente de manera indubitable.

La junta general puede acordar, aunque el estatuto no lo haya previsto, la creación de diversas clases de acciones o la conversión de acciones ordinarias en preferenciales”.

10 Cfr. ELIAS LAROZA, Enrique. *Derecho Societario Peruano*. Normas Legales. Lima, 2001. p. 405

de la cual, es posible revertir la situación de crisis patrimonial logrando además que los recursos (acciones) pasen a manos de quienes más valoren la participación en la empresa, lo que se verá reflejado en los aportes que se hagan al capital social.

#### IV. La sentencia del Tribunal Constitucional

La señora Flor de María Ibáñez Salvador (la señora Ibáñez), una de las accionistas de Agraria Chiquitoy S.A., empresa que se encontraba en estadio de insolvencia patrimonial y por ende en un procedimiento concursal ante el Indecopi, presentó una demanda de amparo contra el acuerdo de la Junta de Acreedores en el que se acordó una reducción-aumento de capital, por medio de la cual se pretendía reflotar la empresa y salvarla de la crisis patrimonial por la que atravesaba.

En razón a estos hechos, la señora Ibáñez indicaba que, la mencionada operación de reducción-aumento de capital se efectuó con el propósito de despojar ilegítimamente de la propiedad de sus acciones constituyendo este hecho en una afectación, entre otros, a su derecho a la libre iniciativa privada, a la libertad de empresa y a la propiedad sobre sus acciones al no habersele permitido hacer uso de su derecho de suscripción preferente.

Así, la accionista demandante alegaba que, en el marco del procedimiento concursal de Agraria Chiquitoy S.A., la junta de acreedores acordó la reducción del capital social a cero (0) y su posterior aumento con la participación exclusiva de los acreedores reconocidos de clase C<sup>11</sup> por medio de la capitalización de sus acreencias, sin que en dicho

---

11 El plan de reestructuración puede contener distintas calificaciones de acreedores, con el propósito de diferenciar créditos laborales, comerciales, tributarios, entre otros. Pudiendo distinguirse según la calificación de acreedor clase A, B, C, D, etc. Dicha calificación tiene únicamente una finalidad informativa y no les otorga prerrogativas especiales.

acto se le hubiese permitido hacer uso de su derecho de suscripción preferente.

El TC declaró fundada la demanda de amparo interpuesta por la accionista considerando que no se le permitió hacer uso de su derecho de suscripción preferente, y dispuso que se restituyan todas las acciones que poseía la demandante en la empresa Agraria Chiquitoy S.A., volviendo a adquirir esta la calidad de accionista de la concursada.

Para tales efectos, y en lo que realmente concierne a la temática de este artículo, el Tribunal Constitucional consideró diversos criterios para analizar la validez constitucional de la operación acordeón, estableciendo parámetros y pautas que deberán seguir tanto la junta general de accionistas como la junta de acreedores, según sea el caso, a efectos de realizar la disminución-aumento de capital social. Así, a efectos de otorgar validez a la operación acordeón, el TC indicó que esta deberá de cumplir con los siguientes requisitos<sup>12</sup>:

12 En la sentencia materia del presente comentario, el TC señaló lo siguiente:

“59. En síntesis, este Tribunal considera que si bien la operación “acordeón” es permisible desde una óptica constitucional, dado el preeminente valor que alcanza en nuestro régimen económico la libre iniciativa privada, ejercida por lo general en el marco de la actividad empresarial, lo cual supone un deber estatal de protección y promoción de la continuidad de las sociedades comerciales; para llegar a ser constitucionalmente legítima de modo definitivo, esta medida debe estar premunida de las siguientes condiciones de validez, en atención a la protección de los derechos a la propiedad, la libre iniciativa privada y el derecho de asociación:

a) En primer lugar, la operación acordeón debe ser idónea y necesaria para la consecución del fin pretendido. En este contexto, la adopción de esta medida debe suponer la reducción y aumento del capital social en grado suficiente para superar las pérdidas y la crisis financiera de la empresa (test de idoneidad), además de constituirse en la única medida posible de adopción para que la sociedad no caiga o se encuentre incurso en una causal de disolución (test de necesidad). En esta perspectiva, con el objeto de proteger al accionista minoritario contra una maniobra empresarial que lo único que persiga es el favorecimiento de ingreso de “terceros” a la sociedad o el propio bien-

1. Deberá de ser idónea y necesaria, para lo cual tendrá cumplir con lo siguiente:

- a) El test de idoneidad que consiste en que la reducción y posterior aumento de capital social debe realizarse en grado suficiente para superar la crisis financiera de la empresa.
- b) El test de necesidad, según el cual la operación acordeón debe ser la única medida posible de adopción para que la sociedad no se liquide.

De otro lado, con el objeto de “proteger” a los accionistas minoritarios, el otro accionista podrá ejercer un derecho de oposición ante el juez, con la finalidad que este evalúe los estados financieros de la empresa, a fin que el órgano jurisdiccional se pronuncie sobre la necesidad de la medida adoptada.

estar pecuniario de la mayoría, sin que exista una necesidad imperiosa de por medio, el socio puede ejercer un “derecho de oposición” con el objeto de solicitar ante el juez la reevaluación de los estados financieros de la empresa que sustentan la decisión de reducir a 0 (cero) el capital social. Esta oposición tiene por finalidad, sin embargo, examinar sólo la “necesidad” de la medida, por lo que si se confirmase el estado financiero de la empresa, la medida adoptada se convalidará, procediéndose a su ejecución. El procedimiento para el ejercicio de este derecho deberá ser el regulado por el artículo 219 de la Ley General de Sociedades.

- b) En segundo lugar, una vez adoptado (y convalidado en su caso) el acuerdo de reducción a 0 (cero) y posterior aumento del capital social, el accionista minoritario que haya expresado de modo indubitable su oposición al mismo, puede ejercer su derecho de separación con el objeto de que se le restituya el valor de sus acciones, de acuerdo al procedimiento establecido en el artículo 200 de la Ley General de Sociedades.
- c) Finalmente, una vez adoptada la decisión de reducción a 0 (cero) del capital social, los accionistas que no hubieran ejercido el derecho de separación, podrán ejercer el derecho de suscripción preferente conforme a las reglas contenidas en los artículos 209 y 210 de la Ley General de Sociedades”.

2. Los accionistas que se hayan opuesto al acuerdo de reducción-aumento de capital podrán hacer uso de su derecho de separación con la finalidad que se les reembolse el valor de sus acciones, conforme a lo establecido en el artículo 200 de la Ley General de Sociedades.
3. Por último, aquellos accionistas que no hagan uso de su derecho de separación, podrán ejercer el derecho de suscripción preferente.

El Tribunal Constitucional estableció que si la junta de accionistas o de acreedores, según sea el caso, cumplen con los requisitos señalados, la operación acordeón sería considerada válida.

#### V. Idoneidad y necesidad de la operación acordeón: “El futuro en manos ajenas”

El presente artículo no tiene por finalidad criticar el sentido del pronunciamiento de fondo del TC, coincidimos en que existirá una afectación a los derechos de los accionistas si al momento de realizarse la operación acordeón no se les permite ejercer su derecho de suscripción preferente sobre las acciones que serán emitidas. El presente comentario únicamente busca analizar el criterio desarrollado por mencionado colegiado en relación con los requisitos de validez de la operación acordeón, detallados por el TC en la sentencia del Expediente 00228-2009-AA.

En esta resolución, como marco teórico previo a la solución de la controversia, el máximo intérprete de la constitución explica lo que, según su criterio, es la autonomía de la voluntad:

*“(...) 24. En principio, las relaciones entre particulares se rigen por el principio de autonomía de la voluntad, por el cual cada parte de una relación contractual decide autónoma y libremente comprometerse con otra persona en la realización de determinadas*

*prestaciones. Sin embargo, la idealización o generalización de una sociedad donde las personas intercambian libremente bienes jurídicos y materiales y donde los compromisos contractuales a los cuales se sujetan son adoptados en pleno ejercicio de su autonomía, constituye hoy en día y, a la luz de una larga experiencia histórica, una postura desencajada de la realidad y que, más bien, puede ocultar un sistema injusto de relaciones donde la persona más débil puede sucumbir en sus derechos e intereses ante el más fuerte (...).”*

El desarrollo teórico inicial del TC parte de una visión negativa de un derecho inherente los privados, como es su autonomía privada para regular sus relaciones jurídicas. Ello, queda evidenciado al señalar que los acuerdos adoptados en ejercicio de este derecho de manera libre por las partes constituye una postura “desencajada” de la realidad, debido a que esconde un sistema injusto de relaciones donde el “más débil” puede sucumbir a sus derechos –entendemos que– frente a la parte “más fuerte”. Por el contrario, creemos que desencajado de la realidad es el concepto de autonomía privada que señala nuestro ilustre Tribunal Constitucional. En materia contractual, cuando hablamos de partes “débiles” y “fuertes”, en el fondo, lo que se está haciendo es tratar de proteger una suerte de justicia en las prestaciones surgidas del contrato, entendiendo el “fuerte” tratará de abusar del “débil”, con relación a ello nos preguntamos: ¿Hay siempre un “poderoso” y un “pobre” en un contrato? Si los hay, ¿Cómo saber quién es el “poderoso” y quién el “pobre”? ¿Es el juez quien debe de identificar quién es quién?

De la Puente y Lavalle señala que la autonomía de la voluntad es el poder reconocido de las personas para regular, dentro del ordenamiento jurídico, sus propios intereses y crear libremente relaciones jurídicas entre sí<sup>13</sup>. Evidentemente que esta atribución ca-

13 DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. El Contrato

lificada por el autor citado como poder económico de los privados, dejará de ser tal en el momento en que un juez –o el propio Tribunal Constitucional si se quiere– diga que la autonomía de la voluntad esconde un sistema “injusto” de relaciones jurídicas, trayendo como consecuencia que los acuerdos de los privados deban ser refrendados por el órgano jurisdiccional relativizando su validez o, peor aún, se crearía un incentivo perverso en el sistema de contrataciones, en la medida que cualquiera de los celebrantes podría alegar ser el “pobre” de la relación contractual y, en consecuencia, negarse a cumplir lo pactado en el contrato.

Con relación a la función económica de los contratos, Cooter y Ullen explican

*“(...) (D)e acuerdo con la teoría de la negociación, un tribunal debería hacer cumplir las promesas inducidas por una consideración, independientemente de que la consideración tenga o no un valor equivalente al de la promesa. (...) La teoría de la negociación sostiene que los tribunales deberían determinar si ocurrió una negociación, sin inquirir si la negociación fue justa. En consecuencia, la doctrina de la consideración exige que los tribunales hagan cumplir algunas promesas injustas, como el intercambio de una herencia por un plato de lentejas (...).”*

Adicionalmente, los autores citados sostienen

*“(...) a menudo, las personas difieren acerca del valor de los bienes, y los litigantes con frecuencia disfrazan los valores a la vista de los tribunales. Determinar la equivalencia de las cosas intercambiables requiere que los tribunales obtengan mucha información. La supervisión de la justicia en todas las negociaciones*

*abrumaría a los tribunales e inhibiría el comercio (...).”<sup>14</sup>.*

En ese sentido, consideramos especialmente peligroso que el intérprete supremo de nuestra Constitución relativice el valor y la importancia de la autonomía privada en nuestro sistema jurídico al señalar de manera bastante temeraria que este esconde en el fondo un sistema “injusto” de contratación, pues son solo las partes las que libremente deciden el contenido y los alcances de su relación jurídica sin que un tercero les marque la pauta sobre las justicias y las injusticias de sus prestaciones.

Evidentemente, que en los casos de asimetría informativa –como en los contratos en que participan consumidores y proveedores– existe cierta desventaja en el consumidor como consecuencia de la poca información que maneja frente a los bienes y servicios que oferta el proveedor. No obstante, en el caso de los contratos empresariales –materia de la cual deriva la operación acordeón– no puede presumirse o partirse de una idea de “injusticia” entre las prestaciones de los contratantes.

Más adelante, el Tribunal Constitucional señala en su fundamento 25:

*“(...) (E)n una sociedad comercial los acuerdos a los cuales se sujetan los socios se adoptan por mayorías, las cuales en ejercicio de su poder económico pueden adoptar decisiones que vulneren o afecten en distintos grados los derechos fundamentales, sin que el socio o accionista minoritario tenga la posibilidad de resistir (...).”*

Las decisiones adoptadas en una Junta General de Accionistas o una Junta de Acreedores, se realizan en función al interés económico que cada titular de las acciones o acreedor tenga en la sociedad. Así por ejemplo, en

en General. Comentarios a la Sección Primera del Libro VII del Código Civil. Fondo Editorial de la UCP. Lima, 1991. p. 262.

14 COOTER, Robert y Thomas Ullen. Derecho y Economía. Fondo de Cultura Económica. México D.F., 2008. p. 278.

el caso de una sociedad comercial, los accionistas tendrán una mayor participación en la adopción de los acuerdos, en la medida que tengas más acciones, lo que indudablemente se ve reflejado en su aportación al capital social, es decir tienen mayor derecho a decidir quienes hayan aportado más. Mientras que en el caso de una empresa sometida a concurso, el interés económico está definido en función a los créditos que cada acreedor posee, siendo este el factor objetivo que define la participación de cada acreedor reconocido en la junta de acreedores.

En ese sentido, la premisa de la que parte el Tribunal Constitucional puede inducir a error, en la medida que los acuerdos que son adoptados por las mayorías deben ser respetados en función al interés económico que poseen los acreedores o accionistas o socios en la empresa, no pudiendo aceptarse que las minorías pretendan desconocer este elemento objetivo –acciones o créditos- para imponer su voluntad frente a quienes han aportado más para constituir la empresa, en el caso de las acciones, o hayan prestado más dinero a la sociedad en crisis, en el caso de los créditos reconocidos.

Distinto es el caso de aquellos acuerdos que constituyan abuso del derecho, en los cuales el accionista o el acreedor que se considere afectado podrá impugnar dicha decisión a efectos que la autoridad pueda dilucidar la existencia de una vulneración a sus derechos. Así, sobre los acuerdos de Junta de Acreedores adoptados con ocasión del ejercicio abusivo del derecho, el Tribunal de Defensa de la Competencia del Indecopi estableció, a través de la Resolución 104-96-TDC del 23 de diciembre de 1996, que para determinar ese supuesto deben de cumplirse los siguientes requisitos: (i) el derecho esté formalmente reconocido en el ordenamiento; (ii) que su ejercicio vulnere un interés causando un perjuicio; (iii) que al causar tal perjuicio el interés que se está viendo afectado no esté protegido por una específica prerrogativa jurídica;

y, (iv) que se desvirtúe manifiestamente los fines económicos y sociales para los cuales el ordenamiento reconoció el derecho que se ejerce dentro del marco impuesto por el principio de buena fe.

Como se indicó anteriormente, la intervención de un tercero en el caso de un acuerdo de privados solo se justificaría en el caso de un acuerdo que constituya abuso del derecho. Sin embargo, el Tribunal Constitucional no hace tal distinción en la sentencia que comentamos. Si analizamos los acuerdos de una junta de accionistas o una junta de acreedores, aquellos socios o acreedores que voten por una propuesta contraria a la escogida por la mayoría, podrán ver afectados sus intereses o, inclusive, verse postergados en el ejercicio de determinados derechos<sup>15</sup>, pero ello no constituye una materia que deba ser amparada por los jueces pues esa es la esencia de la dinámica del funcionamiento de una junta de accionistas o de acreedores, en la que los acuerdos son adoptados en consenso por las mayorías.

Posteriormente, analizando la validez de la operación acordeón, el Tribunal Constitucional señala en el fundamento 50

*“Es por esta razón que cuando la práctica societaria o algunas legislaciones han permitido la reducción a 0 (cero) del capital social, lo han hecho bajo la condición in-*

15 Piénsese, por ejemplo, en el caso de un acuerdo de junta de acreedores en el que se acuerde, por mayoría, prorrogar el cronograma de pago de los créditos por diez o más años. Cualquiera podría alegar que un acuerdo de ese tipo vulnera el derecho de cobro de los acreedores que votaron en contra de esa decisión, pues estos no podrán cobrar hasta que transcurra dicho plazo, “afectándose” sus derechos patrimoniales de manera concreta. Sin embargo, debe tomarse en cuenta que dicha prórroga puede haberse realizado en razón de que la empresa concursada no tiene flujos de efectivos con que asumir sus obligaciones, debiendo continuar operando en el mercado por el plazo fijado por la junta –sin empezar a pagar inmediatamente los créditos- para poder estabilizarse de sus pérdidas acumuladas y, luego de ello, empezar a pagar sus deudas.

*eludible de que en acto inmediatamente posterior, el capital se vuelva a recomponer con un aumento automático. Este efecto de ajuste y expansión inmediata del capital social es el que brinda el apelativo de “acordeón” a esta operación societaria de reducción a 0 (cero) e inmediato aumento del capital. Sin embargo, más allá de que el capital pueda ser recuperado y la sociedad pueda proseguir su funcionamiento, las consecuencias que se derivan de esta operación pueden ser muy sensibles sobre los derechos de los accionistas.*

*Ello es así porque, una vez efectuada la reducción a 0 (cero) del capital social, los accionistas pierden la titularidad de todas sus acciones, es decir, su patrimonio accionario es afectado en el grado máximo (afectación del derecho de propiedad) y, como consecuencia de ello, también pierden la calidad de accionistas, esto es, el atributo jurídico que los hace pertenecer a la sociedad (afectación del derecho a la libre iniciativa privada y derecho de asociación). En el caso de la afectación del patrimonio accionario, ello es en principio irrecuperable, pues el ejercicio del derecho de suscripción preferente, en este caso, no restablecerá las acciones perdidas, sino simplemente dará la oportunidad a los socios de suscribir nuevas acciones, para lo cual deberán efectuar nuevos aportes y un nuevo esfuerzo de inversión económica. Bajo esta misma perspectiva, los derechos a la libre iniciativa privada conectado con el derecho de asociación, resultan también gravemente afectados, pues si bien, en virtud del ejercicio del derecho de suscripción preferente, los accionistas podrían mantenerse en la empresa o sociedad comercial, para poder hacerlo, como se acaba de anotar, deberán realizar nuevos aportes dinerarios que permitan la suscripción de las nuevas acciones, lo cual condiciona de sobremanera su permanencia en la sociedad comercial.*

*En principio, por tanto, la operación “acordeón”, aun en el supuesto de ejercicio del derecho de suscripción preferente, debería quedar proscrito desde un punto de vista constitucional. Y es que, de existir socios minoritarios que estén en desacuerdo con la decisión mayoritaria, éstos se verían seriamente afectados en sus derechos constitucionales a la propiedad, la libre iniciativa privada y la asociación, por una decisión que no comparten (...).”*

De lo señalado anteriormente, se desprende que el Tribunal Constitucional parece no haber tomado en cuenta diversos hechos que motivan la realización de una operación acordeón. Como se ha indicado en el presente artículo, la operación acordeón se da en un contexto de crisis empresarial, en la que –contablemente– los pasivos han superado los activos de la empresa, la consecuencia de lo anterior es que el valor real de las acciones se vea disminuido a cero (0), es decir si bien formalmente los accionistas son propietarios de las acciones, estas no tienen un respaldo patrimonial efectivo que les dé valor, lo que en la práctica genera que puedan ser considerados como propietarios de un elefante blanco, el cual, solo existe en el libro matrícula de acciones de la empresa.

En ese escenario, ¿de qué tipo de afectación al derecho de propiedad o derecho a la libre iniciativa privada podemos estar hablando si estas acciones ya perdieron todo su valor? y, es en ese contexto, que la sociedad necesita recursos económicos para evitar su liquidación y posterior extinción. Es por ello que, al momento de efectuar la reducción total de capital en el marco de una operación acordeón, no se está generando ningún tipo de afectación a los accionistas, por el contrario, con el simultáneo aumento de capital se les da la posibilidad de continuar participando –con derecho a voz y voto– en la sociedad, más aun si, una vez culminada dicha operación, los socios tendrán acciones con un valor real positivo.

Al parecer, con esta sentencia, lo que el TC podría estar legitimando es el ejercicio abusivo de las minorías que no están de acuerdo con la operación acordeón y, a pesar de conocer que sus acciones no valen nada, desean seguir formando parte de la sociedad condenando a los demás accionistas a hundirse en una empresa cuyo único fin será la extinción.

Simplificando el análisis, en la operación acordeón, los accionistas que deseen seguir participando en la empresa tendrán que aportar al capital social, los que no tengan interés, simplemente saldrán de la sociedad llevándose el valor real de sus acciones, es decir: cero. Sin embargo, los que no deseen participar pueden transferir –inclusive a título oneroso– su derecho de suscripción preferente pudiendo beneficiarse de la ejecución de esta operación de financiamiento. Pero, aquello que los minoritarios no pueden hacer es obstaculizar o retrasar una operación de financiamiento que, por la situación de crisis en que se encuentra la empresa, requiere ser adoptada a la brevedad.

Como se indicó, con lo que sí estamos de acuerdo con el TC, es que en la operación acordeón debe de respetarse el derecho de suscripción preferente de los accionistas, el cual, se legitima en la medida que son los socios originarios quienes dieron creación a la empresa, debiendo tener preeminencia sobre aquellos inversionistas que deseen formar parte de la sociedad a través de la operación acordeón.

La aplicación de los test de necesidad e idoneidad desarrollados por nuestro supremo interprete de la Constitución puede resultar bastante peligrosa, puesto que, es en base a la autonomía privada, que los accionistas deciden realizar la operación acordeón, siendo ellos los que poseen la información y los incentivos que les permitan adoptar una decisión que tutele mejor sus intereses. Es decir, la idoneidad de una operación privada para

conseguir sus fines (reflotamiento de una empresa) es algo que debe ser determinada por las propias partes involucradas, y no por un agente externo como una autoridad judicial o administrativa.

En general, los funcionarios públicos no tienen los incentivos adecuados para reemplazar a los privados en la toma de decisiones de negocio. Dado que no está en juego su propio patrimonio, ellos no asumen el riesgo de una decisión incorrecta<sup>16</sup>. Los agentes privados, en cambio, sí tienen los incentivos adecuados para tomar las decisiones correctas, o que mejor representen sus intereses. Los acreedores perderán si se equivocan al tomar su decisión, pues recuperarán una menor parte de sus créditos. Y ganarán si toman la decisión correcta, pues incrementarán las posibilidades de recuperar su dinero. En ese sentido, los privados tienen los incentivos adecuados para informarse mejor sobre la realidad del negocio, darle valor adecuadamente y, optar, en función a ello, por la reestructuración o la liquidación, según cuál opción les genere mayor valor<sup>17</sup>.

Efectivamente, de acuerdo a la ley, en caso la empresa en crisis se encontrara inmersa en un procedimiento concursal, serán los acreedores reconocidos quienes reemplazarán a la Junta General de Accionistas en las decisiones del manejo y destino de la empresa<sup>18</sup>, enten-

16 EZCURRA RIVERO, Huáscar. Derecho Concursal. Palestra Editores. Lima, 2002. p. 50. Pueden encontrarse reflexiones adicionales sobre la ausencia de incentivos en las empresas públicas para internalizar los costos de sus decisiones en: SAPPINGTON, David y Gregory SIDAK. "Anti-competitive Behavior by State-Owned Enterprises: Incentives and Capabilities". En: GEDDES, Richard (Ed.). *Competing with the Government: Anti-Competitive Behavior and Public Enterprises*. Hoover Press, 2004; y en: FALLA, Alejandro. "Zapatero a tus zapatos", en: *Perú Económico*, Volumen XXVI, No. 3. Marzo. Lima, 2003.

17 Op.cit.

18 Ley General del Sistema Concursal "Artículo 63.- Atribuciones de la Junta de Acreedores durante la reestructuración 63.1 Durante la reestructuración quedará en sus-

diendo los acreedores son titulares de derechos de crédito (pasivos de la empresa) que superan el capital social pagado<sup>19</sup>, y ello legitima la participación de los acreedores en la empresa al tener un interés mayor en el resultado exitoso del concurso.

Ezcurra señala que parte central, sino la más importante, de los procesos de insolvencia de empresas es la decisión del negocio relativa a si conviene la continuación de las actividades de la empresa (reestructuración) o si, por el contrario, se opta por su liquidación, así como todas aquellas decisiones relacionadas a ésta (valuación del negocio en marcha y negocio en liquidación, decisión sobre el régimen de administración, decisión sobre los plazos y forma de pago, etc.)<sup>20</sup>. De esta forma, toma sentido que los acreedores decidan si utilizan la operación acordeón como una forma de subsistencia de la empresa, o si optan por liquidarla.

Así, contrariamente a lo señalado por el TC, la operación acordeón, y en general, el destino de una empresa no debe ser objeto de un “test de necesidad” por parte de una autoridad judicial, toda vez que ello solo entorpecería y dañaría los intereses involucrados en una decisión adoptada al interior de la empresa.

En tal sentido, creemos que la única intervención que podría tener el Poder Judicial sería para analizar si es que la operación acordeón se llevó a cabo respetando el dere-

cho de suscripción preferente de los accionistas o de los acreedores reconocidos, según sea el caso.

En suma, resulta impertinente que el TC desarrolle una serie de requisitos para que los individuos puedan efectuar válidamente la operación acordeón, más aún si estos implican, en buena cuenta, una suerte de permiso para que el órgano jurisdiccional autorice a los accionistas qué es lo que deben de hacer con su empresa, intervención arbitraria e innecesaria que vulnera la autonomía privada de los inversionistas.

Aquellos accionistas que no deseen seguir invirtiendo en la sociedad simplemente podrán optar por vender su derecho de suscripción preferente a aquel inversionista que se encuentre interesado en participar en la propiedad de la empresa, sin que por ello deba entenderse que se esté vulnerando su derecho de propiedad sobre sus acciones, pues, como ya hemos señalado anteriormente, las pérdidas acumuladas han generado que su aporte inicial se extinga, incluso debemos precisar que en la eventualidad que se opte por la liquidación de la empresa resultará improbable que los socios recuperen su inversión en tanto que la empresa cuenta con deudas por pagar -las cuales en tanto no sean íntegramente satisfechas-, no podrá procederse a repartir el remanente entre los inversionistas, por ello en tanto que el accionista mantenga una expectativa de recuperar lo invertido en la sociedad, este tendrá incentivos para continuar aportando al capital social.

Sin embargo, resulta contrario a los intereses de los demás accionista e incluso a los de la propia sociedad, que un accionista desee, a toda costa, mantenerse en la empresa a pesar que no desea realizar un nuevo aporte al capital social al momento de ejecutar la operación acordeón, ello refleja una posición abusiva que únicamente perjudicaría a la sociedad y a la voluntad de los demás inversionistas de reflotar la empresa y continuar com-

penso la competencia de la Junta de Accionistas o de Asociados o el titular, cuyas funciones serán asumidas por la Junta.

(...)

19 Los accionistas son “acreedores” de último rango de la sociedad, pues el aporte efectuado al capital social pagado se encuentra consignado en el pasivo del balance general de la empresa, estos se repartirán el remanente del haber social una vez la totalidad de acreedores de la empresa hayan visto satisfechos sus derechos de crédito.

20 EZCURRA RIVERO, Huáscar. Derecho Concursal. Palestra Editores. Lima, 2002. p. 50.

pitiendo en el mercado, más aun si, como ya se ha señalado, el accionista no recuperará lo invertido al haberse extinguido su aporte a consecuencia de las pérdidas acumuladas en la empresa.

De otro lado, causa también extrañeza que el TC disponga que el accionista que no desea participar de la operación acordeón se le permita ejercer su derecho de separación con el objeto que se le reintegre el valor de sus acciones -fundamento 59-:

*“(...) b) (...) una vez adoptado (y convalidado en su caso) el acuerdo de reducción a 0 (cero) y posterior aumento del capital social, el accionista minoritario que haya expresado de modo indubitable su oposición al mismo, puede ejercer su derecho de separación con el objeto de que se le restituya el valor de sus acciones, de acuerdo al procedimiento establecido en el artículo 200 de la Ley General de Sociedades (...)”.*

Esta “puerta de escape” que estaría admitiendo el TC resulta contraria a la lógica, pues permite que un accionista recupere el monto de su inversión, cuando la realidad de la empresa en situación de crisis de muestra que esta inversión ya se ha perdido. Así, la sentencia en cuestión deja sin contestar varias preguntas que no pueden encontrar respuesta en la lógica contable aplicada para calcular el valor de las acciones en una empresa.

## **VI. Una raya más: defendiendo el lado equivocado**

Además de lo explicado en el capítulo anterior, el Tribunal Constitucional consideró que la continuidad de la empresa en el mercado constituye no solo un bien jurídico o finalidad constitucionalmente relevante, sino una materia constitucional de especial valor y trascendencia en el régimen económico de nuestra Constitución, conforme se explica en el fundamento 52

*“(...) Desde una óptica constitucional, este Tribunal considera que la continuidad de una empresa en el mercado constituye no sólo un bien jurídico o finalidad constitucionalmente relevante, sino, como veremos a continuación, una materia constitucional de especial valor y trascendencia en el régimen económico de nuestra Constitución (...)”*

*“(...) es obvio que la salida del mercado de una empresa o sociedad comercial es una situación que, en principio, debe ser evitada por el Estado, pues al margen de las consecuencias gravosas que ello genera para las personas que mantienen una relación directa con la empresa (pérdida del empleo por parte de los trabajadores, obligaciones tributarias y pecuniarias derivadas de su existencia, entre otras), la continuidad de una empresa y el estímulo de su permanencia es la base de la vida económica de nuestro país (...)”.*

Discrepamos con el criterio desarrollado por el TC en el número antes citado. En el marco de una economía de mercado, basada en la libre iniciativa privada, el Estado no puede considerar la continuidad de la empresa en el mercado (ni tampoco su liquidación) como un bien jurídico protegible. La subsistencia o no de una empresa es una decisión reservada a los particulares, accionistas o acreedores según corresponda, quienes deberán decidir qué les resulta más rentable y acorde con sus intereses. Carece de sentido que el Estado, a través de un juez, incentive la subsistencia de una empresa que genera pérdidas económicas, evitando que los accionistas y trabajadores puedan destinar sus recursos a usos más eficientes.

En general, la sentencia emitida en este caso, busca relativizar y mermar la importancia de la autonomía privada en una economía social de mercado, pues son solo los privados quienes saben cómo invertir su dinero y no el Estado el que deba de “guiarlos” sobre la

pertinencia de liquidar o reestructurar la empresa con el pretexto que este es un “bien jurídico o finalidad constitucionalmente relevante”, término que, por sí mismo, es ambiguo en su contenido, pues el propio Tribunal no ha establecido cuáles son los parámetros para definir qué es un bien jurídico que goza de relevancia constitucional y, cuáles son los parámetros objetivos y los fundamentos económicos que llevan al Colegiado a sostener que la sola continuidad de la empresa en el mercado goza de tales prerrogativas.

Adicionalmente, el TC también olvidó que el objetivo de los procedimientos concursales ya no es la permanencia de la unidad productiva, sino la protección del crédito, reafirmando de esta manera, que el concurso no se inicia para salvar a la empresa de su liquidación sino para pagar los créditos de sus acreedores, siendo estos últimos quienes decidirán, de acuerdo a sus intereses, qué es lo que más les conviene a fin de que puedan cobrar sus acreencias<sup>21</sup>.

A efectos de tomar una decisión sobre el destino de la empresa, resaltando la importancia de la toma de decisiones por parte de

21 Aunque únicamente resulte anecdótico, en la sentencia recaída en el Expediente 00228-2009-AA, el Tribunal Constitucional cita el artículo I del Título Preliminar de la Ley General del Sistema Concursal, sin embargo emplea una cita a una norma jurídica que fue derogada a través del Decreto Legislativo 1050.

La norma derogada citada por el Tribunal Constitucional establecía que el objetivo del Sistema Concursal es la permanencia de la unidad productiva, la protección al crédito y el patrimonio de la empresa. A diferencia de la norma actual que señala como objetivo del Sistema Concursal la recuperación del crédito mediante la regulación de procedimientos concursales que promuevan la asignación eficiente de recursos a fin de conseguir el máximo valor posible del patrimonio del deudor.

La norma concursal actual resalta el hecho que la finalidad del sistema es la recuperación del crédito, toda vez que el concurso se inicia justamente ante el estado insuficiencia patrimonial o ante la falta de pago de las obligaciones del deudor, siendo el tema central de discusión el pago de los créditos.

los acreedores del concurso, Ezcurra señala que las empresas en situación de insolvencia tienen dos valores. Uno es el Valor del Negocio en Marcha (VNM) que es el valor que puede generar el negocio a favor de los acreedores si el negocio se mantiene en funcionamiento y logra generar con ello ingresos suficientes como para atender la deuda dentro del plazo de reprogramación que podría aprobarse. El otro es el Valor del Negocio en Liquidación (VNL) que es el valor que podría obtenerse si se venden al mejor postor<sup>22</sup>.

De esta manera, el autor antes citado explica que, cuando  $VNL > VNM$  los acreedores como colectivo están mejor si el negocio se liquida. La liquidación es la mejor decisión para sus intereses. En cambio, cuando  $VNL < VNM$ , los acreedores como colectivo estarán mejor si el negocio se mantiene en marcha a través de un proceso de reestructuración empresarial, siendo esta última la mejor decisión<sup>23</sup>.

Como vemos, en la ponderación que han de realizar los acreedores no se necesita la intervención del Estado, cuya actuación en el marco de los procedimientos concursales debe consistir en, como bien lo señala el artículo IX del Título Preliminar de la LGSC<sup>24</sup>, limitarse a un rol promotor y facilitar de las negociaciones entre las partes, respetando su autonomía privada<sup>25</sup>.

22 EZCURRA RIVERO, Huascar. La muerte del Sistema Concursal. Revista de la Competencia y la Propiedad Intelectual. N°12. Lima, 2011. p. 162.

23 Op. Cit.

24 Ley General del Sistema Concursal

Artículo X.- Rol promotor del Estado

El Estado, a través del INDECOPI, facilita y promueve la negociación entre acreedores y deudores, respetando la autonomía privada respecto de las decisiones adoptadas en los procedimientos concursales con las formalidades de ley.

25 Sobre este tema Ricardo Beaumont y José Palma señalan: “En el nuevo Derecho Concursal son las partes afectadas –deudor, acreedores, trabajadores, proveedores– los principales protagonistas y por tanto son ellos los que deben buscar

Con este pronunciamiento el TC defiende el “lado equivocado”, al sostener una protección constitucional al deudor por considerar que su continuidad en el mercado es un “valor de especial trascendencia”, frente a ello nos preguntamos, ¿Quién defiende a los acreedores que se han visto imposibilitados de recuperar sus créditos? Son ellos quienes han visto afectados sus derechos patrimoniales al no poder recuperar sus acreencias frente a la deudora concursada.

## VII. Conclusiones

Un acreedor o un accionista minoritario, se llame la señora Ibáñez o se llame Eduardo Saverin, tiene el derecho, según corresponde, a participar de la toma de decisiones sobre el futuro de la empresa, pero no tiene derecho a que la empresa siga necesariamente el destino que él quisiera.

No sabemos si Saverin hubiera querido que el capital social de Facebook se mantuviera en US\$1,000 o hubiera aumentado sólo a US\$10,000, como tampoco sabemos exactamente si es que la señora Ibáñez estaba dispuesta a aportar nuevo capital, y en qué medida, para reflotar a Agraria Chiquitoy S.A.C. Pero de lo que sí estamos seguros es

de que esa es una decisión que corresponde en conjunto a los accionistas o a los acreedores de dichas empresas, y no a un funcionario administrativo ni a un juez.

El juez no puede otorgar a un accionista o acreedor minoritario la decisión exclusiva del futuro de la empresa. Su labor debe limitarse a velar por que se hayan respetado sus derechos como accionista o acreedor minoritario. Y tampoco puede ir más allá y pretender suplantar la voluntad de estos inversionistas, decidiendo él en lugar de ellos, si es que una operación financiera de reflotamiento como la operación acordeón resulta idónea o necesaria. Es decir, no puede decidir qué hacer con el dinero ajeno.

Algunos de los criterios desarrollados por el TC<sup>26</sup> en la sentencia comentada dejan la preocupante sensación de que un juez podría decidir el futuro de una empresa, y podría evaluar cuándo no es idóneo o necesario optar por una operación financiera. ¿Qué hubiera pasado si el TC hubiera conocido el caso de Facebook? Posiblemente, la compañía no hubiera alcanzado las magnitudes que hoy tiene. Felizmente, en esta ocasión no toca preguntarse ‘¿qué hubiera pasado?’

---

la solución al problema de la crisis empresarial, bien sea a través de la liquidación del activo o de la conservación de la empresa a través del desarrollo de la autonomía de la voluntad, con la menor intervención estatal; ésta debe utilizarse solo en supuestos excepcionales y siempre de manera subsidiaria a los propios recursos privados”.

---

26 BEAUMONT, Ricardo y José Palma. Comentarios a la Ley General del Sistema Concursal. Gaceta Jurídica. Lima, 2002. p. 61